



Mémoire de fin d'Etudes

Thème :

Évaluation d'entreprises : application des différentes méthodes d'évaluation

Cas d'une compagnie d'assurance de personnes

Présenté et soutenu par :

BENFETTOUCHE Assia

Encadré par :

Mr. Lebid ZAAFRANE

Étudiant(e) parrainé(e) par :

Fonds National d'Investissement



Mémoire de fin d'Etudes

Thème :

Évaluation d'entreprises : application des différentes méthodes d'évaluation

Cas d'une compagnie d'assurance de personnes

Présenté et soutenu par :

BENFETTOUCHE Assia

Encadré par :

Mr. Lebid ZAAFRANE

Étudiant(e) parrainé(e) par :

Fonds National d'Investissement

Remerciement

D'abord, Je remercie DIEU qui m'a donné la force et la volonté pour accomplir ce modeste travail.

*Je voudrais témoigner toute ma gratitude et ma reconnaissance, envers l'administration et les enseignants de l'IFID, pour la qualité de la formation ; Je tiens également à remercier mon encadrant Monsieur **Lebid ZAAFRANE**, qui par sa disponibilité, ses conseils et ses encouragements a donné le jour à ce travail ;*

*J'adresse mes remerciements à toute l'équipe du FNI, plus particulièrement **Mr. HADJLA** Directeur des évaluations et ingénierie financière, **Mme BOUNIF Dalila** chef de département études et analyses, qui, par leur disponibilité et orientations ont contribué à l'élaboration de ce travail ;*

*Je voudrais également remercier **Melle GACI**, **Mr. OULD AMRI**, **Mr. GUETTAF**, et **Mr. BOUDJEDJOU** de l'équipe des participations pour leur aide tout au long de ma période de stage ;*

*L'équipe RH, notamment, **Mr. HADJ ZOUBIR** le DRH, **Mr. GHORAB**, et **Mme BOUISRI** pour leur accompagnement.*

Ainsi que toute personne qui nous a assisté et accordé son attention pendant la formation à l'IFID et durant notre stage ;

Dédicace

Pour la source de tendresse infinie, pour la femme qui a fait preuve de patience pour faire de moi ce que je suis aujourd'hui, qui m'a aidé par son amour, à mon âme,Maman

Pour celui qui m'a éclairé le chemin de ma réussite, qui m'a aidé à défier les obstacles de la vie, l'homme qui a toujours été à mes côtés,Papa

*Pour l'âme de ma chère **grand-mère** qui aurait été fière de moi ;*

*Pour mon frère **Mohamed**, le deuxième homme sur qui je pourrai compter toute ma vie ;*

*Pour ma sœur **Hadjer**, ma source d'espoir ;*

*Pour ma meilleure amie **Racha** qui a toujours été là pour moi ;*

Ainsi que Radia, Amira, Noujoud, Fairouz, Yasmine, Amina, Sabrina, Lilia, Selma, Hanane, Meriem, Aldjiya, Ines et Ferial qui ont rendu ma vie plus vivante ;

*Pour mes chers frères **Dali** et **Skander**, vous êtes les meilleurs ;*

*Ainsi que pour toute l'équipe **One To One** recrutement ;*

Je dédie le fruit de plusieurs années d'études et de persévérance.

BENFETTOUCHE Assia

SOMMAIRE

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Chapitre I: Généralités et démarche de l'évaluation d'entreprises.....1

Section 1 : Concepts et Fondements de l'évaluation d'entreprises.....2

Section 2 : Diagnostic stratégique et économique.....9

Section 3 : Analyse des éléments du bilan, du compte de résultat et
détermination des paramètres de l'évaluation.....19

Chapitre II: les différentes approches d'évaluation d'entreprises.....32

Section 1 : L'approche patrimoniale et du Goodwill.....33

Section 2 : Approche dynamique basée sur les flux.....41

Section 3 : Approche analogique ou méthode des multiples.....56

Chapitre III: Évaluation de la société d'assurance de personnes.....65

Section 1 : Présentation de la société d'assurance.....66

Section 2 : Diagnostic de la société d'assurance.....70

Section 3 : Évaluation de la société d'assurance.....84

CONCLUSION GÉNÉRALE..... 104

LISTE DES ABREVIATIONS

AE	Actif Economique
AI	Actif Immobilisé
ANC	Actif Net Comptable
ANCC	Actif Net Comptable Corrigé
BEA	Banque Extérieure d'Algérie
BFR	Besoin en Fond de Roulement
BPA	Bénéfice Par Action
CA	Chiffre d'Affaire
CAF	Capacité d'Autofinancement
CE	Capitaux Engagés
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
CNA	Conseil National des Assurances
CP	Capitaux Propres
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation
DAS	Domaine d'Activité Stratégique
DCF	Discounted Cash-Flow
DCT	Dettes à Court Terme
DFN	Dettes Financières Nettes
DLMT	Dettes à Long et à Moyen Terme
EBE	Excédent Brut d'Exploitation
EBIT	Earning Before Interest and Taxe
EBITDA	Earning Before Interest and Taxe, Depreciation and Amortization
EVA	Economic Value Added
FCF	Free Cash-Flow
FNI	Fonds National d'Investissement
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
JVM	Juste Valeur Marchande
MEDAF	Modèle d'Evaluation Des Actif Financiers
MVA	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
PER	Price Earning Ratio
PIB	Produit Intérieur Brut
RCAI	Résultat Courant Avant Impôts
RN	Résultat Net
ROCE	Return On Capital Employed
ROE	Return On Equity
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TRI	Taux de Rendement Interne
VSB	Valeur Substantielle Brute
VT	Valeur Terminale
WACC	Weighted Average Cost of Capital

LISTE DES TABLEAUX

Numéro	Intitulé	Page
1	Présentation des calculs du modèle de Bates	46
2	Test de sensibilité du modèle de Bates	47
3	Test de sensibilité de la méthode DCF	51
4	Comparaison des PER de deux entreprises du même secteur d'activité	57
5	Récapitulatif des approches d'évaluation	62
6	Évolution du Chiffre d'affaire du secteur (2014-2019)	69
7	Évolution du chiffre d'affaire (2020-2025)	76
8	Évolution du BFR (2020-2025)	77
9	Prévisions des amortissement (2020-2025)	78
10	Évolution des charges d'exploitation entre 2020 et 2025	79
11	Évolution de l'EBE, l'EBIT et du NOPAT entre 2020 et 2025	80
12	Prévisions relatives au résultat net entre 2020 et 2025	80
13	Estimation du Béta	82
14	Valeur de l'actif comptable	84
15	Valeur de l'Actif Net Comptable	85
16	Réévaluation des immobilisations	86
17	La valeur de la compagnie selon la méthode ANCC	86
18	La valorisation par la méthode de calcul direct de la rente du Goodwill	88
19	Valeur de rendement	88
20	Valeur de la compagnie d'assurance	89
21	Investissements nets 2019 - 2025	90
22	Détermination des FCF	91
23	Détermination de la valeur terminale	91
24	Valeur des capitaux propres	92
25	Test de sensibilité de la méthode DCF	92
26	Détermination des capitaux engagés (2019-2025)	93
27	Détermination du ROCE (2019-2025)	93
28	Détermination des valeurs de l'EVA	94
29	Valeur de l'action de la compagnie selon la méthode EVA/MVA	95
30	Test de sensibilité de la méthode EVA/MVA	95
31	Calcul du multiple moyen	97
32	Valorisation de l'action de la compagnie d'assurance	97
33	Calcul du multiple moyen du CA	98
34	Valorisation de la compagnie d'assurance	98
35	Fourchette de valeurs selon les différentes approches	99
36	Calcul de la plus-value de la sortie du capital	100
37	TRI du projet si la valeur de l'action est de 330 836,18 DZD	100
38	TRI du projet si la valeur de l'action est de 371 464,45 DZD	101

LISTE DES FIGURES

Numéro	Intitulé	Page
1	Organisation du système algérien des assurances	68
2	Évolution du Chiffre d'affaire du secteur (2014-2019)	69
3	Les 5 forces de Porter	74

INTRODUCTION GÉNÉRALE

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Le monde des affaires est caractérisé par une multitude de transactions d'achat et de vente, qui portent sur une variété de biens, de services, et d'entreprises également. Ces opérations se réalisaient à travers un échange contre des biens ou des services avant la création de la monnaie. Quelle que soit la méthode, la transaction doit avoir lieu, et la détermination d'une valeur pour le bien échangé est primordiale.

Dans un contexte économique mondialisé et caractérisé par de profondes mutations, les opérations d'acquisition, de cession, de création, d'extension et de fusions d'entreprises se multiplient, et avec l'attention particulière qui a été accordée à la valeur de l'entreprise par les entrepreneurs à partir de 1929, la problématique de leur valorisation est devenue de plus en plus fréquente.

La croissance continue de l'environnement des affaires a fait que le nombre de cessions d'entreprises ne cesse d'évoluer, ainsi, l'évaluation d'entreprises est devenue un événement fréquent dans la vie économique et concerne tous les secteurs d'activité dans le monde entier.

Ce concept a été défini par plusieurs auteurs, parmi eux :

- J-E. PALARD et F. IMBERT ont dit que « Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres »¹ ;
- Pour E. SAGE, « l'évaluation d'entreprise est une interprétation de données comptables et financières » ;
- En outre, S. PARIENTE précise que « Évaluer 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 »² ;

L'évaluation d'entreprises constitue donc une discipline complexe, qui a pour objectif de donner une valeur au patrimoine de l'entreprise, en faisant appel à d'autres disciplines notamment la finance, la comptabilité et la stratégie, et en utilisant diverses méthodes d'évaluation, chacune adaptée à un profil donné d'entreprises.

En effet, on distingue l'approche patrimoniale basée sur le patrimoine possédé par l'entreprise, l'approche prospective basée sur l'actualisation des flux futurs potentiels, et aussi les

¹ PALARD, J.E, IMBERT, F., (2013), Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Ed. Eyrolles, P.21

² PARIENTE, S., (2013), Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson, 2ème édition

INTRODUCTION GÉNÉRALE

méthodes des multiples qui consiste à comparer une entreprise à un échantillon d'entreprises homogènes cotées en bourse.

Dans le cadre de la variété des objectifs d'évaluation, cette dernière intéresse plusieurs acteurs : les dirigeants d'entreprises, les banques, les analystes financiers, et également les fonds d'investissement qui détiennent ou qui souhaitent détenir des participations dans des entreprises, dans le but de donner une valeur d'acquisition ou de cession à l'action.

Dans ce contexte, le Fonds National d'investissement participe dans les capitaux de plusieurs entreprises algériennes, publiques et privées, dans tous les secteurs d'activité notamment le secteur des assurances qui est fortement dépendant de la situation de l'économie nationale et internationale.

En Algérie, l'édiction de la loi 06/04 du 20 février 2006 qui modifie et complète l'ordonnance 95/07 du 25 janvier 1995 relative aux assurances, qui instaure la séparation des assurances de dommages des assurances de personnes, a fait une nouvelle compagnie d'assurance de personnes soit créée en 2010, comme filiale d'une grande compagnie d'assurance publique.

Après des études et évaluations de ce projet, un pacte d'actionnaires a été signé entre cette nouvelle compagnie d'assurance de personnes et le FNI, qui détient aujourd'hui 30% de son capital social, 15% est détenue par la BEA, et 55% par la compagnie mère.

Dans notre travail, nous allons essayer d'évaluer l'action de cette compagnie après dix ans d'exploitation en appliquant les différentes méthodes d'évaluation, et de mesurer la rentabilité de ce projet pour le FNI en cas de décision de sortie du capital.

A la lumière de ce qui a été présenté, nous avons jugé utile de poser la problématique suivante :

Comment peut-on apprécier la valeur de cette compagnie d'assurance de personnes ? et quel rendement pourrait-elle dégager pour le FNI en cas de sortie du capital ?

A partir de cette problématique, découlent les sous questions suivantes :

- Quelle est la démarche suivie pour l'évaluation de cette compagnie ?
- Les méthodes d'évaluation appliquées aboutiront-elles au même résultat ?
- La cession des actions du FNI dégagera-t-elle une plus-value ?

Afin de répondre aux questions ci-dessus, nous avons posé les hypothèses suivantes :

INTRODUCTION GÉNÉRALE

H1 : L'évaluation doit être précédée par un diagnostic économique et stratégique de la compagnie d'assurance, ainsi que des prévisions

H2 : Les méthodes d'évaluation donne des résultats convergents

H3 : La sortie du capital peut dégager un surplus de cession grâce aux années d'exploitation de la compagnie, qui ont généré des flux positifs.

Pour confirmer ou infirmer ces hypothèses et aboutir à des conclusions, nous avons suivi la démarche de collecte d'informations relatifs aux concepts théoriques de l'évaluation d'entreprises, à travers les ouvrages, les articles et revues. Nous nous sommes ensuite adressés au FNI pour la collecte de données nécessaires à l'évaluation, afin de les traiter et interpréter les résultats.

A cet égard, nous avons subdivisé notre travail de recherche en trois chapitres :

Le premier intitulé « Généralités et démarche de l'évaluation d'entreprises », porte sur les concepts de base et les fondements théoriques de l'évaluation d'entreprises, le diagnostic préalable à l'évaluation ainsi que le volet des retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat.

Le deuxième chapitre intitulé « Les différentes approches d'évaluation d'entreprises », sera consacré à la présentation des trois approches d'évaluation : l'approche patrimoniale, l'approche prospective basée sur les flux et l'approche des comparables.

Le troisième chapitre porte sur le cas pratique, intitulé « Évaluation de la société d'assurance de personnes », qui s'intéressera à l'application des différentes approches d'évaluation abordées dans la partie théorique et qui aura pour objectif de donner une réponse à la problématique.

L'intérêt de ce travail de recherche réside dans le fait de développer un thème d'actualité qui s'intéresse à une compagnie d'assurance de personnes, opérant dans un secteur qui est en pleine évolution en Algérie et qui est fortement lié à l'économie du pays. Notre thème intéresse notre organisme de parrainage, en termes de résultats de la recherche, pour une prise de décision en ce qui concerne la sortie du capital.

CHAPITRE I
GENERALITÉS ET DÉMARCHE DE
L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

INTRODUCTION

L'évaluation d'entreprise est une étape primordiale dans toutes les opérations liées à des prises de décision relatives à l'avenir d'une entreprise et sa pérennité, notamment les projets d'extension, l'introduction en bourse et les opérations de fusion et acquisition.

Dans ce premier chapitre, nous allons aborder des généralités sur le concept d'évaluation d'entreprise. Une première section traitera les fondements théoriques de l'évaluation d'entreprises, dans laquelle nous commencerons définir ce concept en se basant sur différents auteurs, par la suite nous allons présenter la différence entre deux notions importantes : le prix et la valeur, et enfin les finalités de l'évaluation d'entreprises.

La deuxième section sera consacrée aux concepts liés au diagnostic économique et stratégique, notamment la due diligence avec ses différents volets, ainsi que le business plan et son importance pour l'évaluateur dans le processus d'évaluation.

Enfin, la troisième section abordera le volet de l'analyse et des retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat, ainsi que la détermination des paramètres qui sont nécessaires à l'évaluation.

SECTION 1 : CONCEPTS ET FONDEMENTS DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

L'évaluation des entreprises est une opération très fréquente dans le monde des affaires, que ce soit à l'échelle nationale ou internationale, et pour une multitude d'objectifs d'évaluation. Dans cette section, nous allons commencer par présenter quelques définitions de quelques auteurs du concept d'évaluation d'entreprises, par la suite, nous allons essayer de faire la différence entre le concept de valeur et de prix, enfin nous allons détailler les finalités de l'évaluation.

I. DÉFINITION DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Selon Jean-Étienne PALARD et Franck IMBERT : « Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres »¹

Selon Simon Pariente : « Évaluer 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 »²

Selon Jean BRILMAN et Jacques HERARD: « La valeur de l'entreprise peut être la valeur actualisée de ses actifs, de ses engagements, de sa trésorerie, de son fonds de commerce, elle peut être aussi son prix de cession en tant qu'actif, sa valorisation sur le marché »³

À partir de ces définitions, nous pouvons conclure que l'évaluation d'une entreprise consiste à déterminer la valeur du patrimoine de l'entreprise ou sa valeur de marché, en tenant compte de différents paramètres, et en utilisant une pluralité de méthodes.

II. DIFFÉRENCE ENTRE LA NOTION DE VALEUR ET LA NOTION DE PRIX

En se basant sur les définitions de l'évaluation des entreprises présentées ci-dessus, nous pouvons remarquer que pour certains auteurs l'évaluation d'une entreprise consiste à déterminer un prix pour l'ensemble de son patrimoine minoré des dettes, alors que pour d'autres elle réside dans le fait de fixer une fourchette de valeurs pour ses actifs.

¹ PALARD, J.E, IMBERT, F., (2013), Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Ed. Eyrolles, P.21

² PARIENTE, S., (2013), Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson, 2ème édition

³ BRILMAN, J. et HERARD, J., (2006), les meilleures pratiques de management, Ed. D'organisation, 6^{ème} édition, p.57

Il existe donc une différence entre la valeur et le prix d'une entreprise :

1. Valeur d'une entreprise

« cette qualité conventionnelle de l'objet qui lui est attribuée à la suite de calculs ou d'une expertise, la valeur n'est pas un fait mais une opinion »¹ selon BRILMAN et MAIRE.

Ceci dit que la valeur d'une entreprise est une appréciation réalisée à travers l'analyse de différents éléments liés à cette dernière, en ayant recours à des experts, des données comptables ainsi que des données du marché.

Dans la pratique, on peut rencontrer différentes notions de valeurs :

1.1. La juste valeur marchande

Selon KARPICEK « La JVM est le prix le plus élevé qu'on peut obtenir, compte tenu des conditions générales du marché, lors de la vente d'un bien conclue entre des parties prudentes, bien informées, libres de toute contrainte et sans lien de dépendance »²

Donc, il s'agit du prix maximal estimé sur le marché, qui est soumis à plusieurs conditions, notamment la loi de l'offre et de la demande lorsque le marché est concurrentiel.

1.2. La valeur d'acquisition

Il s'agit du prix total payé pour acquérir l'entreprise (au moment de la transaction).

1.3. La valeur de liquidation

Est la valeur nette de l'entreprise si cette dernière cesse son activité, c'est la valeur minimale de l'entreprise lors de la vente. Dans ce cas, les gestionnaires doivent payer le personnel, rembourser les créanciers et chercher des acquéreurs afin de négocier un prix de vente estimé.³

1.4. La valeur de remplacement

¹ Ibid., p.19

² KARPICEK, D. (2010), L'évaluations d'entreprises en pratique, Québec, P.17

³ JANSSENS, C. (2008), Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle, accountancy and tax, p.39

Est le coût d'acquisition d'un équipement que l'entreprise a besoin pour son activité, dont l'utilité et la capacité productive sont équivalentes à celles de l'équipement que l'on souhaite remplacer.¹

1.5. La valeur substantielle ou valeur intrinsèque

Elle correspond à la valeur de l'entreprise comme outil économique, cette valeur est dégagée après analyse et corrections des différents postes du bilan par l'évaluateur, ce qui permet de dégager une valeur correcte du patrimoine de l'entreprise.

La valeur intrinsèque est indépendante de toute variable de l'environnement, par exemple l'existence d'un acquéreur stratégique.²

1.6. La valeur pour un acheteur stratégique

Un acquéreur stratégique peut être une autre entreprise ou un groupe d'entreprise, qui a détecté un avantage concurrentiel dans la cible lui permettant de créer une synergie avec son entreprise. Cet acquéreur est prêt à payer un prix qui dépasse la valeur intrinsèque de l'entreprise vu la valeur additionnelle qui sera créée en regroupant les deux entreprises.³

2. Prix d'une entreprise

Est selon BRILMAN et MAIRE « Le prix payé effectivement lors d'une transaction, au contraire de la valeur, est un fait tangible, une donnée réelle. »⁴

Le prix est défini donc comme le montant réellement payé ou reçu lors d'une transaction (achat ou vente) suite à des négociations entre les différentes parties concernées. Il est soumis à plusieurs éléments qui font naître l'écart entre la valeur de l'entreprise et son prix :

2.1. La loi de l'offre et de la demande

Si le cédant d'une entreprise trouve plusieurs acheteurs intéressés, il pourra augmenter le prix de la transaction. Mais au contraire, il devra revoir son prix à la baisse.

¹ Ibid., p.40

² KARPICEK, D., Op. Cité., P.18

³ Ibid., P.19

⁴ BRILMAN.J et MAIRE.C, (1990), manuel des évaluations des entreprises, Ed. D'organisation, Paris, p.19

2.2. Divergences d'intérêts entre l'acheteur et le vendeur

Un vendeur qui est en difficulté financière et qui a un besoin de liquidité, ne peut que céder son entreprise à un prix sous-évalué. Ou encore, un investisseur qui veut reprendre une entreprise qui considère avoir un avantage concurrentiel aboutissant à une forte création de valeur, pourrait payer un prix supérieur à la valeur réelle de l'entreprise.

2.3. Leur pouvoir de négociation

Afin de vendre ou d'acquérir une entreprise au prix adéquat, chacune des parties contractantes défend sa position tout en la justifiant et tout en étant prête à faire des concessions dans le but de réussir l'opération.

III. FINALITÉS DE L'ÉVALUATION D'UNE ENTREPRISE

Une entreprise peut être évaluée à n'importe quelle étape de son cycle de vie, afin de la positionner sur le marché. Or, selon TOURNIER J-B et TOURNIER J-C¹, il est nécessaire et indispensable d'évaluer une dans les cas suivants :

1. Réaliser un investissement

Il s'agit de l'acquisition d'une entreprise à travers l'achat de tout ou partie du capital de cette dernière. Cet investissement peut prendre le caractère industriel ou financier :

1.1. Investissement à caractère industriel

À travers cet investissement, l'acquéreur vise la prise de contrôle et la participation dans la gestion de l'entreprise acquise à long terme, à travers l'achat de la majorité ou d'un pourcentage important de son capital. Dans ce cas, l'évaluateur est dans l'obligation d'adopter des méthodes d'évaluation approfondies en tenant compte de la prime de contrôle en tant que coût supplémentaire qu'il va supporter.

1.2. Investissement à caractère financier

¹ TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, (2007), Evaluation d'entreprise que vaut une entreprise ?, Ed. D'organisation, Paris, pp.4-6

Au contraire du cas précédent, l'investisseur ne fixe pas la prise de contrôle dans l'entreprise comme objectif à long terme, mais il vise la réalisation d'une plus-value sur la proportion du capital achetée. De plus, la part du capital acquise est minoritaire et peut être traduite par le simple fait d'acquérir des actions en bourse, ce qui nécessite des méthodes d'évaluation moins compliquées que dans le cas précédent.

2. Réaliser un désinvestissement ou une cession

La cession d'entreprise (transfert de propriété) peut être totale lorsqu'elle concerne la totalité de ses actifs, ou partielle dans le cas d'une cession d'une partie des actifs.

Dans le cas général, chacune des parties contractantes évalue l'entreprise et dégage une fourchette de valeurs influencée par les divergences d'intérêt entre le vendeur et l'acquéreur, et le prix de cession final dépendra de plusieurs facteurs, notamment, de la loi de l'offre et de la demande et des négociations.

3. Introduction en bourse

L'introduction en bourse est une opération qui permet d'ouvrir le capital d'une entreprise aux investisseurs sur le marché boursier.

La recherche de financement est la première motivation des dirigeants des entreprises pour s'introduire en bourse, qui permettra de faire la liaison entre les agents à un besoin de financement avec ceux à un surplus de financement.

Dans ce cas, la première étape est de réaliser une évaluation de la part du vendeur et de l'acquéreur car l'entreprise n'est pas encore cotée et ne possède pas de valeur de marché, le premier souhaitant déterminer un prix d'introduction ou d'émission et le deuxième souhaitant mesurer la rentabilité à dégager suite à sa participation dans le capital de l'entreprise.

4. Réaliser une fusion

Une fusion est une opération par laquelle deux sociétés ou plus se regroupent pour n'en former qu'une seule, il en résulte une prise de contrôle de l'acquéreur sur la cible.

Le financement de cette prise de contrôle peut se faire en numéraire, où les sommes versées aux actionnaires de la cible proviennent de la trésorerie de l'acquéreur ou de nouvelles dettes. Il peut se faire aussi par un échange de titres ce qui nécessite la détermination des parités d'échange¹.

Dans les deux cas de figure, il s'agit de procéder d'abord à l'évaluation des deux entreprises : l'entreprise de l'acquéreur et l'entreprise cible, et ce, afin de déterminer les parités d'échange ou la valeur des titres à acquérir.

5. Cas de succession

Il s'agit d'une transmission de propriété par voie légale, de l'ensemble des biens, des droits et des actions du défunt à ses héritiers sans qu'il n'y ait pas de cession. Dans ce cas, l'entreprise est évaluée selon les méthodes de l'administration afin de calculer les droits de succession.

De plus, KARPICEK.D., rajoute dans son ouvrage « l'évaluation d'entreprises en pratique »² d'autres situations où cette évaluation est jugée nécessaire voire même obligatoire :

6. Mesure de la performance

On dit qu'une entreprise est performante lorsque cette dernière atteint ses objectifs et crée de la valeur pour ses parties prenantes, notamment ses actionnaires. Toute organisation a pour objectif d'améliorer sa performance dans le temps, et ça ne se traduit pas uniquement par le fait de dégager des bénéfices mais par la création de valeur pour les actionnaires et par l'amélioration des capitaux apportés par ces derniers.

Afin de mesurer cette performance sur une période donnée et savoir si l'entreprise a pu augmenter les avoirs des actionnaires, il est nécessaire d'opter pour l'évaluation en s'assurant que l'entreprise puisse couvrir les charges liées au capital employé.

7. Les litiges

Plusieurs formes de litiges sont présentes dans les entreprises et particulièrement entre les actionnaires, qui leur poussent à vendre leurs actions et sortir du capital, ou encore des litiges qui mènent carrément à la dissolution d'entreprises déjà fusionnées, et l'une des entreprise décide de

¹ La parité d'échange indique combien d'actions de la société initiatrice peut obtenir un actionnaire de l'entreprise cible qui accepte d'échanger une seule de ses actions.

² KARPICEK.D, Op. Cité., pp.13-14

CHAPITRE I : GÉNÉRALITÉS ET DÉMARCHE DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

garder les actions de la deuxième. Dans ce cas, le litige sera réglé devant le tribunal où le juge exige une évaluation de l'entreprise par un évaluateur professionnel.

II. SECTION 2 : DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE ET ÉCONOMIQUE

Le processus d'évaluation d'entreprises est composé de plusieurs étapes commençant par la collecte d'information interne et externe sur l'entreprise à évaluer, qu'on trouve généralement dans ses derniers états financiers certifiés, les rapports de gestion, les études sectorielles... etc.

Une fois l'information est disponible, un diagnostic stratégique et économique de l'existant concernant la situation de l'entreprise et de son environnement est nécessaire. Cette étape fait intervenir plusieurs outils, notamment la due diligence qui englobe le diagnostic comptable et financier, juridique, l'analyse du marché selon différents outils comme les 5 forces de Porter, et le modèle SWOT que nous allons présenter ci-dessous.

I. LA DUE DILIGENCE

1. Définition

La Due Diligence est une forme d'évaluation de risques qui se traduit par un audit des différentes fonctions de l'entreprise dans le cadre de son évaluation. Cette étape a pour objectif de permettre à l'investisseur de minimiser voire d'éliminer l'asymétrie d'information et détecter tous les risques inhérents aux différentes fonctions de sa cible, et permet à l'évaluateur de valoriser plus raisonnablement afin de prendre une décision en connaissance de cause.

2. Méthodologie et mise en œuvre

L'évaluation de toute entreprise ne peut qu'être influencée par l'environnement où elle exerce son activité. De ce fait, l'évaluateur doit procéder d'abord à la collecte d'informations pertinentes à partir de l'environnement interne et externe de l'entreprise, dans le but de les traiter et de les synthétiser.

De même, l'entreprise est un système complexe et c'est pour cette raison que la due diligence doit s'intéresser à tous ses volets. Par conséquent, ce diagnostic est subdivisé en deux grandes catégories : le diagnostic comptable et financier et le diagnostic stratégique.

2.1. Le diagnostic comptable et financier

La due diligence s'intéresse tant à l'aspect comptable qu'à l'aspect financier, nous allons aborder ci-dessous les deux aspects séparément.

2.1.1. Le diagnostic comptable

Ce diagnostic a pour but de s'assurer de la fiabilité des données présentées sur les états financiers et que ces derniers reflètent la vraie situation de l'entreprise à évaluer, cette fiabilité peut être prouvée par la certification des états financiers par le commissaire aux comptes.

Une fois les données comptables certifiées sont prises comme base de référence pour les calculs, le diagnostic comptable a pour objectif d'assurer :

- La fiabilité et la régularité des données comptables retenues pour l'évaluation ;
- La réalisation de certains retraitements imposés par les normes comptables ou par les règles fiscales, qui seront présentés dans la troisième section.

2.1.2. Le diagnostic financier ¹

Le diagnostic financier constitue « un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité des performances »²

Ce diagnostic permet donc à l'entreprise d'examiner sa situation financière et d'identifier les risques qu'elle affronte à travers l'exploitation des informations fournies par le diagnostic comptable.

Le diagnostic financier s'étale sur trois phases :

a. Un diagnostic sur le court terme

Dans cette phase, une étude de la rentabilité de l'entreprise sera évoquée sur une période d'un an, car elle doit dégager des profits sur le court terme afin de pouvoir perdurer.

b. Un diagnostic sur le moyen terme

L'étude de la solvabilité donne une image sur la situation de l'entreprise sur le moyen terme, elle reflète la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à leurs échéances.

c. Un diagnostic sur le long terme

¹ DEGOS.J-G, ABOU FAYAD.A, (2003), le diagnostic financier des entreprises, e-theque, p.12, p.38, p.52

² COHEN, E. (1977), Analyse financière et développement financier, Ed.Edicef, Paris, p.4

Sur le long terme, pour assurer sa pérennité l'entreprise doit s'adapter continuellement aux mutations de son environnement, elle doit être flexible.

Une entreprise flexible est donc une entreprise qui engage des moyens adaptés pour l'atteinte de ses objectifs, cette flexibilité peut être observée ou mesurée et ce, selon la situation.

2.2. Le diagnostic stratégique

Consiste en une analyse de la situation de l'environnement interne et externe de l'entreprise. D'abord, l'objectif du diagnostic interne est de comprendre le fonctionnement de l'entreprise à évaluer et de connaître ses domaines d'activité stratégiques, ses produits, le rôle de ses dirigeants, ainsi que sa culture d'entreprise. Par contre, le diagnostic externe consiste à comprendre le marché, à mesurer l'intensité concurrentielle entre les firmes, et à comprendre les relations de l'entreprise avec ses clients et fournisseurs.

Le diagnostic stratégique aboutit à identifier les forces et les faiblesses de l'entreprise ainsi que les opportunités et les risques liés à son environnement.

2.2.1. Le diagnostic interne

Le diagnostic interne a pour objectif la compréhension du métier de l'entreprise à évaluer et du fonctionnement de son processus de production, la détermination de ses domaines d'activité stratégiques sur lesquels l'entreprise accentue ses efforts afin de se développer, il met l'accent sur la stratégie de l'entreprise ainsi que la ressource humaine qui la met en application.

2.2.1.1. Le métier

«Le métier d'une entreprise correspond au savoir-faire et au savoir-être de ses collaborateurs et aux produits, services ou compétences qu'elle peut offrir sur le marché.»¹

Toute entreprise a un métier de base et dispose des moyens et des compétences nécessaires pour son développement, cependant, on peut trouver des firmes dont les activités sont diversifiées, dans ce cas, l'évaluateur est appelé à comprendre le métier de base de l'entreprise, de savoir si les autres activités sont compatibles avec ce dernier, et de déterminer si l'entreprise dispose du savoir-faire nécessaire ou elle doit l'obtenir de son environnement externe.

¹ PALARD, J.E., IMBERT, F., Op. Cité., P.92

L'évaluateur est appelé également à détecter les perspectives d'évolution de ce métier et aussi les difficultés qu'il affronte et les risques pouvant freiner son évolution.

2.2.1.2. Les Domaines d'Activité Stratégiques (DAS)

Le DAS correspond à un sous-ensemble d'activités ayant leurs propres concurrents, elles sont basées sur des compétences clés et une technologie bien identifiée. Elles sont dirigées par une personne responsable de leur planification, de leurs résultats et qui contrôle les éléments influençant leur rentabilité.

Le découpage en DAS est très important dans la stratégie d'entreprise, car ceci permet de comprendre l'allocation de ses ressources entre ces différentes unités.

Ce découpage permet à l'évaluateur d'identifier les domaines les plus rentables, et de détecter ceux qui contribuent le plus au résultat global de l'entreprise.¹

2.2.1.3. Le diagnostic technique

Cette forme de diagnostic concerne les entreprises disposant d'installations industrielles (usine, machines...). L'évaluateur fait intervenir la due diligence technique dans le but de déterminer la capacité des usines au moment de l'évaluation et de s'assurer également de la qualité des produits.

En outre, avant de procéder à l'évaluation d'une entreprise, il est nécessaire d'évaluer les risques techniques susceptibles d'avoir des répercussions négatives sur son rendement, voire même de mesurer les coûts et les actions engagées afin de prévenir ces risques et remédier aux défauts.

2.2.2. Le diagnostic externe ²

Ce volet porte sur l'analyse du marché et de l'environnement externe de l'entreprise, il consiste en la collecte d'informations qui concernent les clients actuels et potentiels, les concurrents actuels et potentiels, les fournisseurs et leur situation vis-à-vis de l'entreprise, ainsi que les prix exercés par la concurrence afin de connaître l'état actuel et la situation de l'entreprise sur son secteur.

¹ PALARD, J.E., IMBERT, F., Op. Cité., P.93

² TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité., pp.34-35

2.2.2.1. Les clients

L'étude de la clientèle de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation est un élément indispensable. Cette étude consiste à connaître sa clientèle selon des critères précis : l'âge, le niveau d'études, la catégorie socioprofessionnelle, leurs niveaux de revenu, ...etc. et pleins d'autres critères qui permettent d'avoir des détails sur les clients afin de comprendre leur comportement.

Il est incontournable ainsi de connaître les différentes catégories des clients existants, et si le chiffre d'affaire de l'entreprise est dépendant d'une catégorie de clients jugés importants. Dans ce contexte, si par exemple 80% du chiffre d'affaire provient d'une seule catégorie de clients, l'entreprise sera dans une situation dangereuse.

Les liens entre les clients et l'entreprise sont également importants, car si les produits et/ou services de l'entreprise sont destinés à une catégorie de clients importants, leur mauvaise santé aura un effet négatif sur la santé de l'entreprise.

2.2.2.2. La concurrence

L'examen de la concurrence est également indispensable, son intensité diffère selon la taille de l'entreprise et de son marché. Cette analyse englobe les concurrents directs, indirects (ceux qui proposent des produits et/ou services de substitution) et les nouveaux entrants.

L'évaluateur devrait déterminer ainsi les avantages concurrentiels que détient l'entreprise vis-à-vis de ses concurrents, il peut être la résultante d'une variété de facteurs clés de succès : une technologie, un mode de distribution, une maîtrise de coûts...etc. qui aboutit à une meilleure qualité de produits, un prix inférieur à celui de la concurrence...etc.

2.2.2.3. Les fournisseurs

La situation des fournisseurs vis-à-vis de l'entreprise est aussi un élément fondamental, car cette dernière peut être en position de force plus ou moins importante vis-à-vis de ses fournisseurs.

Les fournisseurs sont considérés en position de force dans le cas où leur nombre est très limité et en contrepartie le nombre d'entreprises est très important, dans le cas où le produit fourni est indispensable pour l'entreprise ou si le fournisseur dispose d'un accord d'approvisionnement exclusif.

Afin que la phase du diagnostic stratégique soit menée à bien, il est nécessaire de faire appel à un certain nombre d'outils, nous allons citer ci-dessous deux principaux outils à savoir : le modèle des 5 forces de Porter et la matrice SWOT.

3. Les principaux modèles de synthèse utilisés

Dans la pratique, il existe plusieurs modèles de synthèse, les plus utilisés sont les suivants :

3.1. La chaîne de valeur

Selon Michael Porter, la chaîne de valeur est un outil d'analyse stratégique permettant d'identifier, au sein d'une organisation, les différentes activités clés créatrices de valeur pour le client et génératrices de marge pour cette organisation.

Selon ce même auteur, chaque étape permet d'ajouter de la valeur d'une manière successive, et de contribuer donc à l'avantage concurrentiel¹.

3.2. Le modèle des 5 forces de Porter

3.2.1. Définition

Cet outil est nécessaire pour l'étude de la structure d'un secteur donné, il permet d'analyser l'intensité concurrentielle qui aura un impact sur la rentabilité de l'entreprise à long terme.

Ce modèle a pour objectif de mesurer l'attractivité du secteur ou le potentiel de rentabilité qu'il va assurer à long terme, et aussi de détecter les forces qui peuvent constituer des barrières à l'entrée pour cette industrie.²

3.2.2. Les 5 forces concurrentielles

Porter a introduit des éléments concurrentiels autres que les entreprises offrant les mêmes produits appelés concurrents directs, notamment les entrants potentiels, les produits de substitution, les fournisseurs et les clients.

D'autres études parlent de cinq forces plus un si on introduit la force de l'Etat et la réglementation.

3.2.2.1. L'intensité concurrentielle

Cette force correspond au degré de rivalité entre les entreprises déjà existantes sur le marché, elle est d'autant plus puissante que le nombre des concurrents est important, les coûts fixes sont élevés, et que les barrières à la sortie sont élevées.

¹ L'avantage concurrentiel : permet à une entreprise de proposer une offre spécifique, de performance supérieure à celle de la concurrence, et qui résulte généralement d'un paramètre particulier à l'entreprise (savoir-faire, compétences clés, notoriété...etc.)

² ARDOIN, J-L, CAPRON, L. et autres, (2013), Strategor, Ed DUNOD, 6^{ème} édition, Paris, p.40

3.2.2.2. Les entrants potentiels

Il s'agit d'entreprises qui ne sont pas présentes dans l'industrie, généralement à cause de leurs coûts qui sont trop élevés par rapports aux concurrents existants. Ces firmes ont une forte possibilité d'entrer dans le marché si par exemple les prix des concurrents bougeront vers le haut, ou bien lorsqu'elles offrent des produits différents par rapport à la concurrence.

3.2.2.3. Les offres de substitution

En plus des concurrents potentiels auxquels l'entreprise en place doit faire face en maintenant un niveau bas des prix, les entreprises qui offrent des produits de substitution présentent une autre menace sur le marché, qui deviennent plus attractives lorsque les prix sur le marché sont élevés.

3.2.2.4. Le pouvoir de négociation des clients et des fournisseurs

Dans une filière économique donnée, les entreprises jouent le rôle de clients lorsqu'il s'agit d'achat de matières premières nécessaires à la production, et de fournisseurs dans le cas de vente de ses produits finaux. En étant client ou fournisseur, l'entreprise négocie ses prix.

Le résultat de cette négociation dépend du nombre des clients ou fournisseurs en place : plus il y a des fournisseurs du produit en question, plus l'entreprise est en position de force, elle dépend également de la sensibilité du client au prix : la position du fournisseur est d'autant plus forte que la sensibilité du client par rapport au prix est élevée.

3.2.2.5. L'Etat

Certains chercheurs ont rajouté une sixième force qui pèse sur le rendement de l'entreprise et l'attractivité du secteur.

Afin de réguler le marché, l'État impose sa réglementation qui doit être respectée (fiscale, environnementale, sociale...), et qui pourrait constituer une barrière à l'entrée.

3.3. Le modèle SWOT

Le modèle SWOT est un outil stratégique qui permet de définir la position de l'entreprise objet de l'évaluation sur le marché et ses caractéristiques sous forme de points forts (strengths) et de points faibles (weaknesses), ainsi que l'état de son environnement externe et son rapport avec le potentiel de croissance de cette entreprise, sous forme d'opportunités (opportunities) et de menaces (threats).

La matrice SWOT se compose de quatre éléments :

3.3.1. Les Forces

Il s'agit de points positifs qui résument tout ce qui est bien fait par l'entreprise et tout ce qui est considéré comme avantage concurrentiel permettant d'améliorer sa valeur ajoutée, par exemple les compétences internes, le savoir-faire, la capacité de production, ...etc.

3.3.2. Les faiblesses

En parallèle, il est incontournable de détecter les éléments qui freinent ou qui rendent difficile l'avancement de l'entreprise. On parle ici des besoins de l'entreprise pour évoluer dans son marché, du manque des ressources, de ce que les concurrents maîtrisent mieux que notre entreprise à évaluer, d'une faible part de marché, d'un manque de communication interne et externe...etc.

3.3.3. Les opportunités

Les opportunités et les menaces sont des paramètres du marché sur lesquels l'entreprise n'a pas d'influence mais qu'elle doit prendre en considération pour sa croissance.

Les opportunités sont toute possibilité externe à l'entreprise pouvant améliorer son développement, on peut parler d'un nombre limité de concurrents, d'une augmentation de la demande sur les produits de l'entreprise, une réglementation et une conjoncture économique favorables ...etc.

3.3.4. Les menaces

Ce dernier élément représente les risques qui peuvent atténuer les possibilités de croissance de l'entreprise, notamment l'apparition de nouveaux concurrents, un durcissement de la réglementation, la diminution de la demande sur les produits de l'entreprise...etc.

Ces quatre éléments seront regroupés dans une matrice appelée SWOT et chacun d'eux aura un impact sur la valeur de l'entreprise, et sur la négociation du prix.

II. LE BUSINESS PLAN

Toute entreprise faisant objet d'une évaluation doit élaborer un business plan donnant une image sur son avenir sur un certain nombre d'années. Ce dernier constituera une source pour l'évaluateur dans ses calculs et ce, en exploitant les prévisions liées à l'activité de l'entreprise à évaluer. Toutefois, il est nécessaire de procéder à une appréciation de son contenu afin de s'assurer de la vraisemblance des informations exposées.

1. Définition

Le business plan est un **document de travail** qui permet au porteur du projet de piloter son activité en apportant des réponses à un ensemble de questions sur tous les aspects du projet telles que : quels sont les coûts liés au projet, ses revenus ? Quelle organisation adopter ? Quelles sont les compétences nécessaires à sa concrétisation ?

Ce document est également un **outil de communication** avec l'environnement externe de l'entreprise permettant de persuader les différents partenaires de la faisabilité et de la rentabilité du projet quelle que soit sa nature.¹

L'évaluateur fait partie de l'environnement externe de l'entreprise à évaluer, il exploite les données figurants dans le business plan, mais il doit apporter des ajustements et des corrections qu'il juge nécessaires pour fonder sa valorisation.

2. Informations fournies par le Business Plan²

Le business plan est un document de référence qui donne une vision globale et synthétique de l'entreprise faisant objet de l'évaluation, il évoque ses différents volets commercial, juridique, social et financier.

2.1. L'aspect commercial

A cette étape, il s'agit de définir la stratégie que doit suivre l'entreprise dans les années à venir et de décliner ses objectifs, de définir l'intensité concurrentielle sur le marché ainsi que sa stratégie de développement.

L'évaluateur doit avoir une connaissance sur le marché de cette entreprise, sa concurrence, sa part de marché actuelle, les perspectives d'évolution du secteur, afin de s'assurer de la vraisemblance des informations fournies dans cette partie du business plan.

2.2. L'aspect juridique

L'évaluateur doit s'assurer de la forme juridique de l'entreprise à évaluer, la constitution de son capital, son évolution durant les dernières années, il doit également apprécier son évolution dans les années à venir en se basant sur les estimations figurants dans le business plan.

¹ LÉGER-JARNIOU.C, KALOUSIS.G, (2017), Construire son business plan-les clés pour un BP performant, DUNOD, 4^{ème} Edition, p.9

² TOURNIER. J-B., (2008), Construire un business plan pour la première fois, Editions d'organisation, Paris, pp.51-55, p.69

2.3. L'aspect social

Ce volet constitue aussi un élément de révision pour l'évaluateur, qui doit s'assurer de la fiabilité des données fournies dans ce contexte en vérifiant l'effectif actuel et comment il est organisé, leurs fonctions, leurs coûts, les besoins en recrutement et en formation à travers des entretiens avec les responsables des ressources humaines.

2.4. L'aspect financier

Cette partie du business plan contient des données concernant les états financiers passés, les prévisions chiffrées, ainsi que le besoin et le mode de financement basés sur des hypothèses retenues précédemment (part de marché, croissance du secteur, investissements, chiffres d'affaires...etc.).

Le rôle de l'évaluateur dans cette étape est de s'assurer de la cohérence de ces hypothèses par rapports aux états financiers des dernières années et à la réalité du secteur, afin d'éviter une surévaluation ou une sous-évaluation de l'entreprise en question.

SECTION 3 : ANALYSE DES ELEMENTS DU BILAN, DU COMPTE DE RESULTAT ET DETERMINATION DES PARAMETRES DE L'EVALUATION

Après avoir effectué les diagnostics nécessaires, une autre étape précède l'évaluation et s'avère incontournable, elle consiste à analyser et à ajuster les éléments des états financiers – bilan et compte de résultat- (généralement des trois dernières années), en plus de la mise en valeur des indicateurs permettant d'avoir une idée sur la situation de l'entreprise et qui sont utiles pour l'évaluation.

I. ANALYSE DES ELEMENTS DU BILAN

« Le bilan comptable est la visualisation du patrimoine de l'entreprise à une date donnée. En effet, grâce au bilan comptable, il est possible de connaître le détail de ce que possède l'entreprise : c'est ce que l'on appelle l'actif du bilan. De plus l'entreprise contracte des dettes envers les tiers dont le détail s'inscrit au passif »¹

Afin d'avoir un bilan qui représente l'image réelle de l'entreprise, il est nécessaire d'effectuer certains retraitements permettant d'introduire des éléments importants pour l'évaluation et qui n'y sont pas.

1. Retraitements des postes de l'actif

L'actif du bilan représente ce que détient l'entreprise à une date donnée, il est composé de trois grandes catégories : les immobilisations, le BFR et la trésorerie active.

Cette rubrique du bilan va subir les retraitements suivant :

1.1. Les immobilisations corporelles

Elles sont constituées de terrains, de constructions, de matériels de productions, et d'installations techniques, ... etc. généralement, elles figurent au bilan à leur valeur historique. Toutefois, elle ne reflète pas leur valeur réelle. Pour cela, l'évaluateur doit procéder à leur réévaluation et retenir leur valeur réelle.

1.2. Les actifs fictifs

¹ MENIER-ROCHER.B, (2003), le diagnostic financier, Editions d'organisation, p13

Les actifs « fictifs » ou "non valeurs" n'ont pas de valeur vénale (la valeur vénale d'un bien selon J-C. TOURNIER et J-B. TOURNIER est égale au prix que l'on pourrait tirer en le mettant en vente. Il s'agit donc d'un prix de marché).

Les non valeurs figurent à l'actif du bilan pour des raisons de techniques comptables ou de choix de gestion, elles sont à éliminer de l'actif et en contrepartie à déduire des capitaux propres. Elles correspondent aux :

- Frais d'établissement : liés à la création de l'entreprise, ils sont amortis sur un certain nombre d'années ;
- Frais de recherche et de développement y compris les dépenses relatives à des brevets, dans le cas où ces recherches n'ont aucune valeur pour l'avenir, les brevets ne réalisent aucun produit, et si les brevets n'ont aucune possibilité de vente à un tiers ;
- Charges à répartir sur plusieurs exercices (dont la prise en compte peut être reportée à des exercices postérieurs), notamment les frais d'acquisition d'immobilisations qui ne peuvent pas être pris en compte dans le coût d'achat (par exemple les frais notariés); les frais d'émission d'emprunts obligataires représentés par les commissions, les frais de publicité...etc.
- Fonds de commerce : le fonds de commerce est l'ensemble des biens meubles qu'un commerçant organise pour conquérir une clientèle (matériel, clientèle, nom commercial, l'emplacement...)¹. Il peut être considéré comme une non-valeur s'il n'a aucune valeur au moment de l'évaluation².
- Capital souscrit non appelé : Il s'agit de la partie du capital non encore libérée qui figure au niveau de l'actif sous l'intitulé "capital non appelé". Dans le cas d'évaluation, il est nécessaire de supprimer cette rubrique de l'actif et réduire du même montant le capital.

1.3. Biens crédit-bail

Le bien objet de leasing doit figurer dans l'actif du bilan et la contrepartie du financement au passif en tant que dette³.

1.4. Stocks

¹ CABANE, P., (2008), L'essentiel de la finance, Editions d'organisation, p.18

² TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité., p.71

³ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité., p.83

Avant de procéder à l'évaluation des stocks, l'évaluateur doit vérifier l'existence physique de ces derniers, ensuite, il devra les corriger les éventuelles sous-évaluations ou sur-évaluations.

Selon les normes IAS/IFRS, les stocks de marchandise doivent être enregistrés au plus faible du coût historique et de la valeur réalisable.

Quant aux en-cours de production, où on trouve les coûts liés directement aux en-cours et les coûts imputables à l'activité des en-cours, ils doivent être examinés de près : car au niveau de l'actif, il y a une possibilité d'existence de sommes ne correspondant pas réellement à des affaires en cours. Ainsi qu'au niveau du passif, il faut s'assurer que les avances sont facturables et encaissables¹

1.5. Créances clients

Contrairement aux rubriques précédentes, la valeur comptable des créances est très proche de leur valeur réelle. Au moment de l'évaluation, il faut classer les créances selon leur durée de dépassement des échéances (par exemple des créances exigibles depuis plus d'un an ou moins d'un an) ; et les créances les plus importantes seront à provisionner².

1.6. Effets escomptés non échus

Les effets escomptés non échus sont des effets de commerce dont l'échéance n'est pas encore survenue, et qui sont escomptés au niveau d'une banque ce qui transfère leur propriété au nouveau créancier (la banque).

Cependant, en cas d'impayé à l'échéance, l'entreprise va se porter solidaire vis-à-vis de la banque. Par conséquent, les effets escomptés non échus devront être réintégrés au niveau des créances clients à moins d'un an et dans la trésorerie passive (concours bancaire).

1.7. Trésorerie disponible

La trésorerie active est constituée des valeurs de placement et des liquidités.

Les valeurs mobilières de placement sont les titres détenus par l'entreprise dans le but de valorisation de la trésorerie ; citons à titre d'exemple les titres SICAV. Selon les normes IAS/IFRS, elles doivent être prises en compte à leur valeur de marché.

¹ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité., p.91

² Ibid., p.91

Quant aux liquidités, il faut s'assurer de l'existence réelle des espèces en caisse, et rapprocher les relevés des comptes bancaires de l'entreprise aux écritures comptables, qui, en principe, doivent être identiques, sauf pour les comptes en devises qui peuvent subir des écarts de change.¹

2. Retraitements des postes du passif

Le passif d'une entreprise représente les ressources dont dispose cette dernière afin de financer ses emplois. Il est composé de capitaux propres, de provisions et de dettes.

2.1. Les capitaux propres

Les capitaux propres constituent la différence entre les actifs et les dettes de l'entreprise à évaluer, ce montant sera réellement déterminé après retraitement des autres rubriques du bilan. De plus, l'évaluateur doit vérifier si le capital a été totalement libéré.

Le montant obtenu représente ce que possède réellement l'entreprise après retraitement des dettes.²

2.2. Les provisions

Selon la norme IAS 37, une provision est un passif dont l'échéance et/ou le montant est incertain. Dans un bilan, cette rubrique représente la rubrique la plus sensible en termes d'écarts entre la comptabilisation et les chiffres réels.

Les provisions peuvent concerner une couverture de charges et de risques, ou encore une couverture d'une dépréciation d'actif (immobilisations, créance,...etc.) qui est plus précise que la première.³

L'évaluateur est dans l'obligation de vérifier et effectuer une analyse globale des provisions existantes afin de procéder à les transférer en dettes à moins d'un an ou à plus d'un an si elles sont justifiées, selon la date probable de réalisation du risque ou de la charge.

2.3. Les dettes

¹ TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Cité, p.93

² Ibid., p.94

³ Ibid., pp.95-97

Le montant des dettes d'exploitation (fournisseurs, Etat...etc.) doit être vérifié par l'évaluateur, alors que le montant des dettes financières doit être actualisé au taux du marché et selon la date d'échéance.¹

2.4. Comptes courants des associés

Représente les apports des associés à long terme, ils sont à transférer des dettes financières vers les capitaux propres s'ils sont stables ou bloqués.

2.5. Impôts latents

Calculés sur la base des réintégrations, ils sont considérés comme des dettes à moins d'un an ou à plus d'un an selon la date de leur échéance.

II. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DU COMPTE DE RÉSULTAT²

Les résultats réalisés par l'entreprise au cours de ses activités, jouent un rôle essentiel dans la détermination de la valeur de celle-ci. L'évaluateur procédera au retraitement des comptes de résultat afin de déterminer les résultats réels c'est-à-dire la capacité bénéficiaire réelle que l'entreprise est capable de dégager. Pour ce faire, il doit déceler, dans les comptes passés, les facteurs susceptibles de transformer cette capacité bénéficiaire, puis procéder aux corrections nécessaires. Les principaux retraitements sont les suivants :

1. Marge commerciale ou marge de production

La marge commerciale est utilisée pour les entreprises qui ont une activité de commercialisation, elle est égale à la différence entre les ventes de marchandises et les coûts des marchandises vendues.

Tandis que la marge de production est égale à la différence entre la production de l'exercice (production vendue + production stockée + production immobilisée) et le coût d'achat des matières premières consommées (achats de matières + variation de stocks de matières).

Dans le cadre de l'évaluation d'entreprise, ces éléments ont un impact direct et important sur la valeur de la marge, ce qui nécessite la vérification précise de l'existence réelle des stocks de produits et le retraitement de leur montant inscrit dans le compte. En plus du retraitement du

¹ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité, p.97

² Ibid., pp.103-109

montant de la production immobilisée car elle englobe ce que l'entreprise a produit et gardé pour elle-même, ce qui ne contribue pas à la réalisation du chiffre d'affaire.

2. Frais de personnel

Il existe souvent des non-conformités entre les salaires du marché et les salaires réellement versés aux employés ou bien un déséquilibre entre la rémunération et l'effort fourni (une rémunération excessive ou insuffisante), un retraitement doit être donc effectué afin de corriger ces écarts. Cet élément aura un impact sur l'excédent brut d'exploitation (EBE¹).²

3. Provisions

Les retraitements liés aux provisions entraînent des produits ou des charges qui seront inscrits au compte de résultat du dernier exercice achevé si les informations disponibles ne permettent pas de répartir les produits ou charges sur les exercices passés.

4. Loyer versé au titre d'un crédit-bail

Selon les normes IAS, les biens acquis en crédit-bail sont considérés comme actifs immobilisés, les intérêts dus comme frais financiers, et les amortissements concernant les immobilisations doivent être pris en compte.

5. Amortissements

Afin d'assurer des valeurs fiables, il est incontournable de vérifier les méthodes d'amortissement et les durées de vie des immobilisations et les comparer avec les entreprises du même secteur.

6. Résultat financier

Le résultat financier est la différence entre les produits financiers (intérêts sur prêts, gain de change...) et les charges financières (intérêts sur emprunts, pertes de change...).

Afin d'ajuster le résultat financier, il faut vérifier les écarts engendrés par les écarts de change (résultants d'une perte sur une transaction effectivement réalisée) et les écarts de

¹ Mesure le résultat économique de l'entreprise engendré par les seules opérations d'exploitation, indépendamment des politiques d'investissement, de financement et d'amortissement.

² TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité, p.104

conversion (résultants de la variation des taux de change d'un exercice à un autre, un dollar détenu aujourd'hui ne vaut pas la même valeur après une période donnée).

Il convient donc d'ajuster ces écarts au niveau du compte de résultat.

7. Résultat exceptionnel

Le résultat exceptionnel d'une entreprise relate les faits de gestion ne rentrant pas dans son activité récurrente. Il est calculé en faisant la différence entre les produits exceptionnels et les charges exceptionnelles, qui sont de trois catégories :

- Produits et charges sur opérations en capital (plus-values et moins-values sur cessions) ;
- Produits et charges exceptionnels sur opérations de gestion (dont provisions pour restructuration) ;
- Autres éléments exceptionnels (provisions et amortissements exceptionnels).

Retraiter le résultat exceptionnel revient à retraiter ces composantes :

- Pour les plus-values et moins-values sur cessions : si elles sont équilibrées, ceci veut dire que la méthode d'amortissement utilisée est correcte. Si les moins-values dépassent les plus-values, ceci veut dire que l'amortissement est insuffisant et il est conseillé d'accroître la valeur des annuités, et l'inverse si les plus-values sont excessives;
- Quant aux produits et charges exceptionnels sur opérations de gestion, il est incontournable de vérifier s'ils sont véritablement exceptionnels car une répétition de ces dernières signifie qu'ils sont liés à l'exploitation.

Enfin, les éléments exceptionnels seront éliminés du résultat qui servira comme base d'évaluation, et par conséquent, le résultat net sera ajusté.

III. PARAMETRES NÉCESSAIRES A L'ÉVALUATION

Après avoir retraité les postes du bilan et du compte de résultat, il est nécessaire de déterminer préalablement certains paramètres jugés indispensables à l'application des méthodes d'évaluation, notamment l'EBIT, l'EBITDA, le ROCE, le NOPAT et le WACC.

1. EBIT

1.1. Définition

Earning Before Interests and Taxes, il s'agit du « résultat net avant frais financiers, éléments exceptionnels et impôt sur les sociétés »¹

Il correspond donc au résultat d'exploitation ou opérationnel de l'entreprise qui mesure la capacité de l'entreprise à dégager un profit avec son activité principale avant de tenir compte des intérêts, des aspects fiscaux et des éléments exceptionnels.

1.2. Formules de calcul ²

Deux méthodes de calcul du résultat d'exploitation se présentent :

- a. EBIT ou Résultat d'exploitation = produits d'exploitation – charges d'exploitation
- b. EBIT ou Résultat d'exploitation = EBE + reprises sur provisions d'exploitation + autres produits d'exploitation – dotations aux amortissements et aux provisions – autres charges d'exploitation.

L'EBE étant l'Excédent Brut d'Exploitation qui reflète le flux de trésorerie généré à travers l'activité principale ; il est égal à la valeur ajoutée + subventions d'exploitation – impôts et taxes - charges de personnel.

1.3. NOPAT

Afin d'avoir une vue plus claire et précise sur l'activité de l'entreprise, il est important de minorer le résultat opérationnel de l'impôt sur les bénéfices³, on obtiendra donc le NOPAT (Net Operating Profit After Tax) ou résultat d'exploitation (opérationnel) net après impôt.

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1-T) ; \text{ avec } T \text{ est le taux d'imposition.}$$

2. EBITDA

2.1. Définition

Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ou Bénéfice Avant Intérêts, Impôts, Dépréciation et Amortissement.

Comme son nom l'indique, il s'agit du profit dégagé par l'activité principale de l'entreprise avant la prise en compte des frais financiers, impôt sur les sociétés, et des dépréciations et des amortissements.⁴

2.2. Formule de calcul⁵

¹ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité, p.138

² <https://www.compta-facile.com/>, consulté le 08/08/2020 à 13h00

³ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité, p.189

⁴ TOURNIER, J-B., TOURNIER, J-C., Op. Cité, p.138

⁵ <https://www.compta-facile.com/>, consulté le 08/08/2020 à 17h30

La formule de calcul de l'EBITDA est très proche de celle de l'EBIT sauf que le premier ne prend pas en compte les dépréciations et les amortissements, on doit donc les rajouter à l'EBIT :

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Dotations aux amortissements et aux provisions}$$

Il est donc égal à :

$$\text{EBE} + \text{reprises sur provisions d'exploitation} + \text{autres produits d'exploitation} - \text{autres charges d'exploitation.}$$

3. ROCE

Le Return On Capital Employed est un ratio financier qui mesure la rentabilité des investissements effectués (capitaux utilisés) par une entreprise, ce ratio prend en compte toutes les ressources financières utilisées (capitaux propres et dettes à long terme) qui constituent le capital employed, plus ce ratio est élevé plus le choix des ressources de l'entreprise est efficace.

Il est calculé comme suit :

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital employed}}$$

4. Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC ou WACC)

Le coût moyen pondéré du capital (en anglais Weighted Average Cost of Capital) représente le coût des sources de financement utilisées par l'entreprise (capitaux propres et dettes)¹. Il représente également le taux de rentabilité minimum que doit dégager l'entreprise pour qu'elle puisse satisfaire les exigences de rentabilité des actionnaires et créanciers.

Il sert à actualiser la valeur des flux futurs pour les méthodes d'évaluation basées sur les flux.

Le coût moyen pondéré du capital est composé du coût des capitaux propres et du coût de la dette, pondérés par leur poids dans la structure de financement.

4.1. Le coût des capitaux propres K_e

Il correspond au rendement minimum exigé par les actionnaires, plusieurs méthodes permettent d'estimer cette rentabilité, les plus utilisées sont les suivantes :

4.1.1. La méthode de GORDON-SHAPIRO

Cette méthode est basée sur la capitalisation des dividendes lorsque l'entreprise pratique la distribution de dividendes depuis un certain nombre d'années, deux cas de figure peuvent être distingués :

¹ KAPRICED, D., Op. Cité., p.53

- a. Les dividendes sont constants sur le long terme : veut dire que le taux de croissance annuel des dividendes est nul ($g = 0$), dans ce cas le coût des capitaux propres K_e est égal à D_1 / P_0 avec D_1 le dividende attendu pour l'année 1 ; et P_0 le prix actuel de l'action.
- b. Les dividendes sont croissants à un taux annuel constant g : dans ce cas le coût des capitaux propre est égal à $\frac{D_1}{P_0} + g$.

4.1.2. La méthode MEDAF

Selon le MEDAF, le coût des capitaux propres représente le taux de rentabilité exigé par les actionnaires majoré par une prime de risque.¹

Le coût des capitaux propres est composé de :

- a. Un taux de rendement sans risque (r_f) : qui correspond au rendement relatif aux obligations émises par l'Etat et aux bons de trésor de long terme car l'investissement en fonds propres est un investissement à long terme. Il est à noter que généralement une durée de 10 ans est utilisée.
- b. Une prime de risque du marché ($R_m - R_f$) : est la différence entre le rendement des actifs risqués et les actifs non risqués. Elle correspond à une rémunération moyenne exigée par les investisseurs afin d'investir dans les actifs risqués.
- c. Un Béta : qui est le coefficient du risque de l'entreprise, qui permet de quantifier la volatilité des titres de l'entreprise par rapport au marché. Il est estimé selon deux différentes méthodes :

4.1.2.1. Estimation pour une entreprise cotée

Si l'entreprise est cotée en bourse, le Béta de l'entreprise à évaluer n'est que :

$$\beta = \frac{Cov(R_{it}; R_{mt})}{Var(R_{m,t})}$$

Où $Cov(R_{it}; R_{mt})$ est la covariance des rendements passés du titre i avec les rendements passés du portefeuille du marché ; et $Var(R_{m,t})$ est la variance des rendements du marché.

4.1.2.2. Estimation pour une entreprise non cotée

Dans le cas où l'entreprise est non cotée, son Béta est estimé à partir du Béta sectoriel, ou bien à partir d'un échantillon d'entreprises comparables du même secteur selon les étapes suivantes :

¹ KAPRICED, D., Op. Cité, p.54

- a. Choisir un échantillon d'entreprises comparables, c'est-à-dire du même secteur d'activité, de même taille, ayant une clientèle presque identique...etc. et leurs **Béta endettés** ;
- b. Calculer le **levier financier « Gearing »** noté 'L' de chaque entreprise ;
- c. Calculer le **Béta désendetté** de chaque entreprise en utilisant la formule suivante :

$$\beta_{\text{désendetté}} = \beta_{\text{endetté}} / (1 + (1-T) * L)$$

- d. Faire la **moyenne** des Béta désendettés pour avoir le Béta sectoriel désendetté ;
- e. Calculer le **Béta endetté du secteur** selon la formule suivante :

$$\beta_{\text{endetté}} = \beta_{\text{désendetté}} * (1 + (1-T) * L)$$

En suivant ces étapes, nous aurons le Béta sectoriel s'il n'existe pas une publication de ce dernier, et ce, afin de pouvoir calculer le coût des capitaux propres.

4.2. Le coût de la dette K_d

Selon THAUVRON. A., le coût de la dette est un coût supporté par l'entreprise afin d'attirer plus de prêteurs, il fait référence à la rentabilité exigée par les créanciers (prêteurs externes). Il est utilisé dans la formule de calcul du WACC après déduction de l'impôt 'T': $K_d * (1 - T)$

Le WACC est calculé donc comme suit :

$$WACC = K_e * W_e + K_d * (1-T) * W_d$$

- **W_e** : représente le poids des capitaux propres par rapport à la structure de financement de l'entreprise, $W_e = \frac{E}{E+D}$ Tels que :

E : Equity, les capitaux propres de l'entreprise

D : Debts, la dette contractée par l'entreprise

CONCLUSION

L'évaluation d'entreprises est une opération qui devient de plus en plus utilisée dans le contexte économique actuel, elle vise à estimer une valeur ou une fourchette de valeur pour l'entreprise. C'est un acte délicat qui peut être appliqué pour une variété de raisons : l'introduction en bourse, la fusion/acquisition, la cession ...etc.

Dans ce premier chapitre, nous avons essayé de détailler les fondements théoriques relatifs à l'évaluation d'entreprises afin de faciliter la compréhension de son processus, à travers les définitions des différents auteurs et en exposant les notions théoriques qui leur sont relatifs, en déterminant également les paramètres préalables et les ajustements nécessaires à la mission d'évaluation.

CHAPITRE II
LES DIFFÉRENTES APPROCHES DE
L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

INTRODUCTION

Au cours du cycle de vie d'une entreprise, plusieurs opérations peuvent être effectuées sur cette dernière dans le but de la faire évoluer, et ce, à travers une introduction en bourse, une cession, une fusion avec une autre entreprise...etc.

Ces opérations doivent être précédées par une évaluation de l'entreprise en question visant à connaître sa vraie valeur en se basant sur les flux financiers futurs qu'elle va dégager, car le monde économique s'oriente beaucoup plus vers l'avenir qu'au présent et passé des entreprise¹.

Ainsi, différentes méthodes peuvent être appliquées afin de mesurer cette valeur, il n'existe pas des méthodes meilleures que d'autres mais des méthodes plus adaptées que d'autres, tout dépend des caractéristiques de l'entreprises (sa taille, son secteur d'activité, ses perspectives...etc.) et des contraintes auxquelles l'évaluateur fait face (des contraintes de délai, informationnelles...etc.)

Malgré leur diversité, ces méthodes peuvent être regroupées dans trois grandes catégories faisant l'objet des trois sections de ce chapitre.

La première section sera consacrée à l'approche patrimoniale et du goodwill en explicitant ces différentes méthodes, la deuxième aura comme objectif de présenter l'approche d'évaluation par les flux, et par la suite nous aborderons l'approche d'évaluation par les multiples dans la troisième section.

¹ TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.127

SECTION 1 : L'APPROCHE PATRIMONIALE ET DU GOODWILL

L'approche patrimoniale est l'approche la plus anciennement utilisée car elle se réfère essentiellement aux bilan de l'entreprise et plus particulièrement aux actifs possédés.

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 dividendes ou des cash-flow de l'entreprise »¹

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en additionnant la valeur réelle de tous les biens qui la composent et en retranchant les dettes², ce qu'on appelle « la situation nette ». Mais avant cela, il est important de vérifier l'existence réelle ainsi que l'Etat des immobilisations et des stocks de l'entreprise.

L'approche patrimoniale est utile pour évaluer la valeur de liquidation d'une entreprise, pour valoriser le patrimoine d'une entreprise en difficulté, et pour évaluer des entreprises qui évoluent dans des secteurs matures (construction, immobilier...).

Nous allons aborder dans cette section les diverses méthodes d'évaluation de l'approche patrimoniale, notamment la méthode de l'Actif Net Comptable, la méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé et la méthode du Goodwill.

I. LA MÉTHODE DE L'ACTIF NET COMPTABLE (ANC)

1. Définition

Selon VIZZAVONA, la méthode de l'actif net comptable est une méthode qui consiste à « fixer la valeur de l'entreprise au niveau de sa situation nette »³, ce qui veut dire que cette méthode permet de valoriser ce que possède réellement l'entreprise (son actif net comptable) en se basant sur les données bilancielle.

L'actif net comptable de l'entreprise (ANC) représente ce qui est généralement appelé valeur des capitaux propres comptables ou situation nette de l'entreprise et est censé représenter le patrimoine des propriétaires.

¹ CHEMENI, E., évaluation des entreprises, (2003), édition Economica, p.8

² TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.175

³ VIZZAVONA, P., Evaluation des entreprises_ cours et étude de cas corrigés, édition Berti, p.4

2. Méthode de calcul

L'Actif Net Comptable est tout simplement égal à la différence entre l'ensemble des éléments de l'actif et les dettes :

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

3. Limites

La méthode de l'ANC est très facile à appliquer, toutefois, comme toute méthode, elle présente des limites. Elle ne peut refléter la valeur réelle du patrimoine de l'entreprise car elle prend en compte les éléments comptables enregistrés à leur coût historique et néglige les facteurs qui ont un impact sur l'évolution de cette valeur (l'inflation, l'évolution des valeurs des biens, ...etc.).

De ce fait, la méthode ANC reflète une vision comptable qui ne prend pas en compte les évolutions de l'environnement économique.

II. LA MÉTHODE DE L'ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ (ANCC)

Afin d'avoir des résultats plus proches de la réalité, la méthode de l'ANCC a vu le jour, elle prend en compte la valeur actuelle des éléments du patrimoine, bilanciaux ou hors bilan.

1. Définition

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'entreprise en faisant la somme de ses éléments patrimoniaux, qu'ils soient comptabilisés ou pas, ils doivent être exprimés en valeur actuelle le jour de l'évaluation.¹ En fait, la méthode de l'ANCC prend en considération les éléments du bilan et du hors bilan comme les garanties accordées par exemple, à leur valeur actuelle, et ne prend pas en compte les éléments disparus ou détruits qui figurent toujours en comptabilité.

2. Méthode de calcul

Cette deuxième méthode, et comme son nom l'indique, nécessite la réévaluation ou la correction des éléments de l'actif et du passif à leur valeur actuelle. Il convient donc d'effectuer certains ajustements déjà cités dans le premier chapitre (immobilisations, stocks, actifs fictifs, dettes...).

L'Actif Net Comptable Corrigé est égal donc à l'ensemble des éléments de l'actif en valeurs réelles diminués de la valeur réelle des dettes :

$$\text{ANCC} = \text{actifs réels corrigés} - \text{dettes réelles}$$

¹ LEGROS, G., (2011), l'évaluation des entreprises, Ed. DUNOD, Paris, p.47

Avec, l'actif réel corrigé n'est que la valeur réelle des éléments de l'actif après réajustements, augmenté des plus-values et diminué des moins-values :

$$\text{Actif réel corrigé} = \text{valeur réelle de l'actif} + \text{plus-values} - \text{moins-values}$$

Les plus ou moins-values constituent la différence entre la valeur comptable des actifs et leur valeur après réévaluation, cette différence peut être positive ou négative.

3. Limites

Contrairement à la méthode de l'ANC, la méthode de l'ANCC ne se base pas uniquement sur les données bilancielle mais elle prend en compte les éléments hors bilan et élimine les éléments disparus figurant toujours en comptabilité.

En contrepartie, elle présente des limites importantes. D'abord, son application nécessite le recours à des experts notamment dans le secteur de l'immobilier, en plus, cette méthode néglige les éléments incorporels constituant le Goodwill de l'entreprise à évaluer. Allant plus loin, la méthode de l'ANCC ne peut pas être appliquée aux entreprises ayant un potentiel de croissance rapide comme les Start-up car le bilan ne donne qu'une image actuelle de son activité.

III. LA MÉTHODE DU GOODWILL

Dans le but de surpasser les limites de la méthode précédente et intégrer à la valeur de l'entreprise la valeur des éléments incorporels ne figurant pas dans le bilan (l'image et la réputation de l'entreprise, la confiance des parties prenantes envers l'entreprise, ...etc.), la méthode du Goodwill doit être appliquée.

1. Notion du Goodwill

Il correspond à l'écart constaté entre le coût d'acquisition d'une entreprise et la juste valeur de ses actifs et passifs à la date d'acquisition. Cet écart s'explique par la différence entre la valeur comptable réévaluée d'une entreprise et sa valeur marchande. Il est lié également aux éléments incorporels dont l'estimation est délicate.¹

Selon la Commission d'Évaluation des Entreprises du C.N.E.C.B, le Goodwill est « l'excédent de la valeur globale de l'entreprise sur sa valeur substantielle »²

La valeur substantielle étant l'ensemble des éléments corporels et incorporels nécessaires à l'exploitation et à assurer le profit futur de l'entreprise.

¹ MARCHAL, S., SAUVÉ, A., (2004), "Goodwill, structures de bilan et normes comptables", Revue de la stabilité financière, N°4, p.136

² LEBOUTTE, D., VAN CAILLIE, D., (1990), "de la valeur d'une entreprise à la détermination de son prix de cession, le problème du Goodwill", Revue de la vie au bureau, p.15

Cette commission a présenté aussi une autre définition du Goodwill, qui est de nature complexe, composé de facteurs matériels ou objectifs et de facteurs personnels ou subjectifs. Les facteurs objectifs sont les forces qui émanent de l'entreprise elle-même faisant naître une plus-value, par exemple une bonne réputation auprès du public, une forte position sur le marché, ...etc. ces facteurs sont étroitement liés à l'entreprise et ne peuvent être évalués isolément. Tandis que les facteurs subjectifs sont associés à la personnalité du dirigeant et ne sont pas transférables avec l'entreprise.¹

2. Notion de la rente du Goodwill

La rente du Goodwill ou superprofits est la différence entre le résultat réellement généré par l'entreprise (c'est-à-dire le rendement des capitaux investis) et le résultat exigé par les investisseurs ou celui anticipé sur le business plan.²

$$\text{Rente du Goodwill} = \text{Résultat net prévisionnel} - \text{ANCC} * \text{Kcp}$$

Tels que :

ANCC : l'Actif Net Comptable Corrigé

Kcp : coût des capitaux propres

3. Méthodologie de calcul du Goodwill

Le Goodwill, d'après les différentes définitions, vient majorer la valeur de l'ANCC en additionnant les éléments incorporels non pris en compte dans la méthode de l'ANCC. D'où, la formule de calcul de la valeur de l'entreprise selon la méthode basée sur le Goodwill est égale à :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{ANCC} + \text{Goodwill}^3$$

Le Goodwill peut avoir une valeur négative si les actifs sont mal gérés ou l'entreprise est en difficulté, dans ce cas, il est appelé Badwill et il vient diminuer la valeur de l'entreprise.

Le Goodwill est calculé selon différentes méthodes, divisées en deux grandes catégories des méthodes de calcul directes et des méthodes de calcul indirectes.

3.1. Méthodes de calcul directes

Le Goodwill correspond à la somme actualisée des rentes ou des superprofits dégagés par l'entreprise :

$$\text{Goodwill} = \sum_{i=1}^{\infty} [\text{rentes } i / (1+k_{GW})^i]$$

¹ LEBOUTTE, D., VAN CAILLIE, D., (1990), Op. Cité, p.15

² LA BRUSLERIE, H., (2014), Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic, 5ème édition DUNOD, Paris, P.368

³ LA CHAPELLE. PH, Op. Cité, p.72

Avec :

i : correspond à la durée probable d'existence du Goodwill, elle varie entre 1 et l'infini ;

K_{GW} : est le taux d'actualisation du Goodwill, qui peut être estimé à partir du coût des capitaux propres majoré d'une prime de risque liée au niveau d'incertitude de l'activité.

Il existe une autre méthode de calcul direct de la valeur du Goodwill, c'est la méthode de la rente abrégée.

- **Méthode de la rente abrégée**

Selon J-E. PALARD, F. IMBERET, cette méthode suppose la réduction de la durée d'actualisation des rentes du Goodwill qui est généralement comprise entre 3 et 8 ans. Cette réduction revient à l'apparition de nouveaux concurrents sur le marché au fil des années qui vont essayer de s'approprier d'une partie de cette rente, ce qui rend impossible le caractère infini des actifs incorporels.¹

Le Goodwill est selon cette méthode égal à :

$$\text{Goodwill} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{rentes}_i}{(1+k_{GW})^i} ; 3 < n < 8 \text{ ans}$$

Si la rente du Goodwill est constante pendant la durée d'actualisation, le Goodwill sera égal à :

$$\text{Goodwill} = \text{rente du Goodwill} * \frac{1 - (1 + K_{GW})^{-n}}{K_{GW}}$$

3.2. Méthodes de calcul indirectes

Différentes méthodes sont qualifiées comme indirecte quant au calcul de la valeur du Goodwill, parmi ces dernières nous citons :

3.2.1. Méthode des praticiens

Dans le cadre de cette méthode, la valeur du Goodwill peut être obtenue à partir de la formule suivante :

$$\text{Goodwill} = \text{valeur d'entreprise} - \text{ANCC}$$

Sachant que la valeur d'entreprise selon cette méthode est égale à la moyenne arithmétique entre l'ANCC et la valeur de rendement :

$$VE = \frac{\text{ANCC} + \text{valeur de rendement}}{2}$$

Donc, en remplaçant la formule de la valeur d'entreprise dans la formule de la valeur du Goodwill, on aura la formule suivante :

¹ PALARD, J-E., IMBERET, F., Op. Cité, p.182

$$Goodwill = \frac{\text{valeur de rendement} + ANCC}{2}$$

Tel que la valeur de rendement est le rapport entre le dernier résultat courant avant impôt (RCAI) et le coût du capital.

$$\text{valeur de rendement} = \frac{RCAI}{WACC}$$

Le résultat courant avant impôt englobe tous les produits et charges d'une entreprise avant la prise en compte de l'impôt, il est égal à la somme du résultat d'exploitation et du résultat financier.¹

3.2.2. Méthode basée sur la valeur substantielle

« La valeur substantielle brute représente la totalité des emplois corporels de l'entreprise engagés et organisés pour en réaliser l'objet sans tenir compte du mode de financement de ces emplois ».² Elle englobe tous les éléments corporels liés à l'exploitation et nécessaires au fonctionnement normal de l'entreprise, elle ne représente pas la valeur de l'entreprise mais elle sert à estimer la valeur du Goodwill. Pour la calculer :

- Il ne faut prendre en compte que les éléments corporels ou incorporels liés à l'exploitation et déduire ceux hors exploitation ;
- Il faut inclure les frais préliminaires ;
- Les éléments incorporels autres que les éléments du Goodwill comme les brevets, marques...etc. sont à prendre en compte à leur valeur d'évaluation ;
- Il faut éliminer les frais de réparation à engager pour maintenir certains biens en fonctionnement.

VS = ANCC + passif exigible (DCT, DLMT) + biens nécessaires à l'exploitation + frais préliminaires – frais de réparation à engager pour maintenir certains biens en fonctionnement.

En déduisant le passif exigible, on obtiendra la valeur substantielle nette.

La valeur du Goodwill est donc égale à : **Goodwill** = $\sum_{i=1}^n \frac{\text{rentes}_i}{(1+k_{GW})^i}$;

¹ PALARD, J-E., IMBERT, F. Op. Cité, p.182

² VIZZAVONA, P., Op. Cité, p.14

Avec : **rentes_i** = **résultat prévisionnel de l'année i** – **VSB * T_{VSB}**

Et le T_{VSB} est le taux de rémunération de la VSB qui est égal au taux sans risque majoré d'une prime de risque, il doit être inférieur au taux d'actualisation du Goodwill (K_{GW}).

Toutefois, cette méthode ignore le volet financier de l'entreprise lorsqu'elle ne prend pas en considération les charges et produits financiers, et c'est pour cette raison qu'elle n'est utilisée que pour l'estimation du Goodwill et non pas pour la valorisation de l'entreprise.

3.2.3. Méthode basée sur les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation englobent tous les actifs dont l'entreprise a besoin pour son exploitation, figurant ou pas dans le bilan, ils sont pris en compte à leur valeur de marché après réévaluation. Les éléments constitutifs des CPNE sont les immobilisations liées au cycle d'exploitation, les biens en crédit-bail, le BFR d'exploitation¹, et la trésorerie nécessaire à l'exploitation. Les CPNE sont calculés donc selon la formule suivante : **CPNE = Immobilisations d'exploitation + BFR d'exploitation (généralement le BFR normatif) + Immobilisations en crédit-bail + trésorerie nécessaire à l'exploitation²**

Le calcul du Goodwill selon cette méthode se fait en appliquant cette formule :

$$\text{Goodwill} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{rentes}_i}{(1 + k_{GW})^i}$$

Avec : **la rente du Goodwill** = **résultat prévisionnel de l'année i** – **CPNE**

La méthode basée sur les CPNE est une méthode simple à utiliser du fait qu'il ne faut que sommer les éléments de l'actif qui sont liés à l'exploitation et des engagements de l'entreprise ; elle est également plus réaliste que la méthode de la VSB car elle est basée sur la rémunération de ce dont l'entreprise a besoin pour son exploitation.

Néanmoins, cette méthode ne donne pas la valeur des fonds propres de l'entreprise et c'est pour cette raison qu'elle est utilisée pour l'appréciation de la valeur du Goodwill.

4. Intérêts et limites

¹ Le BFR d'exploitation : correspond au BFR normatif, qui représente le besoin de financement généré par le cycle d'exploitation. Il dépend du niveau d'activité de l'entreprise, des délais clients et fournisseurs

² THAUVRON, A., Op Cité, p.173

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

La méthode du Goodwill permet la prise en compte des éléments incorporels de l'entreprise et de donner une valeur globale de cette dernière.

Cependant, la multitude des méthodes d'appréciation de la valeur du Goodwill rend difficile le choix de la méthode la plus appropriée, de plus, la détermination du taux et de la durée d'actualisation des rentes du Goodwill présente un problème majeur dans le cadre de cette méthode.

L'évaluation par l'approche patrimoniale est utile dans le cadre de la valorisation des entreprises opérant dans des secteurs matures, ayant un patrimoine important, aussi dans le cadre des fusions et acquisitions car elle permet de déterminer la parité d'échange. Elle est également utile pour les entreprises en liquidation. Par sa simplicité d'application, cette approche vise à donner une image réelle sur les actifs détenus par l'entreprise.

Cependant, les méthodes de l'approche patrimoniale sont considérées comme méthodes statiques ne prenant pas en considération les perspectives d'évolution de l'entreprise à évaluer, et par conséquent, elles ne sont pas adaptées aux entreprises ayant un potentiel de croissance important comme les startups par exemple.

De plus, cette approche suppose que la valeur de l'entreprise n'est que la somme de certains éléments, alors qu'en vérité c'est la synergie engagée entre ces éléments combinés qui crée de la valeur, d'où l'importance du calcul du Goodwill, qui, à son tour, présente des difficultés pour son appréciation vu la multitude de méthodes de calcul.

Afin de combler les insuffisances des méthodes de l'approche patrimoniale, d'autres méthodes sont utilisées qui mettent en valeur l'activité de l'entreprise et l'aspect de rentabilité, il s'agit des méthodes dynamiques ou prospectives.

SECTION 2 : APPROCHE DYNAMIQUE BASEE SUR LES FLUX

Malgré de multiples apports de l'approche patrimoniale visant à corriger ses insuffisances, elle reste une méthode statique qui néglige le volet d'évolution de l'activité de l'entreprise dans le futur, et que l'objectif ultime d'une entreprise ou d'un investissement est de dégager des flux et une rentabilité d'investissement.

L'approche dynamique est basée sur le principe que l'entreprise vaut aujourd'hui ce qu'elle peut générer dans le futur comme valeur et flux monétaires. De ce fait, afin d'obtenir la valeur de l'entreprise, il suffit d'actualiser ses flux futurs.

Cette approche de valorisation s'applique parfaitement dans le cadre d'acquisition d'une entreprise, où l'acquéreur acceptera de payer un prix qui dépend de la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows.

Dans cette section, nous allons nous intéresser aux méthodes les plus utilisées :

- Les méthodes basées sur l'actualisation des flux financiers (dividendes)
- Les méthodes basées sur l'actualisation des flux économiques (les Cash-flows)

I. MÉTHODES BASÉES SUR L'ACTUALISATION DES FLUX FINANCIERS (DIVIDENDES)

Pour un investisseur extérieur à l'entreprise (détenteur d'une action), les flux financiers les plus importants sont ceux du dividende et du prix de revente qui sont concrètement perçus par ce dernier. Les présentes méthodes sont donc basées sur l'actualisation de ces flux financiers versés aux actionnaires.

Plusieurs modèles de calcul en découlent, nous allons détailler dans cette partie trois principaux modèles à savoir : le modèle d'IRVING FISHER, le modèle de GORDON SHAPIRO, et le modèle de Bates.

1. Le modèle d'IRVING FISHER¹

1.1. Principe du modèle

¹ BENCHIMIOL, G., valorisez votre entreprise pour une nouvelle gouvernance d'entreprise, édition EMS, p 17.

Selon le modèle de FISHER, la valeur d'une action est considérée comme la valeur actuelle des revenus futurs que l'investisseur souhaite tirer de son investissement, ces flux sont composés des dividendes et du prix de revente de l'action.

1.2. Méthodologie de calcul

À partir de là, la valeur de l'entreprise n'est que la somme des flux de dividendes qui seront distribués et du prix de revente de l'action, actualisés au taux de rendement exigé par les actionnaires sur une période infinie. La formule de calcul est la suivante :

$$V \text{ action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{P_n}{(1 + Ke)^n}$$

Avec :

V action : la valeur de l'action à t=0

t : horizon de temps

D_t : le dividende par action, distribué à l'année t

K_e : le coût des capitaux propres, le taux de rendement exigé par les actionnaires

P_n : le prix de revente de l'action

Il est important de mentionner que le dividende est le revenu d'une action représentant la part des bénéfices distribuée par une entreprise à ses actionnaires¹. Les dividendes sont distribués en se basant sur un taux de distribution décidé lors de l'assemblée générale, ce taux représente la part du résultat net qui sera versée aux actionnaires en tant que dividendes². Le calcul de ce flux va se baser sur les prévisions du résultat net et du taux de distribution des dividendes :

Dividende versé = résultat net prévisionnel * taux de distribution prévisionnel

Si on suppose que les dividendes sont constants à l'infini ($D_t = D$ quel que soit t), et que t tend vers l'infini ; le $\frac{P_n}{(1+Ke)^n}$ va tendre vers 0, et la formule devient :

$$V \text{ action} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1 + Ke)^t}$$

¹ ECOFI Investissements, lexique financier, p.10

² PALARD, J.E., IMBERT, F., Op. Cité., P.245

Et la $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+Ke)^t}$ est une suite géométrique de raison $\frac{1}{(1+Ke)}$ et de premier terme $\frac{1}{(1+Ke)}$;
alors :

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+Ke)^t} = \frac{1}{Ke} \rightarrow \text{d'où } \mathbf{V \text{ action}} = \frac{D}{Ke}$$

1.3. Limites du modèle

Le modèle de FISHER permet de valoriser les actions de l'entreprise et non pas l'actif qu'elle détient. Or, il est difficile d'estimer le prix de revente de l'action, de plus, cette méthode est basée essentiellement sur les flux de dividendes où une simple variation du taux de distribution implique un impact important sur la valeur de l'entreprise.

Ces inconvénients seront dépassés avec le modèle de GORDON-SHAPIRO.

2. Le modèle de GORDON-SHAPIRO

Ce modèle suit la même logique d'actualisation des dividendes que le modèle de FISHER, sauf qu'il est basé sur un certain nombre d'hypothèses de base.

2.1. Principe du modèle

Le modèle de GORDON-SHAPIRO permet d'obtenir la valeur de l'action en actualisant les flux futurs de dividendes sur une période infinie, en supposant que ces flux évoluent chaque année à un taux de croissance constant (g) à l'infini, et que ce la rentabilité de cet investissement est constante à l'infini.

2.2. Méthodologie de calcul¹

La valeur de l'action selon le modèle de GORDON-SHAPIRO est donnée par la formule suivante :

$$\mathbf{V \text{ action}} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+Ke)^t} + \frac{P_n}{(1+Ke)^n}$$

Sous l'hypothèse que $t \rightarrow \infty$, et que le taux de croissance des dividende = g :

$$\mathbf{V \text{ action}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Ke)^t} \rightarrow \mathbf{V \text{ action}} = \frac{D_1}{(1+Ke)} + \frac{D_1*(1+g)}{(1+Ke)^2} + \frac{D_1*(1+g)^2}{(1+Ke)^3} + \dots$$

¹ PARIENTE, S., (2006), Analyse financière et évaluation d'entreprise, collection Synthex, p.182

$$\Rightarrow \mathbf{V \ action} = D_1 * \left[\frac{1}{(1+K_e)} + \frac{(1+g)}{(1+K_e)^2} + \frac{(1+g)^2}{(1+K_e)^3} + \dots \right].$$

La somme $\left[\frac{1}{(1+K_e)} + \frac{(1+g)}{(1+K_e)^2} + \frac{(1+g)^2}{(1+K_e)^3} + \dots \right]$ est une suite géométrique de raison $\frac{(1+g)}{(1+K_e)}$ et de premier terme $\frac{1}{(1+K_e)}$; la formule devient donc comme suit :

$$\mathbf{V \ action} = \frac{D_1}{(K_e - g)}$$

Avec :

D_1 : le dividende versé à l'année 1

K_e : le coût des capitaux propres

g : le taux de croissance des dividendes (constant), ne devant pas dépasser le taux de croissance du PIB (entre 01% et 02%)

Cette formule n'est valable que si le taux de croissance des dividendes est strictement inférieur au coût des capitaux propres, sinon la valeur de l'entreprise sera négative.

2.3. Limites du modèle

Malgré que ce modèle a éliminé l'hypothèse irréaliste des dividendes constants mais il a supposé une évolution à un taux de croissance constant, alors qu'en pratique l'évolution des dividendes est loin d'être inchangée, elle dépend des décisions lors de l'assemblée générale.

De plus, cette méthode ne peut pas être appliquée aux entreprises ayant une rentabilité exigée par les actionnaires, inférieure au taux de croissance des dividendes.

3. Le modèle de Bates

Le modèle de Bates donne une valeur d'entreprise liée à la valorisation du marché boursier, et à celle du secteur économique auquel elle appartient¹.

3.1. Principe du modèle

¹ TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.147

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

La valeur d'une entreprise selon ce modèle est obtenue en faisant la relation entre la valeur boursière actuelle (PER) et la valeur boursière dans n années en tenant compte du taux de distribution des dividendes et du taux de rendement exigé par les actionnaires.

Le présent modèle s'inspire de la formule de FISHER et des hypothèses de GORDON-SHAPIRO concernant le taux de croissance des dividendes (g) entre la date 0 et n qui est constant, de même pour le taux de distribution des dividendes (d), en plus de l'hypothèse de l'objectif de revente, sauf que la période de détention est supposée limitée à n années selon ce modèle.

Ce modèle permet de calculer la valeur de l'action à la date d'évaluation ou bien son PER d'entrée en bourse.

3.2. Méthodologie de calcul

L'objectif principal de l'actionnaire est d'avoir une meilleure rentabilité en plaçant ses capitaux, il est prêt à payer la somme des dividendes futurs actualisés sur n années au coût des capitaux propres et d'une valeur terminale correspondant à la valeur de revente de l'action après une période finie de détention, actualisée au coût des capitaux propres.

La formule de départ pour l'obtention de la valeur de l'action selon le modèle de Bates est la suivante :

$$V \text{ action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{V_n}{(1 + Ke)^n}$$

Avec : V_n est valeur terminale

Sachant que ce modèle fait intervenir la relation entre le PER d'entrée et de sortie, il est important de définir le PER. C'est le multiple du résultat net, il exprime le nombre d'années nécessaire pour qu'un investisseur récupère ce qu'il a dépensé pour acquérir cette action. « Il est égal au rapport entre le cours de l'action et le bénéfice net par action ou bien au rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net ». ¹

Sachant que : $D_t = d * \text{Résultat net prévisionnel } t$

Et que : $PER = \frac{V}{RN}$

¹ ECOFI Investissements, lexique financier, Op. Cité., p.14

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Donc, en remplaçant ces équations dans la formule précédente, elle prend la forme suivante :

$$\text{PER}_n = \text{PER}_0 * A - d * B \dots (1)$$

Avec :

$$A = \left(\frac{1+Ke}{1+g} \right)^n \text{ et } B = \left(\frac{1+g}{g-Ke} \right) * (1 - A)$$

Dans ce cas, l'inconnu est le PER d'entrée (PER₀), de la formule (1), nous pouvons déduire la formule permettant de le calculer : $\text{PER}_0 = \frac{\text{PER}_n + d * B}{A}$

Les calculs doivent être présentés sous la forme suivante :

Tableau 01 : Présentation des calculs du modèle de Bates

Paramètres	Valeur
Taux de croissance (g)	
Coût des CP (Ke)	
Horizon de temps (n)	
Taux de distribution des dividendes (d)	
PER _n	
A	
B	
PER ₀	
Bénéfice par action ou bénéfice global... (*)	
Valeur des Fonds Propres	
Valeur de l'action	

(*) ... sachant que le $\text{PER}_0 = \frac{V_0}{\text{RN}}$ → donc, $V_0 = \text{PER}_0 * \text{RN}$ c'est la valeur des Fonds propres.

Afin d'obtenir la valeur de l'action, il suffit de diviser la valeur des fonds propres sur le nombre d'actions de l'entreprise : $V_{\text{action}} = V_0 / \text{nombre d'actions}$.

3.3. Le test de sensibilité

Le modèle de Bates donne une valeur d'entreprise liée à un certain nombre d'hypothèses sur le taux de croissance, le taux de distribution des dividendes et sur l'estimation du PER de sortie,

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

qui sont fixées par l'évaluateur tout en prenant en considération les décisions de l'assemblée générale, des évolutions prévues du marché et du secteur dans lequel opère l'entreprise.

Les variations que peuvent subir ces paramètres auront un impact sur la valeur de l'entreprise, il est prudent donc d'effectuer un test de sensibilité en faisant varier en plus et en moins deux paramètres, par exemple le taux de croissance (g) et le PER de sortie, et ce, afin d'obtenir une fourchette dans laquelle varie la valeur de l'action de l'entreprise suite à la variation de ces paramètres.

Tableau 02 : Test de sensibilité du modèle de Bates

d / PER n	PER-1	PER - 0.5	PER	PER+0.5	PER+1
d-10%					
d-05%					
D			Valeur obtenue par le modèle		
d+05%					
d+10%					

Source : élaboré par nos soins

Après avoir effectué les calculs nécessaires pour le remplissage du tableau ci-dessus, la valeur de l'entreprise sera comprise entre la valeur minimale et la valeur maximale affichées sur le tableau.

3.4. Limites du modèle

Le modèle de Bates est un modèle qui permet de déterminer le prix d'achat d'une action en intégrant la croissance de l'entreprise et du marché, la rentabilité exigée par les actionnaires, et la distribution des dividendes.¹

Toutefois, il présente quelques inconvénients : ce modèle est applicable seulement aux entreprises cotées en bourse, il suppose la croissance constante des dividendes et du taux de distribution des bénéfices ce qui est loin d'être réel.

Les méthodes basées sur l'actualisation des flux financiers dépendent totalement des dividendes que l'entreprise pourrait générer dans le futur et qui intéressent un investisseur

¹ PRUNIER, R., MAUREL, P., (1999), l'ingénierie financière dans la relation Banque Entreprise, Edition Economica, Paris, p.157

extérieur, en négligeant les flux de rentabilité réalisés par sa propre activité d'exploitation. Et c'est dans ce contexte que les méthodes basées sur l'actualisation des flux économiques ont été développées.

II. MÉTHODES BASÉES SUR L'ACTUALISATION DES FLUX ÉCONOMIQUES

Ces méthodes revêtent un caractère économique car elles s'intéressent à la valeur industrielle et commerciale que peut générer l'entreprise dans le futur, en tenant compte des besoins en capitaux de l'activité (investissements et BFR).

Nous allons détailler les méthodes basées sur les flux économiques les plus utilisées notamment :

- La méthode des Discounted Cash-Flow (DCF) ou des flux de trésorerie nets ;
- La méthode de l'Economic Value Added (EVA)
- La méthode de Market Value Added (MVA)

1. La méthode des Discounted Cash-Flow (DCF)

La méthode Discounted Cash-Flow est la méthode la plus souvent utilisée parmi les approches d'évaluation par les flux, elle permet de déterminer la valeur de l'actif économique¹.

1.1. Principe

La méthode DCF permet de valoriser l'actif économique de l'entreprise en démarrant de sa capacité à générer des Cash-Flow dans le futur. Ça revient à déterminer les flux de trésorerie futurs et à les actualiser au coût de rémunération exigé par les apporteurs de fonds, il s'agit du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC ou WACC).² Nous pouvons dire que la méthode DCF s'intéresse aux flux d'encaissement et de décaissement liés à l'exploitation.

1.2. Méthodologie de calcul

La valeur de l'entreprise selon cette méthode est égale à la somme des Free Cash-Flow (FCF) futurs ou flux de trésorerie nets et de la valeur terminale actualisés au coût moyen pondéré

¹ Actif économique est constitué d'acquisitions stratégiques, de BFR et de trésorerie

² TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.150

du capital, sur la période du business plan. Afin d'expliciter davantage le calcul, nous présentons la formule suivante :

$$V_{AE} = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{VT}{(1 + WACC)^i}$$

Tels que :

V_{AE} : est la valeur de l'actif économique

FCF_i : les Free Cash-Flow de l'année i

VT : la valeur terminale de l'entreprise

$WACC$: le coût moyen pondéré du capital

1.2.1. Détermination des FCF

« Le Cash-Flow est un flux net de trésorerie que l'activité d'une entreprise génère au cours d'une période »¹, il reflète la richesse créée par l'activité de l'entreprise hors produits et frais financiers².

Les FCF sont calculés à partir des prévisions du résultat d'exploitation (ou EBIT) net d'impôt, auquel les charges non décaissées sont réintégrées notamment les amortissements, la variation du BFR et les investissements nets de cessions sont à déduire de l'EBIT net d'impôt, selon la formule suivante :

$$\text{FCF} = \text{EBIT} * (1-T) + \text{Dotation aux amortissements} - \text{investissements nets de cessions} - \Delta \text{ BFR}$$

Notons que $\text{EBIT} * (1-T) = \text{NOPAT}$.

1.2.2. Détermination de la VT

La valeur terminale de l'entreprise est une valeur estimée au-delà de l'horizon des prévisions sur le business plan, en considérant que l'entreprise continuera à fonctionner. Elle est estimée par extrapolation du FCF de la dernière année de prévision (n), évoluant à un taux de croissance (g) à l'infini, le calcul se fait selon la formule suivante :

¹ DE COUSERGUE, S., (1984), autofinancement, cash-flow, excédent de trésorerie d'exploitation, Edition CLET, p.123

² TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.134

$$VT = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Jusqu'à ce point nous avons procédé à la détermination de la valeur de l'actif économique de l'entreprise qui est égale à :

$$V_{AE} = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{VT}{(1 + WACC)^n}$$

1.2.3. Détermination de la valeur des capitaux propres

La valeur obtenue précédemment est une valeur globale qui inclut la valeur des dettes et bien d'autres éléments. Afin d'obtenir la valeur des capitaux propres, il suffit de retrancher :

- La valeur des dettes financières nettes, qui est égale aux dettes minorées des liquidités et équivalents de liquidités (les titres que nous pouvons liquider à n'importe quel moment même si ce sont des titres à long terme). Notons que les dettes fournisseurs ne doivent pas figurer dans la valeur des DFN car elles font déjà partie du BFR ;
- Les intérêts des minoritaires ;
- Les ajustements relatifs à la vérification des éléments de la due diligence (risque fiscal, risque social...etc.).

1.3. Le test de sensibilité

L'obtention d'une valeur d'entreprise unique est loin d'être réel et certain, pour cela, un test de sensibilité doit être appliqué pour avoir un intervalle de valeurs dépendantes des variations des paramètres que nous ferons varier.

Le choix des paramètres se fait sur la base de l'importance de l'impact de leur variation sur la valeur de l'entreprise. En fait, la valeur de l'entreprise est fortement dépendante de la terminale qui est à son tour dépendante du taux d'actualisation et de l'horizon des prévisions. Nous pouvons conclure que la valeur de l'entreprise est sensible au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini. Le tableau suivant montre l'impact de la variation de chaque paramètre sur la valeur de l'entreprise :

Tableau 03 : Test de sensibilité de la méthode DCF

g / WACC	WACC-1	WACC-0.5	WACC	WACC+0.5	WACC+1
g - 1					
g - 0.5					
G			Valeur obtenue par la méthode		
g + 0.5					
g + 1					

Source : élaboré par nos soins

Après avoir effectué les calculs nécessaires, nous pourrions définir et limiter la valeur de l'entreprise dans un intervalle.

1.4. Limites

La méthode DCF est une méthode très utilisée qui permet de valoriser l'entreprise en tenant compte de la richesse réellement créée par son activité, des perspectives d'évolution, et des capitaux investis, et ce, en se basant sur les prévisions du business plan.

Toutefois, elle est confrontée à certains inconvénients concernant l'incertitude des prévisions des FCF, de la valeur terminale et l'estimation du taux d'actualisation qui s'avèrent pas du tout évidente.

De plus, la valeur des capitaux propres selon cette méthode est fortement dépendante de la valeur terminale, plus elle est importante plus la valeur des capitaux propres est importante. De même, elle est plus importante lorsque le taux d'actualisation est faible et l'horizon des prévisions est court¹.

2. La méthode de l'Economic Value Added (EVA) et Market Value Added (MVA)

Une méthode créée par Joël STEARN et Benett STEWART au milieu des années quatre-vingt, elle a pour but de servir à la gestion de l'entreprise et à maximiser ses résultats.²

2.1. Principe de la méthode

¹ CHAPLAIN, G., (2004), pratique moderne de l'évaluation d'entreprise, éditions EMS, Paris, p.115

² TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.189

La méthode EVA est sollicitée pour proposer un système de mesure des performances des dirigeants d'entreprise, afin de disposer d'un outil permettant de fixer la partie variable de leur rémunération.

Selon F. PIERRE & E. BESANÇON, l'Economic Value Added est « une mesure de surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps donnée qui peut recourir un ou plusieurs exercices »¹. Ce surplus de valeur se caractérise par la richesse créée par cette entreprise chaque année pour les actionnaires, l'EVA constitue donc une mesure de performance interne de l'entreprise.

Cette méthode démarre du principe qu'une entreprise est profitable, donc elle crée de la valeur sous condition que sa rentabilité dégagée soit supérieure au coût des ressources financières qu'elle utilise.

2.2. Méthodologie de calcul de l'EVA

La méthode EVA permet de comparer la rentabilité des capitaux engagés au coût des capitaux investis, pour cela, il faut commencer par déterminer la valeur des capitaux engagés et le montant du résultat d'exploitation net d'impôt (NOPAT), ensuite calculer le coût de ces capitaux afin d'aboutir à la formule ci-après :

$$\text{EVA}(t) = (\text{ROCE} - \text{WACC}) * \text{Capitaux engagés}(t)$$

Tels que :

- ROCE : est la rentabilité des capitaux engagés ou Return On Capital Employed, elle est égale au rapport entre le résultat d'exploitation net d'impôt et les capitaux engagés :
$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CE}}$$
, renvoyant aux capitaux qui sont employés pour dégager ce résultat.
- Les capitaux engagés, notés CE, correspondent à l'investissement d'exploitation composé de l'actif immobilisé et du besoin en fonds de roulement en début de période. Il s'agit donc de l'actif économique en début de période, c'est-à-dire que : $\text{CE}_t = \text{AE}_{t-1}$.

En développant la formule précédente, nous pouvons l'écrire sous la forme suivante :

$$\text{EVA}(t) = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{Capitaux engagés}(t)$$

¹ PIERRE, F., BESANÇON, E., (2003), Valorisation d'entreprise et théorie financière, Edition Organisation, Paris, p.279

EVA (t) est considérée comme un indicateur de gestion et de management permettant de mesurer les performances interne d'une entreprise ou d'un investissement :

- Si l'EVA est positive, nous pouvons dire que l'entreprise est profitable et qu'il y'a création de valeur. Ainsi, le retour sur capitaux engagés est nettement supérieur au coût de ces capitaux, ce qui veut dire que l'entreprise réalise mieux que les attentes du marché, ce qui enrichie ses actionnaires ;
- Lorsque l'EVA est négative, c'est-à-dire que l'entreprise réalise des performances inférieures aux attentes des actionnaires et qui sont insuffisantes pour couvrir le coût des capitaux engagés. Par conséquent, il n'y a pas de création de valeur, il y a destruction de valeur.

2.3. Concept de MVA et méthodologie de calcul de la valeur de l'entreprise

La Market Value Added (MVA) est un indicateur qui permet de mesurer la création de valeur boursière, autrement dit, la plus-value que pourraient dégager les actionnaires en cas de vente de leurs actions sur le marché. Elle est égale à la somme actualisée au WACC des EVA dégagées par l'entreprise¹ :

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i}$$

Ainsi, la valeur de l'entreprise est déterminée de la même manière que la méthode DCF, c'est-à-dire en actualisant les flux futurs de la valeur ajoutée économique (EVA) au coût du capital (WACC), et en la majorant du montant de l'actif économique à (t=0).

En supposant qu'après l'horizon des prévisions du business plan, l'entreprise continuera son activité, et que les EVA sont croissantes à un taux de croissance constant à l'infini (g) à partir de la dernière année des prévisions. Donc, une valeur terminale de l'EVA devrait être calculée :

$$EVA_T = \frac{EVA_n * (1 + g)}{WACC - g}$$

La valeur de l'entreprise sera donc égale à :²

¹ VAN CAILLIE, D., (1998), "Techniques modernes d'évaluation des entreprises", HEC Liège, p.18

² CHERIF, M., DUBREUILLE, S., (2005), Création de valeur et capital-investissement, Edition Pearson, Paris, p.73

$$V = CE_{\text{initial}} + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{EVA_T}{(1 + WACC)^n}$$

Avec : CE_{initial} (de début de période) = l'actif économique de l'année précédente

2.4. Valeur des capitaux propres

La valeur donnée par la formule précédente permet d'obtenir la valeur globale de l'entreprise, en retranchant la valeur des dettes financières nettes nous obtiendrons la valeur de la capitalisation boursière : $V_{cp} = \text{valeur de l'entreprise} - \text{DFN}$.

2.5. Le test de sensibilité

Comme toute méthode, l'évaluateur souhaite limiter la valeur des capitaux propres dans un intervalle en faisant varier les paramètres dont la valeur des capitaux propres est sensible à leur variation. Dans le cadre de la méthode EVA-MVA, le coût moyen pondéré du capital (WACC) et le taux de croissance (g) ont un impact sur la valeur de l'EVA terminale et des EVA actualisés, et donc sur la valeur des capitaux propres.

2.6. Limites de la méthode

Le modèle EVA-MVA constitue un outil stratégique de gestion d'entreprise, il permet de mesurer les performances internes et externes ainsi que la richesse créée pour les actionnaires, la valeur de l'entreprise est, selon ce modèle, liée à la valeur ajoutée créée.

Comme toute méthode, la méthode EVA-MVA est confrontée à quelques inconvénients rendant difficile son application, notamment la détermination du montant des capitaux engagés qui nécessite des retraitements comptables, et le coût du capital (le taux d'actualisation) qui a fait l'objet d'un progrès important suite à de nombreux travaux de recherches financières.

De plus l'EVA n'est qu'un indicateur de performance annuel, un EVA faible sur un exercice ne doit pas nécessairement dire que l'entreprise n'est pas créatrice de valeur, mais il peut traduire une politique d'investissement sur le long terme.¹

Contrairement à l'approche patrimoniale, les méthodes prospectives basées sur l'actualisation des flux futurs s'intéressent beaucoup plus à l'activité de l'entreprise et basée sur l'actualisation des flux qu'elle peut générer dans le futur. Ce sont des méthodes adaptées aux

¹ ALBOUY, M., (2006), « Théories, application et limites de la mesure de la création de valeur », revue française de gestion n 160, p.50

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

grandes et moyennes entreprises, généralement utilisées dans le cas d'acquisition d'une entreprise où l'acquéreur estime le prix d'achat en se basant sur sa rentabilité future.

Toutefois, cette démarche rencontre des difficultés dans sa mise en application du moment qu'elle repose sur des prévisions de cash-flow et de résultats qui ne peuvent être certains. Aussi, l'estimation des paramètres des différentes méthodes (taux d'actualisation, taux de croissance, taux de distribution des dividendes) s'avère très complexe.

Afin de surpasser ces difficultés, d'autres méthodes ont été développées, à savoir les méthodes de l'approche comparative.

SECTION 3 : APPROCHE ANALOGIQUES OU MÉTHODES DES MULTIPLES

Les méthodes analogiques viennent combler les insuffisances des méthodes précédentes basées sur les prévisions, elles consistent à comparer l'entreprise objet d'évaluation avec un échantillon d'autres entreprises homogènes, en retenant un multiple pertinent cohérent avec l'objectif de l'évaluation et le secteur d'activité.

L'évaluation par analogie consiste à comparer le prix de cession de l'entreprise aux prix des entreprises semblables, or, ce prix n'est jamais annoncé au public. Par conséquent, l'évaluateur aura recours au marché boursier où les cotations sont affichées et considérées comme prix de cession réévalués quotidiennement.¹

Cette approche présente l'avantage d'être simple à mettre en œuvre, dans la mesure où elle fuit l'actualisation des flux à un taux d'actualisation difficile à estimer, mais elle nécessite la constitution d'un échantillon d'entreprises semblables à l'entreprise à évaluer et le choix d'indicateurs pertinents.

Dans cette section, nous allons détailler le concept de base de cette méthode, la démarche à suivre pour la mettre en œuvre, et présenter les différents multiples.

I. CONCEPT DE BASE DE LA METHODE ANALOGIQUE

La méthode des multiples est une méthode très utilisée dans la pratique vu la simplicité de son application. Elle consiste à former un échantillon d'entreprises ayant des caractéristiques homogènes avec l'entreprise à évaluer, et de calculer des multiples pour chacune de ces dernières en faisant le rapport entre la valeur de marché (valeur d'entreprise, valeur des capitaux propres, prix d'une transaction, ... etc.) à un indicateur de performance² selon la formule suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur d'entreprise}}{\text{indicateur de performance}} \quad \text{ou} \quad \text{Multiple} = \frac{\text{valeur des capitaux propres}}{\text{indicateur de performance}}$$

Si l'indicateur de performance englobe les capitaux propres et les dettes financières, c'est la valeur globale de l'entreprise qui doit être utilisée pour le calcul du multiple. Et si l'indicateur

¹ TOURNIER, J-B, TOURNIER, J-C, Op. Citée, p.195

² ASTOLFI, P., CHASTENET, E., et al., (2014), « méthode des multiples, contribution à l'évaluation des entreprises », revue française de gestion n.242, p.8

de performance est un flux duquel les dettes financières sont déduites, c'est la valeur des capitaux propres qui doit être prise en compte.

Ensuite, il suffit d'appliquer ces multiples aux indicateurs de performance de l'entreprise faisant objet d'évaluation afin de déterminer sa valeur.

II. ÉTAPES DE MISE EN APPLICATION DE LA MÉTHODE

La mise en œuvre de la méthode des comparables repose sur le respect des étapes ou principes suivants :

1. La constitution d'un échantillon d'entreprises comparables

Cette première étape constitue une étape délicate et décisive dans la réussite de la mise en application de cette méthode d'évaluation.

Pour que l'évaluation soit pertinente et que la valeur de l'entreprise soit réaliste, il est nécessaire de sélectionner parfaitement les entreprises cotées, ayant des caractéristiques homogènes à retenir dans l'échantillon. Ces entreprises doivent appartenir au même secteur d'activité que l'entreprise à évaluer, car il n'est pas pertinent de comparer deux entreprises de deux secteurs différents opérant dans des contextes hétérogènes. Mais ceci n'implique pas qu'il est obligatoire que les deux entreprises aient la même activité.

Or, retenir des entreprises du même secteur d'activité n'assure pas leur homogénéité comme illustré dans l'exemple suivant de THAUVRON, A. :

Tableau 04 : Comparaison des PER de deux entreprises du même secteur d'activité¹

	Entreprise A	Entreprise B
Cours action	100	200
BPA	10	10
PER	10	20
PER moyen	15	

Le tableau ci-dessus compare le PER de deux entreprises A et B ayant la même activité, il montre que A et B ont le même bénéfice par action (BPA=10), mais la croissance future de ce

¹ THAUVRON, A., Op. Cité, p.137

BPA pour B est plus importante que celle de A, ce qui explique que le PER (B) est plus élevé que le PER (A).

De plus, le cours de l'action est associé au risque, plus le risque est élevé, plus le cours est faible. Ici, le cours de B est égal au double de celui de A, donc l'action B est beaucoup moins risquée que l'action A.

Dans le même ordre d'idées, la moyenne des deux PER est égale à 15, cette moyenne sera utilisée pour valoriser une troisième entreprise C ayant par exemple un BPA de 13, le cours de son action sera donc égal à 195. Si cette entreprise a une croissance future plus élevée que les deux autres entreprises, le cours obtenu est jugé sous-évalué même si elle est du même secteur d'activité.

Nous pouvons conclure donc que des entreprises peuvent avoir la même activité sans être comparables. De ce fait, deux critères de choix d'entreprises à retenir dans l'échantillon qui sont : la croissance future et le niveau de risque.

Dans la pratique, le marché local peut ne pas nous fournir un choix élargi d'entreprises homogènes, nous pourrions donc nous adresser aux pays voisins.

2. Le choix des indicateurs de valeur

L'étape suivante est celle du choix des indicateurs de performance pertinents qui permettent de valoriser l'entreprise en la comparant aux entreprises retenues dans l'échantillon. Ces indicateurs doivent corrélérer avec les spécificités de l'entreprise à évaluer, le secteur d'activité et la finalité de l'évaluation.

Ainsi, les spécificités des règles comptables qui diffèrent d'une entreprise à une autre dans le cas d'un échantillon d'entreprises de divers pays, il est nécessaire de retraiter leurs comptes afin de les rendre homogènes. Aussi, pour une évaluation qui a pour but d'acquies une entreprise de distribution par exemple, l'indicateur pertinent à retenir est le CA, si le but de l'évaluation est la mesure de la rentabilité, les indicateurs retenus sont l'EBIT, le RN...etc.

Ces multiples sont subdivisés en deux grandes catégories, des multiples avant déduction des charges financières permettant d'avoir la valeur globale de l'entreprise et des multiples après déduction des charges financières permettant d'avoir la valeur des capitaux propres de l'entreprise.

2.1. Multiples de la valeur de l'entreprise

Les indicateurs utilisés dans cette catégorie représentent des flux permettant de rémunérer les apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers), ils tiennent compte l'actif économique de l'entreprise (actif immobilisé et besoin en fonds de roulement).

En utilisant ces multiples, nous obtiendrons la valeur globale de l'entreprise, ensuite en soustrayant la valeur des dettes financières nettes nous aurons la valeur des capitaux propres, c'est la méthode indirecte.

Les principaux multiples les plus utilisés dans cette catégorie sont les suivants :

2.1.1. Le multiple du CA

Le multiple du chiffre d'affaire est un indicateur facile à déterminer¹, il est pertinent pour toute entreprise commerciale, de distribution, grossistes,...etc. où le CA est plus significatif que les résultats dégagés. Toutefois, ce multiple n'est pas pertinent pour l'échantillon retenu, sauf si les entreprises de ce dernier ont des taux de marges homogènes.²

Il est égal au rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaire³:

$$M_{CA} = \frac{V_{\text{globale de l'entreprise}}}{CA} \rightarrow V_{\text{globale de l'entreprise}} = M_{CA} * CA$$

La valeur des capitaux propres est ensuite obtenue en déduisant la valeur des dettes financières nettes de la valeur globale de l'entreprise.

2.1.2. Le multiple de l'EBIT ou Résultat d'Exploitation

Ce multiple permet de valoriser l'entreprise à travers sa capacité à dégager des bénéfices à partir de son activité d'exploitation. Il estime la valeur globale de l'entreprise car il prend en compte les charges financières, et sachant que l'EBIT est un flux qui permet de rémunérer les apporteurs de fonds.

Le multiple du résultat d'exploitation est pertinent dans le cas d'une entreprise de services.

Il est obtenu en faisant le rapport entre la valeur globale de l'entreprise et le résultat d'exploitation de l'exercice :

¹ LEFEBVRE, F., (2011), Evaluation financière expliquée : principes et démarche, CNCC, p.93

² HOARAU, C., (2008), analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes, Edition Vuibert, p.343

³ THAUVRON, A., Op. Cité, p.168

$$M_{\text{EBIT}} = \frac{V_{\text{globale de l'entreprise}}}{\text{EBIT}} \rightarrow V_{\text{globale de l'entreprise}} = M_{\text{EBIT}} * \text{EBIT}$$

Ainsi, **la valeur des capitaux propres** = $V_{\text{globale de l'entreprise}} - \text{DFN}$

2.1.3. Le multiple de l'EBITDA ou EBE

L'EBITDA est un solde économique qui est indépendant de la structure financière de l'entreprise, de l'amortissement et de sa fiscalité, généralement utilisé dans les entreprises industrielles, il permet de valoriser l'entreprise dans sa globalité.¹

Le multiple de l'EBITDA est obtenu en faisant le rapport entre la valeur globale de l'entreprise et de son EBITDA : $M_{\text{EBITDA}} = \frac{V_{\text{globale de l'entreprise}}}{\text{EBITDA}}$

⇒ **La $V_{\text{CP}} = M_{\text{EBITDA}} * \text{EBITDA} - \text{DFN}$**

2.2. Multiples de la valeur des capitaux propres

Les multiples utilisés dans cette catégorie permettent d'obtenir de manière directe la valeur des capitaux propres de l'entreprise à évaluer, en faisant intervenir des flux après déduction des charges financières. Les principaux multiples les plus utilisés sont le PER, la CAF, et le Price-To-Book.

2.2.1. Le multiple de PER (Price Earning Ratio)

Il représente le multiple le plus souvent utilisé, il représente le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net courant, ou bien le rapport entre le cours d'une action et son bénéfice par action comme le montrent les formules suivantes² :

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Résultat net}} \quad \text{Ou} \quad \text{PER} = \frac{\text{Cours action}}{\text{BPA}}$$

Il permet de valoriser les capitaux propres ou le cours de l'action d'une entreprise en le multipliant par son résultat net ou par le bénéfice par action.

Le PER est influencé par les événements extraordinaires qui ont eu lieu, or, ces événements ne sont pas identiques pour toutes les entreprises de l'échantillon. De plus, il est calculé après

¹ CHAPLAIN, G., Op. Cité, p.128

² PARIENTE, S., Op. Cité, p.95

impôts, dans le cadre d'un échantillon d'entreprises locales ce détail ne pose pas de problèmes, mais si l'échantillon est composé d'une ou de plusieurs entreprises internationales, le PER peut ne pas être comparable car les taux d'imposition sont différents d'un pays à un autre.

2.2.2. Le multiple de la CAF

La capacité d'autofinancement est un indicateur qui permet de déterminer le surplus dégagé par l'activité d'exploitation de l'entreprise, il représente la différence entre les encaissements et les décaissements :

$$\text{CAF} = \text{Résultat net} - \text{produits non encaissables} + \text{charges non décaissables}$$

Le multiple de la CAF permet de valoriser la capitalisation boursière de l'entreprise, en la rapportant à la CAF : $M_{\text{CAF}} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{CAF}}$

$$\rightarrow \text{La capitalisation boursière} = M_{\text{CAF}} * \text{CAF}$$

2.2.3. Le multiple Price-To-Book

Est le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable de l'actif net, il permet de comparer entre la valeur comptable de l'entreprise et sa valeur de marché.¹

$$\text{Il est égal à } \frac{\text{capitalisation boursière}}{\text{actif net comptable}}$$

$$\rightarrow \text{Capitalisation boursière} = \text{Price-To-Book} * \text{Valeur comptable de l'actif}$$

III. LIMITES DE LA MÉTHODE

La méthode analogique ou des multiples est une méthode facile à appliquer, qui ne nécessite pas beaucoup d'informations comme c'est le cas pour les méthodes précédentes, aussi, l'évaluation par les multiples permet de faciliter la comparaison entre les entreprises homogènes.

Toutefois, elle se heurte à certaines difficultés, parmi lesquelles nous citons :

- La difficulté de constituer un échantillon d'entreprises comparables ayant les mêmes caractéristiques, des problèmes de taille, de rentabilité, de niveau de risque et plein d'autres se posent ;

¹ RACHIDI. A., LOTFI, M., (2018), « Intérêt de l'Evaluation des Entreprises par les Comparables Après l'Amélioration de sa Pertinence », International Journal Of Business and Economic Strategy, Vol.7, p.3

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

- La difficulté et parfois l'impossibilité d'accès aux données comptables et financières de l'entité pour la raison de confidentialité ;
- Les cours de bourse sont d'une nature très volatile, et peuvent ne pas refléter la valeur réelle des capitaux propres surtout dans le cas d'un événement économique extraordinaire ;
- Cette méthode impose que les comptes des entreprises de l'échantillon doivent être ajustés en utilisant des standards similaires.

IV. TABLEAU RÉCAPITULATIF DES APPROCHES D'ÉVALUATION

Tableau 05 : Récapitulatif des approches d'évaluation

	Approche patrimoniale	Approche dynamique basée sur les flux	Méthode des multiples
Principales Méthodes	<ul style="list-style-type: none"> - Méthode ANC - Méthode ANCC - Méthode du Goodwill 	<p>1. L'évaluation par les flux de dividendes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le modèle d'IRWING FISHER - Le modèle GORDON SHAPIRO - Le modèle de BATES <p>2. L'évaluation par les flux économiques</p> <ul style="list-style-type: none"> - Méthode DCF - Méthode EVA/MVA 	<p>1. Multiples de valeur d'entreprise :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Multiple du CA - Multiple EBIT - Multiple EBITDA <p>2. Multiples de valeur des CP :</p> <ul style="list-style-type: none"> - PER - CAF - Price-To-Book
Principe de base	<ul style="list-style-type: none"> - Méthodes basées sur la valeur des actifs de l'entreprise ; - Utilisent les données historiques et bilanciels 	Basées sur l'actualisation des flux futurs que peut générer une entreprise.	Visé à comparer l'entreprise à plusieurs autres homogènes
Usage	<ul style="list-style-type: none"> - Valoriser une entreprise en difficulté (valeur de liquidation) ; - Valoriser des entreprises ayant un patrimoine important 	<ul style="list-style-type: none"> - Adaptée aux grandes entreprises ; - Ayant un potentiel de croissance important ; 	L'échantillon composé d'entreprises cotées en bourse
Intérêts	Permet de prendre en compte les éléments incorporels (méthode du Goodwill)	S'intéressent à l'activité de l'entreprise et à son potentiel de croissance future ;	<ul style="list-style-type: none"> - Méthode facile à utiliser ; - Ne nécessite pas beaucoup de données ; - Permet la comparaison avec d'autres entreprises ;

CHAPITRE 2 : LES DIFFÉRENTES APPROCHES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Limites	<ul style="list-style-type: none">- Méthodes basées sur les données historiques ;- Ne tiennent pas compte du potentiel de croissance de l'entreprise ;- Non adaptées aux entreprises peu industrialisées.	<ul style="list-style-type: none">- Incertitude des prévisions ;- Difficulté d'estimation des paramètres d'évaluation ;	<ul style="list-style-type: none">- Difficulté de constituer un échantillon homogène ;- Grande volatilité des cours de bourse
----------------	---	--	--

CONCLUSION

Une multitude de méthodes d'évaluation existe, ces méthodes sont basées sur des hypothèses théoriques spécifiques, chacune d'entre elles présente des avantages et des limites et aucune ne peut être meilleure que l'autre, par contre, une méthode peut être plus adaptée qu'une autre tout dépend de l'activité de l'entreprise à évaluer, de sa taille, de sa croissance, et de l'objectif de l'évaluation elle-même.

En effet, l'utilisation de plusieurs méthodes de valorisation d'une entreprise permet de déterminer une fourchette de valeurs visant à minimiser la possibilité d'erreur que si on utilise une seule méthode. A cette étape apparaît la difficulté du choix des méthodes à appliquer et de l'estimation de ses paramètres.

Cependant, il est à noter que la fourchette de valeurs fournies par le biais de l'application des différentes approches n'est guère définitive, car au moment de la transaction, des négociations entre le vendeur et l'acquéreur auront lieu et peuvent modifier la valeur prédéterminée.

CHAPITRE III
ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ
D'ASSURANCE DE PERSONNES

INTRODUCTION

L'une des principales activités du Fonds National d'Investissement la prise de participation dans le capital des entreprises pour création ou extension, afin de contribuer au financement du développement de l'économie du pays. Parmi ces entreprises, une compagnie d'assurance de personnes créée en 2010 et entrée en activité en 2011, le FNI détient 30% des actions de son capital.

Dans ce dernier chapitre, nous tenterons d'étudier et d'évaluer cette compagnie dans le cadre de la possibilité de désinvestissement du FNI après cette période, tout en mettant en application les aspects théoriques abordés dans les deux chapitres précédents.

Pour ce faire, nous avons divisé ce chapitre en trois sections :

- La première sera consacrée à la présentation de la compagnie d'assurance objet d'évaluation, en faisant le point sur un aperçu général du secteur des assurances en Algérie ;
- La deuxième section s'intéressera au diagnostic stratégique et économique de cette compagnie et de son environnement ainsi qu'aux hypothèses liées à l'évaluation ;
- La troisième section abordera l'évaluation de la compagnie d'assurance selon les différentes méthodes d'évaluation : la méthode patrimoniale, la méthode d'actualisation des flux économiques, et la méthode des comparables. A la fin de cette section, nous allons déterminer la plus ou moins-value dégagée par la sortie du capital ainsi que la rentabilité de ce projet durant la période d'investissement.

SECTION 1 : PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE

La compagnie d'assurance objet de l'évaluation pratique les assurances de personnes, elle est une filiale d'une grande compagnie publique algérienne d'assurances spécialisée dans les assurances de transport et les risques industriels.

I. CADRE JURIDIQUE

La création de la société d'assurance de personnes obéit à la loi 06/04 du 20 février 2006 qui modifie et complète l'ordonnance 95/07 du 25 janvier 1995 relative aux assurances, qui instaure la séparation des assurances de dommages des assurances de personnes. Cette loi a entraîné la modification du statut de la compagnie mère en 'compagnie d'assurance dommages toutes branches' conformément à l'arrêté ministériel du 14 juillet 2011.

A l'instar des autres compagnies d'assurances activant en Algérie, la compagnie mère a décidé en 2007 de créer une société spécialisée dans les assurances de personnes en vue de prendre en charge le portefeuille clients existant et de le développer, et ce en mettant en place un partenariat avec une société espagnole, cependant le projet a été abandonné en 2009 à cause de certaines difficultés rencontrées.

En 2010, la nouvelle société d'assurances de personnes, une Société Par Actions (SPA) a été créée en associant le Fonds National d'Investissement (FNI) et la Banque Extérieure d'Algérie (BEA) avec un capital social de 1.000.000.000 DZD entièrement libéré en numéraire. Les prises de participation sont respectivement de 30% et 15% pour le FNI et la BEA, et la compagnie mère avec 55% du capital comme actionnaire majoritaire.

II. SES PRODUITS D'ASSURANCE

La société d'assurance de personnes offre une large gamme de produits d'assurance depuis sa création, destinés aux particuliers et aux entreprises.

1. Pour les particuliers

La société d'assurance de personnes propose pour ses clients particuliers les produits suivants :

1.1. Assurance accidents corporels

«Les assurances contre les accidents corporels ont pour objet de garantir à l'assuré ou au bénéficiaire, en cas de survenance d'un événement accidentel défini au contrat, le paiement d'une indemnité servie sous forme de capital ou de rente.»¹

Ce contrat d'assurance garantit le remboursement des frais dépensés en cas d'accident, le versement d'indemnités en cas d'incapacité de travail ou d'invalidité (handicap durable), ou encore le versement d'un capital ou d'une rente en cas de décès par accident ou d'infirmité permanente.

1.2. Assurance voyage et assistance

Le contrat « d'assurance voyage et assistance » est un contrat d'assurance limitée dans le temps, il garantit la prise en charge de l'assuré, en cas d'accidents corporel ou maladie survenus en cours de voyages privés ou d'affaires, ainsi que la prise en charge des prestations d'assistance et de rapatriement.²

1.3. Assurance décès emprunteur

Le contrat d'assurance emprunteur est un contrat qui garantit le remboursement de tout ou partie des échéances de remboursement ou du capital restant dû d'un crédit en cas de survenance de certains événements à l'assuré, le plus souvent le décès.

1.4. Assurance retraite complémentaire

Le contrat «retraite complémentaire» est un contrat d'assurance de personnes dite de «capitalisation³». Il permet à toute personne âgée de moins de 60 ans quel que soit son statut, de bénéficier à partir de 60 ans, d'une pension « retraite complémentaire », en plus de sa retraite de base servie par la sécurité sociale. Cette assurance, peut être souscrite à titre individuel ou collectif par adhésion à un groupe (entreprises souscrivant des assurances au profit de leurs salariés).

2. Pour les entreprises

¹ ORDONNANCE N° 95-07 DU 23 CHAABANE 1415 CORRESPONDANT AU 25 JANVIER 1995, article 67

² www.cna.dz, consulté le 12/10/2020 à 15h00

³ La capitalisation est une opération d'épargne par laquelle l'assureur s'oblige à verser à l'assuré ou au bénéficiaire désigné, une somme déterminée, sous forme de capital ou de rente, au terme prévu au contrat en contrepartie du versement d'une prime d'assurance selon les échéances convenues au contrat.

Les mêmes produits d'assurance offerts aux particuliers sont proposés également aux entreprises, en plus du produit de **l'assurance prévoyance groupe**.

« Le contrat d'assurance de groupe est souscrit par une personne morale ou un chef d'entreprise en vue de l'adhésion d'un ensemble de personnes répondant aux conditions définies au contrat pour la couverture d'un ou de plusieurs risques relatifs aux assurances de personnes ». ¹

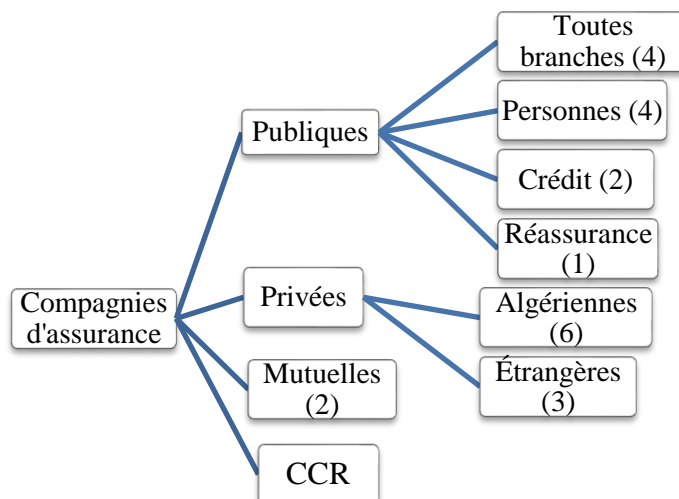
Souscrit par l'employeur, le contrat d'assurance prévoyance groupe vient compléter les prestations servies par les régimes obligatoires, il permet aux salariés de bénéficier de la couverture des risques de décès, d'invalidité et d'incapacité à un coût avantageux.

III. APERÇU GENERAL SUR LE SECTEUR ALGERIEN DES ASSURANCES

1. Organisation du système algérien des assurances

Le secteur algérien des assurances a connu de multiples changements au cours de son histoire, et il a été marqué par l'obligation de la séparation entre l'activité d'assurance de dommages et de personnes, imposée par la loi 06/04 du 20 février 2006, ce qui a fait que ce système soit organisé actuellement comme suit :

Figure 01 : Organisation du système algérien des assurances



Source : revue de l'assurance, CNA

¹ ORDONNANCE N° 95-07 DU 23 CHAABANE 1415 CORRESPONDANT AU 25 JANVIER 1995 RELATIVE AUX ASSURANCES ET SES TEXTES D'APPLICATION, article 62 (modifié par l'art. 12 L 06-04).

2. Évolution de l'activité du secteur algérien des assurances (2014-2019)

Dans le but d'anticiper l'évolution de l'activité du secteur des assurances pour les prochaines années, nous avons jugé nécessaire d'analyser son historique récent entre 2014 et 2019. Le tableau ci-dessous montre l'évolution du chiffre d'affaire du secteur durant cette période :

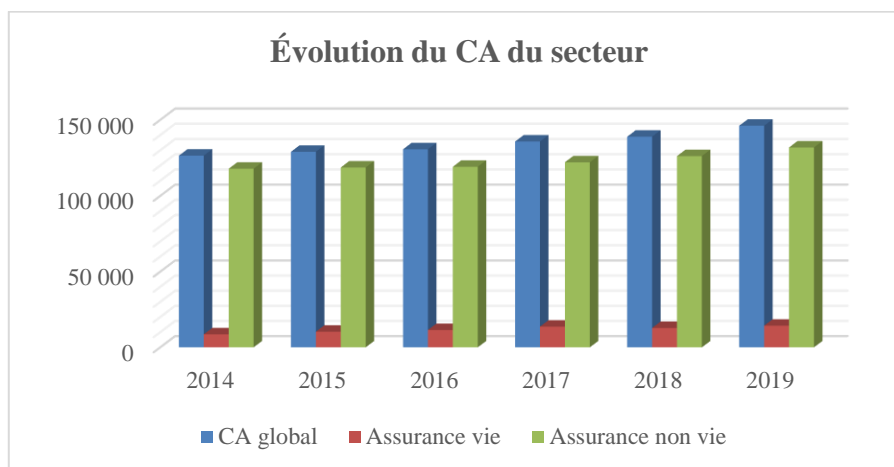
Tableau 06 : Évolution du Chiffre d'affaire du secteur (2014-2019)

Unité : millions de DZD

Branches	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CA global	126 508	129 043	130 653	135 760	138 958	146 179
Évolution		2,00%	1,25%	3,91%	2,36%	5,20%
Assurance vie	8 600	10 320	11 461	13 649	12 789	14 330
Évolution		20,00%	11,06%	19,09%	-6,30%	12,05%
Assurance non vie	117 908	118 723	119 192	122 111	126 169	131 849
Évolution		0,69%	0,40%	2,45%	3,32%	4,50%

Source : notes de conjoncture du marché des assurances, CNA, (2014-2019)

Figure 02 : Évolution du Chiffre d'affaire du secteur (2014-2019)



Source : élaboré par nos soins

Le secteur algérien des assurances a connu une évolution continue de son chiffre d'affaire durant la période 2014-2019. La branche assurance non vie constitue la part la plus importante de la contribution au chiffre d'affaire global, soit une contribution de 90.2%. Cette dernière a enregistré en 2019 une hausse de 4.5% de son chiffre d'affaire par rapport à 2018, en revanche, la branche vie a connu une hausse de 12.05% mais elle ne contribue qu'à hauteur de 09.8% au chiffre d'affaire global.

SECTION 2 : DIAGNOSTIC DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE

Malgré la multitude des méthodes d'évaluation et de leur application, certaines étapes préalables sont jugées incontournables avant d'entamer l'évaluation.

Dans cette section, nous allons mettre le point sur ces rubriques cruciales, en commençant par le diagnostic interne, passant ensuite au diagnostic externe, et finissant par la fixation des hypothèses relatives au business plan et des paramètres d'évaluation.

I. LE DIAGNOSTIC INTERNE DE LA COMPAGNIE D'ASSURANCE

Cette phase permet d'apprécier le fonctionnement interne de la compagnie, en analysant ses différentes fonctions afin de dégager ses points forts et ses points faibles. Le diagnostic interne se base essentiellement sur l'appréciation de la fonction humaine, commerciale, et financière.

1. Le diagnostic de la Ressource Humaine

Notre compagnie d'assurance possède un atout important : le personnel de la compagnie mère qui est doté d'une longue expérience dans la pratique et la gestion des assurances de personne, vu que les deux activités assurance vie et non vie ont été pratiquées dans la compagnie mère.

Le personnel de la compagnie d'assurance bénéficie continuellement de formations internes et externes, ayant pour but de développer leurs connaissances, d'améliorer leur performance, et de suivre le rythme du développement du secteur.

La gestion des ressources humaines constitue un atout est un centre d'intérêt pour notre compagnie d'assurance, qui va contribuer à l'évolution et à l'amélioration des pratiques futures de cette compagnie.

2. Le diagnostic commercial

L'image de marque de la compagnie mère, a constitué un autre atout pour notre compagnie d'assurance objet d'évaluation, qui lui a permis de se doter d'une part de marché et de se positionner durablement.

Depuis sa création en 2010, le marché algérien des assurances a connu une amélioration continue des services, des produits (voir section 1) et du réseau de distribution de cette compagnie.

Le réseau de distribution compte aujourd'hui 15 agences directes, 33 Agents Généraux d'Assurance, et 104 agences de la compagnie mère¹.

Dans la perspective de développer l'activité de la bancassurance en Algérie, qui présente des atouts tant pour les banques qui vont améliorer leur rentabilité, que pour les compagnies d'assurance qui bénéficieront du portefeuille clientèle des banques. A cet effet, la participation de la BEA dans le capital de la compagnie d'assurance facilitera le développement du réseau bancaire.

Ceci va contribuer à l'augmentation des souscriptions aux contrats d'assurance vie, et donc du chiffre d'affaire de la compagnie d'assurance dans les années à venir.

3. Le diagnostic financier

L'analyse des états financier de 2019 de la compagnie d'assurance et de différents ratios financiers reflètent une image sur sa santé financière :

- Le résultat d'exploitation est positif sur les trois dernières années, qui est dû aux produits d'exploitation qui sont supérieures aux charges d'exploitation ;
- Le BFR de la compagnie est de **-17 092 314 DZD**, ce qui montre l'existence d'une ressource de financement, la compagnie est capable d'honorer ses engagements à court terme ;
- Le ratio de liquidité générale (Actif circulant / dettes à court terme) est égal à **2,9**. Il est supérieur à 1, ce qui signifie que l'entreprise est solvable et que son actif circulant permet de couvrir ses dettes à court terme ;
- Le rendement des capitaux propres (RN / Capitaux Propres) ou Return On Equity (ROE) est égal à 09% (positif), ce qui veut dire que l'investissement initial a permis de créer de richesse. Ce taux est également supérieur au taux de rendement sans risque, ce qui signifie que les investisseurs auront intérêt à investir dans les titres de la compagnie.

Ces principaux indicateurs permettent de dire que la compagnie d'assurance est financièrement saine. Le contrôle et l'amélioration des ces indicateurs permet de maintenir voire d'améliorer sa situation financière.

¹ [site officiel de la compagnie](#) , consulté le 15/11/2020 à 15h00

II. LE DIAGNOSTIC EXTERNE DE LA COMPAGNIE D'ASSURANCE

Le diagnostic externe vise à synthétiser la situation générale de la compagnie par rapport à son environnement, il porte sur l'analyse des facteurs clés de succès lui permettant de perdurer. A cet effet, deux principaux outils vont être utilisés: les 5 forces de Porter et la matrice SWOT.

1. Les 5 force de Porter

L'outil des 5 forces de Porter porte essentiellement sur l'analyse des composantes de l'environnement de la compagnie d'assurance : concurrents directs et indirects, clients, fournisseurs, et le pouvoir de l'État.

1.1. L'intensité concurrentielle du secteur

Le secteur algérien des assurances est composé de 23 compagnies d'assurances publiques et privées, il est dominé par les compagnies publiques qui sont à l'ordre de quatre.

Notre compagnie d'assurance est une compagnie publique, elle détient 24% de part de marché¹ des assurances de personnes, c'est-à-dire presque le quart, par rapport à huit compagnies d'assurance de personnes opérant sur le marché algérien.

De ce fait, et par rapport à cette rubrique, notre compagnie fait face un risque moyen que nous allons noter 3, sur une échelle de 1 à 5 allant du moindre risque au risque le plus élevé.

1.2. Les entrants potentiels

Le secteur des assurances en Algérie est régit par l'Ordonnance n° 95-07 du 25 janvier 1995 relative aux assurances et ses textes d'application. Dans son Décret exécutif n° 96-267 du 3 août 1996, fixant les conditions et modalités d'octroi d'agrément de sociétés d'assurance et/ou de réassurance, (J.O. n° 47 du 7 août 1996) modifié et complété par le décret exécutif n° 07-152 du 22 mai 2007. (J.O. n° 35 du 23 mai 2007), sont fixées les conditions que les investisseurs souhaitant créer une nouvelle compagnie d'assurance et mettre le pied sur le marché doivent respecter, ce qui leur met face à une lourde barrière à l'entrée.

Par ailleurs, la réglementation en termes de bases techniques des tarifs des contrats d'assurance, des exigences des fonds propres est très stricte.

¹ Note de conjoncture 2019, éditée par le CNA.

En outre, la difficulté de construire une image de marque par les entrants potentiels constitue une autre barrière pour ce secteur, du moment que les compagnies d'assurance existantes ont déjà construit leur image de marque et fidélisé leur clientèle.

En conséquence, le risque des entrants potentiels est faible pour ce secteur d'activité (noté2).

1.3. Les offres de substitution

Les produits d'assurance ne sont pas substituables, d'où, cet élément présente un risque faible pour notre compagnie (noté 1).

1.4. Le pouvoir de négociation des assurés

Le besoin en assurance est un besoin essentiel et permanent, qui évolue avec l'évolution de la population et de l'économie nationale.

La population algérienne est en évolution continue, elle est passée à 43 millions d'habitants en 2019, ainsi, le taux de participation à la force de travail a connu également une hausse en 2019 et il a atteint 42.2%, ce qui rend la demande forte et en évolution continue.

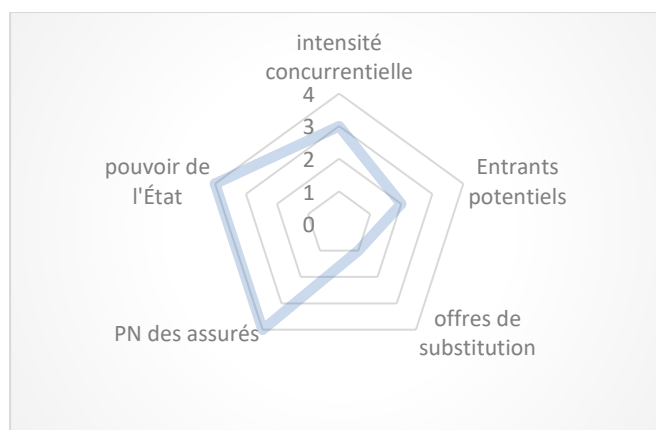
En outre, l'existence d'un grand nombre de clients et de concurrents rend importante la force de négociation des assurés, ce qui nous emmène à évaluer ce risque comme étant élevé (noté 4).

1.5. Le pouvoir de l'État

La réglementation du secteur des assurances est très stricte, en matière de pénétration du marché, de tarification des contrats d'assurance, ...etc. cet élément rend le risque de ce secteur élevé (noté 4).

Le schéma suivant résume l'importance des 5 forces de Porter de l'environnement de notre compagnie d'assurance :

Figure 03 : Les 5 forces de Porter



Source : élaboré par nos soins

Le schéma des 5 forces de Porter représente le niveau du risque relatif à l’environnement de la compagnie d’assurance, plus il est étroit plus le risque est faible et le marché est porteur. Dans notre cas, le schéma montre que le marché est moyennement risqué.

2. La matrice SWOT

La matrice SWOT permet de résumer la situation interne et externe de la compagnie d’assurance sous forme de forces, faiblesses, opportunités et menaces, elles sont présentées dans la matrice ci-dessous :

Forces (Strengths)	Faiblesses (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> - La Ressource Humaine expérimentée ; - Portefeuille client de la compagnie mère avant la séparation des activités ; - Portefeuille produit assez diversifié ; 	<ul style="list-style-type: none"> - Difficultés de s’adapter aux évolutions technologiques du marché ; - Exigence d’une meilleure qualité des services par les assurés ; - Evolution des besoins des assurés ;
Opportunités (Opportunities)	Menaces (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> - Évolution continue de la population active ; - Culture des assurances qui commence à être adoptée par la population algérienne ; - Le grand potentiel de croissance que connaît le secteur des assurances ; 	<ul style="list-style-type: none"> - Règlementation stricte du secteur ; - Existence d’une rude concurrence ; - La dépendance totale de la situation économique nationale et internationale ;

III. HYPOTHESES ET PREVISIONS NECESSAIRES À L'ÉVALUATION

Dans le contexte de la pandémie COVID-19, le marché des assurances n'a pas échappé aux conséquences négatives de cette crise sanitaire, il a été affecté à l'instar des autres secteurs d'activité nationaux et internationaux. Nous allons essayer dans cette partie d'explicitier l'impact de la pandémie sur le marché des assurances de personnes en général et sur la compagnie d'assurance objet de l'évaluation, et de prévoir ses évolutions dans le futur.

1. Prévisions relatives au chiffre d'affaire

À la fin du premier semestre de l'année 2020, le marché des assurances algérien a enregistré une baisse d'activité de 12,5% par rapport à la même période de 2019, soit un CA global de 71 milliards de DZD contre 81,2 milliards de DZD en 2019.

La branche assurance de personnes a enregistré la part la plus importante de cette baisse, estimée à 11,7% par rapport au premier semestre de 2019. Cette diminution a été principalement engendrée par le recul considérable du chiffre d'affaire de la branche assistance voyage de 56,3% suite à la fermeture des frontières entre les pays et l'arrêt de délivrance des visas. En plus de la chute du chiffre d'affaire de la branche vie-décès de 13,1%, due à l'arrêt des souscriptions à la garantie assurance groupe des emprunteurs suite au ralentissement de l'activité de crédit liée à la limitation de l'activité bancaire.¹

Ces baisses ont été également enregistrées par notre compagnie durant le premier semestre 2020, en effet, l'assistance voyage a connu une chute de 80% par rapport à 2019, en plus de la baisse des souscriptions à l'assurance vie-décès.²

À partir de ces données, et suite à la reprise graduelle des activités économiques du pays, nous estimons que les souscriptions aux contrats d'assurances liés aux crédits bancaires vont légèrement augmenter à la fin du deuxième semestre de 2020, cette légère diminution est due à la dégradation du niveau de vie des citoyens pendant la pandémie. Par conséquent, la baisse annuelle de la branche vie-décès sera plus faible que celle du premier semestre.

D'un autre côté, la branche assistance voyage va garder le même niveau d'activité par rapport au premier semestre de 2020, si les frontières sont toujours fermées (une baisse de 80% par rapport à 2019).

¹ Note de conjoncture du premier semestre 2020, éditée par le CNA, p.21

² Entretien avec le PDG de la CAAT, revue de l'assurance n.29, éditée par le CNA, avril à juin 2020, p.31

CHAPITRE 3 : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE DE PERSONNES

Par conséquent, nous pouvons estimer l'évolution du chiffre d'affaire de notre compagnie à la fin de l'année 2020 par rapport à 2019, qui pourrait enregistrer une baisse de 20%.

Supposons qu'en 2021 le pays reprendrait son activité économique, et que les frontières vont être ouvertes, le CA de la compagnie pourrait connaître une hausse estimée à 20%.

Ensuite, nous allons supposer que le CA va continuer son augmentation entre 2022 et 2025 avec un taux constant de 25%.

Le tableau suivant représente l'évolution du CA entre 2020 et 2025 :

Tableau 07 : Évolution du chiffre d'affaire (2020-2025)

Unité : DZD

Année	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CA	6 949 829	8 337 795	1 041 809 743	1 302 262 179	1 627 827 724	2 034 784 655

2. Prévisions relatives au BFR

Selon l'entretien avec le PDG de la compagnie en question, les impayés relatifs aux contrats d'assurances ont connu une hausse de 06% durant le premier semestre de 2020 suite au décalage entre l'enregistrement et la signature des contrats d'assurance à cause du confinement.

Nous supposons qu'à la fin de l'année 2020, ce pourcentage sera plus faible grâce au déconfinement partiel ou total de certaines Wilayas, soit une augmentation des créances de 04%. La hausse des créances sera suivie par une augmentation des comptes des assurés et intermédiaires créditeurs estimée à 03%.

À partir de l'année 2021, la situation économique et sanitaire du pays est supposée être meilleure, de ce fait, nous allons poser l'hypothèse que les créances clients vont commencer à diminuer à un taux de 03% à la fin de cette année, et de 05% en 2022, 2023 et 2024 et une baisse de 06% en 2025.

Quant aux comptes des assurés et intermédiaires créditeurs, nous allons poser l'hypothèse qu'ils connaîtraient une diminution de 02% en 2021, de 04% en 2022, 2023 et 2024 et une baisse de 05% en 2025.

Le tableau suivant résume les prévisions relatives aux comptes des assurés créditeurs et débiteurs, et par conséquent celles du BFR :

Tableau 08 : Évolution du BFR (2020-2025)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Créances	426 409 088,56	413 616 815,90	392 935 975,11	373 289 176,35	354 624 717,54	333 347 234,48
Comptes créditeurs	439 914 084,59	431 115 802,90	413 871 170,78	397 316 323,95	381 423 670,99	362 352 487,44
BFR	- 13 504 996,03	- 17 498 987,00	- 20 935 195,67	- 24 027 147,60	- 26 798 953,46	- 29 005 252,96
Variation BFR	3 587 317,97	- 3 993 990,97	- 3 436 208,68	- 3 091 951,92	- 2 771 805,86	- 2 206 299,50

Source : élaboré par nos soins

3. Prévisions relatives aux charges d'exploitation

Les charges d'exploitation de la compagnie d'assurance sont composées des prestations de l'exercice, des services extérieurs, charges de personnel, impôts taxes et versements assimilés, autres charges opérationnelles et des dotations aux amortissements et aux provisions.

3.1. Prestations de l'exercice

Selon les données de la note de conjoncture du premier semestre de 2020, les sinistres à payer de la branche assurance de personnes du secteur ont enregistré une hausse de 03.7% par rapport au premier semestre 2019.

Nous supposons que pendant la période de la pandémie, les sinistres des branches maladies, vie-décès, capitalisation et prévoyance collective vont continuer à augmenter à la fin de l'année 2020, de ce fait, l'augmentation des prestations de l'exercice serait estimée à 04%.

3.2. Services extérieurs

Nous allons supposer que tout au long de la période des prévisions, les charges liées aux services extérieurs représentent 15% du chiffre d'affaire.

3.3. Charges de personnel

CHAPITRE 3 : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE DE PERSONNES

Quant aux charges de personnel, nous allons supposer qu'elles ont connu une diminution de 20% en 2020 suite à la minimisation des employés pendant le confinement qui ne vont pas recevoir la totalité de leur salaire.

Par la suite, une augmentation de 25% des charges de personnel en 2021, expliquée par la reprise de l'activité normale de l'entreprise.

Entre 2022 et 2025, une hausse annuelle des charges de personnel de 05% serait enregistrées, suite à l'augmentation des salaires, primes et aux nouveaux recrutements.

3.4. Impôts, taxes et versements assimilés

Cette rubrique va connaître une hausse de 10% annuellement.

3.5. Dotations aux amortissements et aux provisions

La compagnie d'assurance utilise l'amortissement linéaire comme méthode de calcul de la dépréciation de valeur des immobilisations et des créances. L'amortissement des créances consiste à annuler tout ou partie d'une créance des comptes de la compagnie en raison de la défaillance du débiteur. Un taux de 05% des créances sera amorti annuellement.

Les amortissements sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 09 : Prévisions des amortissement (2020-2025)

DAM	Montant	taux	2020	2021	2022	2023	2024	2025
bâtiments	517 995 650	5%	25 899 782,50	25 899 782,50	25 899 782,50	25 899 782,50	25 899 782,50	25 899 782,50
autres imm.corp	62 776 592	20%	12 555 318,40	12 555 318,40	12 555 318,40	12 555 318,40	0	0
Amort créances			25 423 637,20	24 660 928,08	23 427 881,68	22 256 487,60	21 143 663,22	19 875 043,42
total			63 878 738,10	63 116 028,98	61 882 982,58	60 711 588,50	47 043 445,72	45 774 825,92

Source : élaboré par nos soins

Enfin, l'évolution des charges d'exploitation entre 2020 et 2025 est représentée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 10 : Évolution des charges d'exploitation entre 2020 et 2025

Année	2020	2021	2022	2023	2024	2025
prestations de l'exercice	535 718 820,22	557 147 573,03	579 433 475,95	602 610 814,99	626 715 247,59	651 783 857,49
services extérieurs	104 180 974,32	125 017 169,18	156 271 461,48	195 339 326,85	244 174 158,56	305 217 698,20
charges de personnel	176 625 542,40	220 781 928,00	231 821 024,40	243 412 075,62	255 582 679,40	268 361 813,37
impôts, taxes et versements assimilés	26 059 464,20	28 665 410,62	31 531 951,68	34 685 146,85	38 153 661,54	41 969 027,69
autres charges opérationnelles	5 517 749,70	4 965 974,73	4 469 377,26	4 022 439,53	3 620 195,58	3 258 176,02
DAM et aux provisions	63 878 738,10	63 116 028,98	61 882 982,58	60 711 588,50	47 043 445,72	45 774 825,92
Total	911 981 288,94	999 694 084,55	1 065 410 273,35	1 140 781 392,33	1 215 289 388,38	1 316 365 398,70

Source : élaboré par nos soins

4. Calcul et prévisions relatifs à l'EBE, l'EBIT et au NOPAT

L'EBE représente la différence entre le chiffre d'affaire et les charges d'exploitation hors dotations aux amortissements, ensuite, en enlevant ces derniers, nous obtiendront l'EBIT (Earning Before Interests and Taxes).

Le NOPAT ou (Net Operating Profit After Tax), représente le résultat d'exploitation après déduction de l'impôt.

Le tableau suivant représente l'évolution de l'EBE, l'EBIT et du NOPAT entre 2020 et 2025 :

Tableau 11 : Évolution de l'EBE, l'EBIT et du NOPAT entre 2020 et 2025

| CHAPITRE 3 : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE DE PERSONNES

ANNEE	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires	694 539 828,80	833 447 794,56	1 041 809 743,20	1 302 262 179,00	1 627 827 723,75	2 034 784 654,69
prestations de l'exercice	535 718 820,22	557 147 573,03	579 433 475,95	602 610 814,99	626 715 247,59	651 783 857,49
services extérieurs	104 180 974,32	125 017 169,18	156 271 461,48	195 339 326,85	244 174 158,56	305 217 698,20
charges de personnel	176 625 542,40	220 781 928,00	231 821 024,40	243 412 075,62	255 582 679,40	268 361 813,37
impôts, taxes et versements assimilés	26 059 464,20	28 665 410,62	31 531 951,68	34 685 146,85	38 153 661,54	41 969 027,69
autres charges opérationnelles	5 517 749,70	4 965 974,73	4 469 377,26	4 022 439,53	3 620 195,58	3 258 176,02
EBE	- 153 562 722,04	- 103 130 261,00	38 282 452,43	222 192 375,16	459 581 781,09	764 194 081,92
DAT	63 878 738,10	63 116 028,98	61 882 982,58	60 711 588,50	47 043 445,72	45 774 825,92
EBIT	- 217 441 460,14	- 166 246 289,99	- 23 600 530,15	161 480 786,67	412 538 335,37	718 419 255,99
Impôt	0	0	0	41 985 004,53	107 259 967,20	186 789 006,56
NOPAT	- 217 441 460,14	- 166 246 289,99	- 23 600 530,15	119 495 782,13	305 278 368,17	531 630 249,43

Source : élaboré par nos soins

5. Prévisions relatives au résultat net

En supposant que le taux de l'impôt sur les bénéfices est égal à 26% pendant toute la période de prévision, et que le résultat financier représente 17% du CA en 2020, qui va augmenter de 01% annuellement ; les prévisions relatives au résultat net de la compagnie sont représentées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 12 : Prévisions relatives au résultat net entre 2020 et 2025

ANNEE	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	- 217 441 460,14	- 166 246 289,99	- 23 600 530,15	161 480 786,67	412 538 335,37	718 419 255,99
Résultat financier	118 071 770,90	150 020 603,02	197 943 851,21	260 452 435,80	341 843 821,99	447 652 624,03
RAI	- 99 369 689,24	- 16 225 686,96	174 343 321,06	421 933 222,47	754 382 157,36	1 166 071 880,02
Impôt	0	0	45 329 263,48	109 702 637,84	196 139 360,91	303 178 688,81
Résultat net	- 99 369 689,24	- 16 225 686,96	129 014 057,59	312 230 584,63	558 242 796,45	862 893 191,22

Source : élaboré par nos soins

6. Calcul du coût du capital WACC

Le coût du capital (WACC) est composé du coût des capitaux propres (K_e) et du coût de la dette (K_d) :

6.1. Coût des capitaux propres K_e

À partir des données disponibles, nous allons calculer le coût des capitaux propres de la compagnie selon la méthode MEDAF qui se base sur le calcul du taux de rentabilité exigé par les actionnaires, majoré par une prime de risque. Il faudra donc déterminer la valeur de ses composantes : le taux de rendement sans risque (R_f), la prime de risque ($R_m - R_f$) et le Béta sectoriel endetté.

6.1.1. Le taux de rendement sans risque (R_f)

Le rendement sans risque du marché correspond parfaitement au rendement des obligations émises par l'État sur le long terme.

Selon les données du marché des OAT (Obligations Assimilables du Trésor) algérien, le taux de rendement des OAT émises le 22/04/2020 d'une échéance de 15 ans est de **06.5%**.¹

6.1.2. La prime de risque ($R_m - R_f$)

La prime de risque n'est que la différence entre le rendement du marché et le rendement sans risque. Le rendement du marché étant égal à 13%, la prime de risque est égale à :

$$R_m - R_f = 13\% - 06.5\% = \mathbf{06.5\%}$$

6.1.3. Estimation du Béta

Afin d'estimer le béta de notre compagnie d'assurance qui n'est pas cotée, nous avons sélectionné un échantillon de trois entreprises avec leurs béta endettés et désendettés, nous avons ensuite fait la moyenne des béta désendettés pour obtenir le béta désendetté du secteur.

Les résultats des calculs sont présentés dans le tableau suivant :

¹ www.sgbv.dz, marché OAT, consulté le 02/11/2020 à 19h00

Tableau 13 : Estimation du Béta

Entreprise	Béta endetté ¹	Béta désendetté ¹
Assurance AMI	1,22	1,16
SAHAM assurance	0,68	0,59
Label' Vie	0,65	0,54
Béta sectoriel désendetté		0,7633
L		0.3113
T		26%
Béta endetté		0,9392

Sachant que le $\beta_{\text{endetté}} = \beta_{\text{désendetté}} * (1 + (1-T) * L)$, et que le **L** représente le GEARING de la compagnie d'assurance qui est égal au rapport entre les DFN et les Capitaux Propres.

La décomposition de l'actif économique de notre compagnie a donné les résultats suivants :

Immobilisations	Capitaux Propres
646 784 926	480 202 500
BFR	DFN
- 17 092 314	149 490 112

Source : élaboré par nos soins à partir du bilan du 31/12/2019

Ce qui nous a permis de calculer la valeur du rapport DFN / CP qui est égal à :

$$149\,490\,112,00 / 480\,202\,500,00 = 0.3113.$$

Calculons maintenant le coût des capitaux propres : $K_e = R_f + \text{Béta} * (R_m - R_f)$

L	0,311306401
Kd	8,045%
IS	26%
Rf	6,50%
Rm	13%
Beta	0,9392

$$\Rightarrow K_e = 12,605 \%$$

¹ <https://www.infrontanalytics.com>, consulté le 04/11/2020 à 11h00

6.2. Coût de la dette K_d

Le coût de la dette est égal aux charges liées à la dette, divisées par les dettes financières nettes, et donc : $K_d = 8,045\%$

D'où, le $WACC = K_e * (E/E+D) + K_d * (1-T) * (D/E+D) \rightarrow WACC = 11.026 \%$

Le diagnostic stratégique et économique préalable à l'évaluation ayant pour objectif l'examen du fonctionnement de la compagnie nous a permis de donner un avis et d'apprécier ses réalités en plus des données comptables, et aussi d'avoir une idée sur son avenir.

Un autre élément primordial à l'évaluation a été abordé dans cette section, le business plan, qui nous a permis de quantifier l'avenir de la compagnie d'assurance à évaluer en se basant sur les hypothèses retenues.

Dans cette partie du travail, nous avons également mis le point sur les paramètres nécessaires à l'évaluation, jouant un rôle important dans l'obtention du résultat final, notamment, le Béta et le taux d'actualisation (WACC).

SECTION 3 : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE

Comme on a déjà vu dans le deuxième chapitre, la valorisation d'entreprises se fait dans le cadre de différentes opérations d'acquisition, de fusion, d'une introduction en bourse...etc.

Le cas de notre étude s'intéresse à une compagnie d'assurance, dans le capital de laquelle, le FNI détient 30% d'actions depuis sa création en 2010, et nous allons la valoriser dans le but de mesurer la plus ou moins-value qui va être dégagée dans le cas où le Fonds déciderait de sortir du capital.

Dans la limite des données disponibles, nous allons essayer d'évaluer cette compagnie d'assurance en utilisant les méthodes : patrimoniale, DCF, EVA/MVA, ainsi que la méthode des comparables.

I. ÉVALUATION PAR LA METHODE PATRIMONIALE ET DU GOODWILL

L'évaluation par l'approche patrimoniale se base sur la valeur de ce que possède la compagnie au niveau de son actif, nette des dettes. Trois méthodes seront utilisées pour l'évaluation patrimoniale de la compagnie d'assurance, à savoir, la méthode de l'Actif Net Comptable, la méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé, et la méthode du GOODWILL.

1. La méthode de l'Actif Net Comptable

Cette méthode se base sur les données bilancielle de la compagnie d'assurance, afin de valoriser réellement ce que possède la compagnie au niveau de son actif net des dettes.

1.1. Valeur de l'actif

En se basant sur les données du bilan de la compagnie d'assurance du 31/12/2019, nous avons pu déterminer la valeur de l'actif comme le montre le tableau suivant :

Tableau 14 : Valeur de l'actif comptable

Libellé	2019
Écart Goodwill	232 000 000
Immobilisations incorporelles	362 636
Immobilisations corporelles	611 372 242

Terrain	30 600 000
Bâtiments	517 995 650
Autres immobilisations Corporelles	62 776 592
Immobilisations en cours	32 788 059
Immobilisations financières	3 800 449 249
Autres titres immobilisés	3 772 040 516
Prêts et autres actifs financiers NC	2 261 989
Impôts différés actif	26 146 744
Total Actif Non Courant	4 444 972 186
Provisions techniques	688 441 388
Créances	775 836 273
Assurés et intermédiaires débiteurs	410 008 739
Autres débiteurs	261 926 535
Impôts et assimilés	103 900 999
Disponibilités	392 482 970
Placements	310 000 000
Trésorerie	82 482 970
Total Actif Courant	1 856 760 631
Total Actif	6 533 732 817

Source : bilan 31/12/2019

La valeur totale de l'actif s'élève donc à **6 533 732 817 DZD**.

1.2. Valeur de l'ANC

Afin d'avoir la valeur de l'actif net comptable, il suffit de déduire le montant des dettes. Le tableau suivant présente les résultats :

Tableau 15 : Valeur de l'Actif Net Comptable

Libellé	2019
Total Actif	6 533 732 817
Dettes	4 446 424 196
Valeur ANC	2 087 308 621

Source : bilan 31/12/2019

Après avoir déduit la valeur des dettes, la valeur de la compagnie d'assurance selon cette méthode s'élève à **2 087 308 621 DZD**, et la valeur de l'action est égale à **208 730,86 DZD**.

2. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé

Afin de pouvoir valoriser la compagnie d'assurance en utilisant cette méthode, il faut procéder à la réévaluation des éléments du bilan, dont la valeur peut être impactée par certains facteurs économiques et changée d'une année à une autre.

2.1. Réévaluation des immobilisations

Dans le tableau suivant, nous avons essayé de réévaluer quelques éléments du bilan, dont la variation de valeur aura un impact important sur la valeur globale :

Tableau 16 : Réévaluation des immobilisations

Actifs réévalués	Valeur comptable	Taux	Valeur réelle
Terrain	30 600 000	3,00%	31 518 000
Bâtiments	517 995 650	3%	533 535 520
Autres immobilisations Corporelles	62 776 592	3%	64 659 890
Total	611 372 242		629 713 409
Écart	18 341 167		

Source : Bilan de la compagnie du 31/12/2019

2.2. Valeur globale de la compagnie

La valeur globale de la compagnie en appliquant la méthode de l'ANCC est égale à la différence entre la valeur réelle de l'actif et les dettes, comme présenté dans le tableau suivant :

Tableau 17 : La valeur de la compagnie selon la méthode ANCC

Libellé	2019
Ecart Goodwill	232 000 000
Immobilisations Incorporelles	362 636
Immobilisations Corporelles	629 713 409
Terrain	31 518 000
Bâtiments	533 535 520
Autres immob. Corp.	64 659 890

Immob. En cours	32 788 059
Immob. Financières	3 800 449 249
Total Actif Non Courant	4 695 313 353
Provisions techniques	688 441 388
Créances	775 836 273
Disponibilités	392 482 970
Placements	310 000 000
Trésorerie	82 482 970
Total Actif Courant	1 856 760 631
Total Actif	6 552 073 984
Écart de réévaluation	18 341 167
Actif réel corrigé	6 570 415 152
Dettes réelles	4 446 424 196
Valeur ANCC	2 123 990 956
Valeur de l'action	212 399,096

La compagnie d'assurance selon cette méthode vaut **2 123 990 956 DZD**, et comme le nombre d'action est de 10 000 actions, la valeur de l'action s'élève donc à **212 399,096 DZD**.

3. La méthode du GOODWILL

La méthode du GOODWILL vient combler l'insuffisance de la méthode précédente, en faisant intégrer les éléments qui n'ont pas été pris en compte dans cette méthode et qui ont un impact sur la création de valeur future pour la compagnie.

Selon cette méthode, la valeur globale de la compagnie d'assurance sera égale à la valeur de l'Actif Net Comptable Corrigé majorée de la valeur de la rente du Goodwill.

3.1. La méthode de calcul direct de la rente du Goodwill (superprofits)

Cette méthode suppose que la valeur du Goodwill est égale à la somme des superprofits actualisés au coût d'actualisation du Goodwill (K_{GW}), qui correspond au coût des capitaux propres (K_e) majoré d'une prime de risque que nous avons estimé à 0.5%.

Le superprofit est égal à la différence entre le résultat net prévisionnel et la rémunération des capitaux propres ($ANCC * K_e$).

Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'évaluation suivant cette méthode :

Tableau 18 : La valorisation par la méthode de calcul direct de la rente du Goodwill

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
RN	27 268 648	- 99 369 689	- 16 225 687	129 014 058	312 230 585	558 242 796	862 893 191
Prévisionnel							
ANCC	2 123 990 956	2 123 990 956	2 123 990 956	2 123 990 956	2 123 990 956	2 123 990 956	2 123 990 956
Ke	12,605%	12,605%	12,605%	12,605%	12,605%	12,605%	12,605%
Superprofit	-240 453 394	-367 091 732	-283 947 730	-138 707 985	44 508 542	290 520 754	595 171 148
Superprofits actualisés	-240 453 394	-324 559 307	-221 961 336	-95 864 952	27 197 014	156 954 758	284 288 084
Rente de Goodwill	-414 399 133						
Valeur de l'entreprise	1 709 591 823						

Source : bilan du 31/12/2019 et les prévisions relatives au RN

Selon cette méthode, la valeur globale de l'entreprise s'élève à **1 709 591 823 DZD**, et la valeur de l'action à **170 959,182 DZD**.

3.2. La méthode des praticiens

La valeur de la compagnie n'est que la somme entre la valeur de l'ANCC et la valeur du Goodwill, ce dernier représente la moyenne arithmétique entre la valeur de rendement et le WACC.

3.2.1. Détermination de la valeur de rendement

La valeur de rendement est égale au rapport entre le dernier résultat courant avant impôt (RCAI) et le coût du capital. **Valeur de rendement** = $\frac{RCAI}{WACC}$

Tableau 19 : Valeur de rendement

Libellé	2019
RCAI	247 010 205
WACC	11,026 %
Valeur de rendement	2 240 252 177

Source : élaboré par nos soins à partir des données du compte de résultat du 31/12/2019

3.2.2. Détermination de la valeur de la compagnie

En faisant la moyenne arithmétique entre la valeur de rendement et l'ANCC, nous obtiendrons la valeur du Goodwill, et en rajoutant cette dernière à la valeur de l'ANCC nous aurons la valeur globale de l'entreprise, comme présenté dans le tableau suivant :

Tableau 20 : Valeur de la compagnie d'assurance

Libellé	2019
Valeur de rendement	2 240 252 177
ANCC	2 123 990 956
Goodwill	2 182 121 566
Valeur de l'entreprise	4 306 112 522
Valeur de l'action	430 611,252

Source : élaboré par nos soins

A partir du tableau ci-dessus, la valeur de la compagnie d'assurance est égale à **4 306 112 522 DZD**, et la valeur de l'action s'élève à **430 611,252 DZD**.

Selon l'approche patrimoniale, la valeur de l'action de la compagnie d'assurance objet d'évaluation varie entre **170 959,182** et **430 611,252 DZD**.

Cette approche reste une approche statique qui ne prend pas en considération le potentiel de croissance de la compagnie, et c'est pour cela que nous allons appliquer d'autres approches de valorisation améliorées.

II. ÉVALUATION PAR LA MÉTHODE D'ACTUALISATION DES FLUX ÉCONOMIQUES

L'évaluation par cette méthode permet de dégager la valeur commerciale que peut dégager notre compagnie d'assurance dans le futur.

1. La méthode DCF

Selon cette méthode, la valeur de la compagnie est obtenue par la somme des Free Cash-Flow et de la valeur terminale, actualisée par le WACC.

Les FCF sont donnés par la formule suivante :

$$\text{FCF} = \text{EBIT} \cdot (1-T) + \text{Dotation aux amortissements} - \text{investissements nets de cessions} - \Delta \text{BFR}$$

1.1. Détermination des investissements nets

Les investissements nets de l'année n ne sont que la différence entre l'actif immobilisé de cette année et l'actif immobilisé de l'année précédente :

$$\text{Investissement net}_n = \text{AI}_n - \text{AI}_{n-1}$$

Tableau 21 : Investissements nets 2019 - 2025

Année	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immob. Incorp.	362 636	290 108	232 087	185 670	148 536	118 828	95 063
Immob. Corp.	611 372 242	489 097 793	391 278 235	313 022 588	250 418 070	275 459 877	303 005 865
Immob. Fin.	3 772 040 516	3 394 836 464	3 055 352 818	2 749 817 536	2 474 835 782	2 598 577 572	2 728 506 450
AI	4 383 775 394	3 884 224 366	3 446 863 140	3 063 025 794	2 725 402 388	2 874 156 277	3 031 607 378
Invest Nets	250 277 010	- 499 551 027	- 437 361 227	- 383 837 346	- 337 623 405	148 753 889	157 451 101

Source : élaborés par nos soins

1.2. Calcul des FCF

Le FCF reflète la richesse que la compagnie d'assurance est capable de dégager dans le futur, et ce hors résultat financier.

La formule du FCF est la suivante :

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{Dotation aux amortissements} - \text{investissements nets de cessions} - \Delta \text{BFR}$$

Les résultats du calcul des FCF entre 2019 et 2025 sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 22 : Détermination des FCF

Année	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NOPAT	78 329 685,24	-217 441 460,14	-166 246 289,99	-23 600 530,15	119 495 782,13	305 278 368,17	531630249,43
DAT	62 900 905,90	63 878 738,10	63 116 028,98	61 882 982,58	60 711 588,50	47 043 445,72	45 774 825,92
Invest nets	250 277 010,00	- 499 551027,20	- 437 361 226,92	-383 837 346,18	-337 623 405,12	148 753 889,02	157451100,61
Δ BFR	-183 325 711,00	3 587 317,97	-3 993 990,97	-3 436 208,68	-3 091 951,92	-2 771 805,86	-2 206 299,50
FCF	74 279 292,14	342 400 987,19	338 224 956,88	425556007,29	520 922 727,68	206 339730,73	422160274,25
WACC	11.026%	11.026%	11.026%	11.026%	11.026%	11.026%	11.026%
FCF actualisés	74 279 292,14	308 398 055,07	274 384 070,62	310947158,55	342 830 770,96	122 311127,93	225391273,48
Σ FCF actualisés	1 658 526 220,09						

Source : élaboré par nos soins

1.3. Calcul de la valeur terminale

En supposant qu'au-delà de l'horizon des prévisions (2025), la compagnie continuera son activité. La richesse qu'elle va dégager est estimée à partir du Free Cash-Flow de l'année 2025 qui va évoluer à l'infini à un taux de croissance constant ($g = 0.8\%^1$), telle que :

$$VT = \frac{FCF_{2025} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Tableau 23 : Détermination de la valeur terminale

FCF 2025	422 160 274,25
WACC	11,026%
G	0,8%
VT	4 161 466 412,37
VT actualisée	2 221 805 961,90

D'où, la valeur de la compagnie d'assurance n'est que la somme des FCF actualisés et de la valeur terminale actualisée, elle est égale à **3 880 218 704,88 DZD**.

¹ Taux de croissance du PIB algérien en 2019

1.4. Détermination de la valeur des capitaux propres

Afin d'obtenir la valeur des capitaux propres de la compagnie d'assurance, nous allons déduire la valeur des dettes financières nettes :

Tableau 24 : Valeur des capitaux propres

Valeur AE	3 880 218 704,88
DFN	149 490 112,00
Valeur CP	3 730 728 592,88

Source : élaboré par nos soins

Pour un capital divisé en 10 000 actions, la valeur de l'action s'élève à **373 072,86DZD**.

1.5. Test de sensibilité

Effectuons un test de sensibilité en faisant varier les deux paramètres : le taux d'actualisation WACC et le taux de croissance g, dans le but d'avoir un intervalle de valeurs possibles pour la compagnie d'assurance objet d'évaluation.

Tableau 25 : Test de sensibilité de la méthode DCF

g / WACC	10,026%	10,526%	11,026%	11,526%	12,026%
0,40%	3 855 585 056,53	3 645 820 671,96	3 455 972 471,40	3 283 349 071,47	3 308 361 776,60
0,60%	3 913 295 902,95	3 696 750 580,98	3 501 147 283,96	3 323 604 687,49	3 161 746 066,84
0,80%	3 973 508 845,46	3 749 775 078,08	3 730 728 592,88	3 365 361 538,50	3 199 053 378,46
1,00%	4 036 390 209,97	3 805 026 091,95	3 596 903 828,59	3 408 705 197,45	3 237 714 120,57
1,20%	4 284 760 837,75	3 862 646 868,38	3 647 705 667,31	3 453 727 867,01	3 277 803 303,18

Source : élaboré par nos soins

A partir du test de sensibilité ci-dessus, nous pouvons déduire que la valeur de la compagnie est fortement dépendante de la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance g, et que plus le taux de croissance est élevé et le WACC est faible, cette valeur sera élevée, et inversement.

La valeur de cette compagnie appartient donc à l'intervalle de valeurs suivant :

$$V_{cp} \in [3\ 308\ 361\ 776,60 - 4\ 284\ 760\ 837,75] \text{ DZD}$$

Et la valeur de l'action varie entre : [330 836,177 – 428 476,084] DZD.

2. La méthode EVA / MVA

La méthode EVA permet de mesurer la création de valeur de notre compagnie d'assurance, et de mesurer sa performance interne. Elle permet également de comparer la rentabilité et le coût des capitaux engagés.

2.1. Détermination des Capitaux engagés

Les capitaux engagés représentent l'actif économique (actif immobilisé + BFR) en début de période, c'est-à-dire, l'actif économique de l'année précédente ($CE_n = AE_{n-1}$).

Tableau 26 : Détermination des capitaux engagés (2019-2025)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
AI	4 133 498 384	4 383 775 394	3 884 224 367	3 446 863 140	3 063 025 794	2 725 402 389	2 874 156 278	3 031 607 378
BFR	166 233 397	- 17 092 314	- 13 504 996	- 17 498 987	- 20 935 196	- 24 027 148	- 26 798 953	- 29 005 253
AE	4 299 731 781	4 366 683 080	3 870 719 371	3 429 364 153	3 042 090 598	2 701 375 241	2 847 357 324	3 002 602 125
CE	-	4 299 731 781	4 366 683 080	3 870 719 371	3 429 364 153	3 042 090 598	2 701 375 241	2 847 357 324

Source : élaboré par nos soins

2.2. Détermination du ROCE

Le calcul de l'EVA nécessite la détermination du ROCE, qui est égal au rapport entre le NOPAT et les capitaux engagés (CE) : $ROCE = \frac{NOPAT}{CE}$

Tableau 27 : Détermination du ROCE (2019-2025)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NOPAT	78 329 685,24	- 217 441 460	- 166 246 290	- 23 600 530	119 495 782	305 278 368	531 630 249
CE	4 299 731 781	4 366 683 080	3 870 719 371	3 429 364 153	3 042 090 598	2 701 375 241	2 847 357 324
ROCE	1,82%	-4,98%	-4,29%	-0,69%	3,93%	11,30%	18,67%

Source : élaboré par nos soins

2.3. Calcul des valeurs de l'EVA

Les valeurs de l'EVA sont données en appliquant la formule suivante :

$$EVA(t) = (ROCE - WACC) * \text{Capitaux engagés (t)}$$

Tableau 28 : Détermination des valeurs de l'EVA

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE	1,82%	-4,98%	-4,29%	-0,69%	3,93%	11,30%	18,67%
WACC	11,026%	11,026%	11,026%	11,026%	11,026%	11,026%	11,026%
CE	4 299 731 781	4 366 683 080	3 870 719 371	3 429 364 153	3 042 090 598	2 701 375 241	2 847 357 324
EVA	-395 758 741	- 698 911 936	- 593 031 808	- 401 722 222	- 215 925 127	7 424 734	217 680 631

Source : élaboré par nos soins

D'après le tableau des valeurs de l'EVA, nous pouvons dire qu'entre 2019 et 2023, la compagnie d'assurance réalise des performances inférieures aux attentes des actionnaires et qui sont insuffisantes pour couvrir le coût des capitaux engagés.

Cette situation commencerait à changer à partir de 2024, où la compagnie réalise des EVA positives, ce qui veut dire que qu'elle est profitable et qu'il y a création de valeur.

2.4. Calcul de la MVA

Le concept de MVA est la somme des EVA actualisées au coût moyen pondéré du capital et de la valeur de l'EVA terminale :

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{EVA_T}{(1 + WACC)^n}$$

Le tableau suivant présente les résultats des calculs :

Tableau 29 : Valeur de l'action de la compagnie selon la méthode EVA/MVA

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EVA	-395 758 741	-698 911 936	-593 031 808	-401 722 222	-215 925 127	7 424 734	217 680 631
EVA actualisées	-395 758 741	-629 502 942	-481 092 516	-293 529 514	-142 103 381	4 401 061	116 217 526
ΣEVA actualisées	-1 821 368 506						
EVA _r	2 145 727 322						
EVA _r actualisée	1 145 582 498						
MVA	-675 786 007						
CE _i	4 299 731 781						
valeur globale	3 623 945 774						
DFN	149 490 112						
V. CP	3 474 455 662						
V. action	347 445,57						

Nous avons effectué un test de sensibilité sur les deux paramètres : le WACC et le g, afin d'inclure la valeur des capitaux propres dans un intervalle.

Tableau 30 : Test de sensibilité de la méthode EVA/MVA

g/ WACC	10,026%	10,526%	11,026%	11,526%	12,026%
0,40%	3 404 882 239	3 319 661 342	3 244 317 633	3 177 472 375	3 300 624 882
0,60%	3 434 639 974	3 345 922 588	3 267 611 349	3 198 229 581	3 136 560 540
0,80%	3 465 687 877	3 373 263 877	3 474 455 662	3 219 760 877	3 155 797 497
1%	3 498 111 712	3 401 753 235	3 316 986 779	3 242 110 386	3 175 732 330
1,20%	3 714 644 456	3 431 464 527	3 343 181 987	3 265 325 652	3 196 403 717

Source : élaboré par nos soins

La valeur de la compagnie selon cette méthode est très dépendante des variations du coût moyen pondéré du capital et celles du taux de croissance g, cette valeur appartient à l'intervalle suivant : $V_{cp} \in [3\ 300\ 624\ 882-3\ 714\ 644\ 456]$ DZD, et la valeur de l'action varie entre $[330\ 062,488 - 371\ 464,445]$ DZD.

III. ÉVALUATION PAR LA METHODE DES MULTIPLES

La méthode des multiples est une méthode très simple à appliquer, elle consiste à choisir des compagnies d'assurance et de constituer un échantillon homogène, calculer des multiples de chacune des entreprises, et enfin les appliquer aux indicateurs de performance de la compagnie à évaluer.

1. Constitution de l'échantillon

Sur le marché algérien, il n'existe pas de compagnies d'assurances cotées en bourse sauf la compagnie Alliance assurances, toutefois, cette dernière a commencé son activité en 2005 et a enregistré en 2019 des résultats qui dépassent largement les résultats enregistrés par notre compagnie d'assurance, ce qui fait que les deux compagnies ne peuvent pas être comparables.

Ainsi, nous avons fait appel aux pays voisins où les marchés financiers sont assez développés, notamment la Tunisie et le Maroc.

Deux compagnies d'assurances peuvent constituer un échantillon homogène par rapport au critère choisi : SAHAM Assurance Maroc et BH Assurances Tunisie, possédant un ANC très proche de celui de notre compagnie d'assurance.

2. Valorisation par le multiple Price-To-Book

Nous avons opté pour cette valorisation pour le multiple Price-To-Book et donc pour le critère de l'actif net des compagnies d'assurance.

2.1. Détermination du multiple moyen de l'échantillon

La détermination de la valeur de l'entreprise se fait en calculant la moyenne du multiple des deux compagnies et de la multiplier ensuite par son indicateur de performance (ANC).

Le tableau suivant représente le calcul du multiple moyen :

Tableau 31 : Calcul du multiple moyen

Echantillon	Price-To-Book
SAHAM Assurance	1,22 ¹
BH Assurance	2,1 ²
ANHYT Turquie	3,8
Multiple (moyenne)	2,373

2.2. Valorisation de la compagnie d'assurance

Après avoir déterminé le multiple moyen de l'échantillon, nous allons le multiplier par la valeur de l'Actif Net comptable de notre compagnie en se basant sur cette formule :

$$\text{Price To Book} = \frac{\text{capitalisation boursière}}{\text{actif net comptable}} \rightarrow \text{Capitalisation boursière} = \text{ANC} * \text{Price To Book}$$

Tableau 32 : Valorisation de l'action de la compagnie d'assurance

Multiple (moyenne)	2,373
ANC	2 087 308 621
Capitalisation boursière	4 953 879 127,2
valeur de l'action	495 387,91

Source : élaboré par nos soins

Ainsi, la valeur des capitaux propres en appliquant le multiple Price-To-Book est égale à **4 953 879 127,2 DZD**, et comme le capital est divisé en 10 000 actions, la valeur de l'action s'élève donc à **495 387,91 DZD**.

3. Valorisation par le multiple du Chiffre d'Affaire

Le multiple du chiffre d'affaire permet de déterminer la valeur globale de la compagnie d'assurance, il est égal au rapport entre la valeur de l'entreprise et son CA.

¹ <http://www.casablanca-bourse.com>, consulté le 10/11/2020 à 17h00

² <http://www.zonebourse.com>, consulté le 10/11/2020 à 19h20

3.1. Détermination du multiple moyen de l'échantillon

La valeur de la compagnie est déterminée en multipliant le multiple moyen de l'échantillon par le CA de la compagnie d'assurance. Le multiple moyen de l'échantillon est présenté dans le tableau suivant :

Tableau 33 : Calcul du multiple moyen du CA

Echantillon	VE/CA
SAHAM Assurance	0,84 ¹
BH Assurance	0,8 ²
ANHYT Turquie	6,17
Multiple (moyenne)	2,6

3.2. Valorisation de la compagnie d'assurance

Le multiple du CA permet d'avoir la valeur globale de la compagnie, en déduisant la valeur des DFN nous aurons la valeur des capitaux propres, le tableau suivant présente les résultats des calculs :

Tableau 34 : Valorisation de la compagnie d'assurance

Multiple (moyenne)	2,6
CA	868 174 786
Valeur globale de la compagnie	2 257 254 443,6
DFN	149 490 112
Valeur des capitaux propres	2 107 764 331,60
Valeur de l'action	210 776,43

Source : élaboré par nos soins

En résumé, la valeur de la compagnie d'assurance selon la méthode des multiples varie entre **[210 776,43 - 495 387,91] DZD.**

Dans cette partie de notre travail, nous avons essayé d'évaluer la compagnie d'assurance dans laquelle le FNI a pris des participations de 30% depuis sa création en 2010. Pour le faire,

¹ <http://www.casablanca-bourse.com>, consulté le 10/11/2020 à 17h00

² <http://www.zonebourse.com>, consulté le 10/11/2020 à 19h20

CHAPITRE 3 : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ D'ASSURANCE DE PERSONNES

nous avons appliqué différentes approches d'évaluation en fonction des données disponibles qui ont donné différents résultats.

Le tableau suivant résume les fourchettes de valeurs obtenus par les différentes approches :

Tableau 35 : Fourchette de valeurs selon les différentes approches

Valeurs	186 511	210 776,43	330 062,448	330 836,18	371 464,45	428 476,08	430 611	495 387,91
Patrimoniale								
DCF								
EVA/MVA								
Multiples								

Source : élaboré par nos soins

En conclusion, en appliquant les méthodes : patrimoniale, d'actualisation des flux économiques et la méthode des multiples afin de valoriser la compagnie d'assurance dans le capital de laquelle le FNI détient des participations, la valeur de l'action est comprise entre **330 836,18** et **371 464,45 DZD**.

IV. CAS DE SORTIE DU CAPITAL

Notre compagnie d'assurance est une Société Par Actions, créée le 11/10/2010, doté d'un capital social de 1 000 000 000 DZD divisé en 10 000 actions d'une valeur nominale de 100 000 DZD par action.

1. La plus-value de la sortie du capital

Le FNI participe à hauteur de 30% dans ce projet, soit 3000 actions acquises en valeur nominale 100 000 DZD, donc une part de 300 000 000 DZD du capital.

Par ailleurs, l'application des différentes méthodes d'évaluations a fait ressortir l'intervalle dans lequel varie la valeur de l'action de notre compagnie d'assurance, soit entre **330 836,18** et **371 464,45 DZD**.

Il est clair que la sortie du capital dégagera une plus-value dont la valeur est incluse dans l'intervalle suivant :

Tableau 36 : Calcul de la plus-value de la sortie du capital

	Valeur inférieure	Valeur supérieure
Valeur de cession	330 836,18	371 464,45
Valeur nominale	100 000	100 000
Plus-value/ action	230 836,18	271 464,45
NBR d'action	10 000	10 000
Plus-value	2 308 361 800	2 714 644 500

Source : élaboré par nos soins

A partir de ces calculs, nous pouvons que la plus-value dégagé par la vente d'une action sera comprise entre [230 836,18 - 271 464,45] DZD.

2. Le rendement du projet

Afin de déterminer quelle sera le rendement de ce projet pour le FNI s'il décide de sortir du capital, nous allons calculer son Taux de Rendement Interne (TRI). Pour ce faire, nous avons les données relatives aux dividendes perçus par le Fonds chaque année, la valeur de l'investissement initial qui s'élève à $1\,000\,000\,000 * 30\% = 300\,000\,000$ DZD, et la valeur de cession où deux situations sont envisageables :

2.1. La valeur de l'action est égale à 330 836,18 DZD

Tableau 37 : TRI du projet si la valeur de l'action est de 330 836,18 DZD

	2010	2011-2014	2015	2016	2017	2018	2019
I0/ Cession	- 300 000 000						992 508 540
Dividendes perçus		-	30 000 000	13 500 000	30 000 000	24 000 000	24 000 000
Flux	- 300 000 000	-	30 000 000	13 500 000	30 000 000	24 000 000	1 016 508 540
TRI	16%						

Source : élaboré par nos soins

2.2. La valeur de l'action est égale à 371 464,45 DZD

Tableau 38 : TRI du projet si la valeur de l'action est de 371 464,45 DZD

	2010	2011-2014	2015	2016	2017	2018	2019
I0 /Cession	- 300 000 000						1 114 393 350
Dividendes perçus		-	30 000 000	13 500 000	30 000 000	24 000 000	24 000 000
Flux	- 300 000 000	-	30	13	30 000 000	24 000 000	1 138 393 350
TRI	18%						

À partir de ces résultats, nous pouvons dire que le TRI de ce projet serait compris entre **16% et 18%** si le FNI optera pour la sortie du capital. Sur tout l'intervalle, le TRI est supérieur au coût moyen pondéré du capital, ce qui signifie que la participation dans cette compagnie d'assurance a été rentable durant cette période.

CONCLUSION

A travers ce chapitre, nous avons essayé de mettre en application les concepts théoriques liés à l'évaluation d'entreprises, en traitant un cas d'une compagnie d'assurance de personnes où le FNI est actionnaire depuis 2010, dans le but mesurer le surplus de valeur en cas de désinvestissement du Fonds.

Pour cela, nous avons appliqué trois approches d'évaluation : l'approche patrimoniale, l'approche d'actualisation des flux économiques et l'approche des comparables, chacune d'entre elles donne une fourchette de valeurs, et en faisant le rapprochement entre ces fourchettes, nous avons réussi à situer la valeur de l'action de la compagnie entre **330 836,18 et 371 464,45 DZD**.

En outre, nous avons pu situer la plus-value que pourrait dégager le FNI en cas de cession des actions qu'il détient entre **230 836,18 - 271 464,45 DZD**, ainsi que le rendement de ce projet entre **16% et 18%**.

Toutefois, nous avons constaté que la méthode patrimoniale a donné l'intervalle de valeurs le plus large par rapport aux résultats des autres méthodes, ce qui nous permet de dire que cette approche n'est pas adaptée aux entreprises ayant un potentiel de croissance important.

CONCLUSION GÉNÉRALE

CONCLUSION GÉNÉRALE

La prise de participation dans le capital des entreprises est l'une des activités principales du Fonds National d'Investissement, elle permet la contribution au financement des entreprises nouvellement créées, en extension, ou en difficultés financières.

Avant d'adopter un projet, une évaluation de l'entreprise en question demeure primordiale, dans la mesure où elle permet de donner une fourchette de valeurs pour l'action à acquérir, reflétant ce que détient l'entreprise et ce qu'elle pourrait dégager dans le futur comme flux. Cette valeur sera négociée pour aboutir à un prix d'acquisition final.

Cette valeur peut être estimée en faisant rapprocher les résultats de valorisation obtenus à travers l'application des différentes méthodes d'évaluation, elle est impactée par de nombreux facteurs internes et externes à l'entreprise : son portefeuille produit, sa clientèle, sa Ressource Humaine, son organisation, son potentiel de croissance, ses concurrents, la réglementation en vigueur ... etc.

Dans notre travail de recherche, nous nous sommes intéressés à l'évaluation d'une compagnie d'assurance de personnes dans laquelle le FNI détient 30% du capital depuis 2010, après presque dix ans d'exploitation nous avons tenté de la valoriser tout en essayant de répondre à la problématique de base **Comment peut-on apprécier la valeur de cette compagnie d'assurance de personnes ? et quel rendement pourrait-elle dégager pour le FNI en cas de sortie du capital ?**.

À l'aide des données fournies par le FNI, et la mise en pratique des concepts théoriques, nous avons réussi à apporter des réponses aux différents questionnements posés au début de notre recherche ainsi qu'à confirmer les hypothèses émises :

- L'évaluation d'entreprises est une démarche complexe qui nécessite des données qui concernent le passé de la compagnie et aussi le futur. Il est impossible de valoriser une entreprise avant d'effectuer un diagnostic global interne et externe, d'élaborer un business plan contenant les prévisions relatives à l'activité future de l'entreprise. Ce qui confirme la première hypothèse.
- La valorisation de la compagnie d'assurance de personnes s'est réalisée à travers l'application de plusieurs méthodes d'évaluation, notamment, les méthodes de l'approche patrimoniale, celles de l'approche des flux, et les méthodes comparables. Chacune des méthodes a donné une fourchette de valeurs, en les rapprochant, nous avons obtenu une

CONCLUSION GÉNÉRALE

fourchette de valeurs de l'action qui varie entre **330 836,18 et 371 464,45 DZD**. De ce fait, la deuxième hypothèse est également confirmée.

- Nous avons constaté que la valeur de l'action a évolué par rapport à l'année de création, où le FNI l'a acquis à sa valeur nominale égale à **100 000 DZD**.

Nous avons conclu qu'après dix ans d'exploitation, si le Fonds procède à la cession de sa part du capital, il bénéficiera d'une plus-value comprise entre **230 836,18 - 271 464,45 DZD**, Et un taux de rentabilité compris entre **16% et 18%**.

La troisième hypothèse est donc confirmée.

Notre travail de recherche a confirmé que la cession de la part du FNI va dégager une plus-value à sa faveur. Cependant, cette compagnie d'assurance opère dans un secteur fortement dépendant de la situation économique sur le plan national et international, et qui est en pleine évolution malgré qu'il a été affecté par la pandémie COVID-19, ce qui rend la sortie du capital une grande opportunité perdue par le Fonds dans le cas où la valeur des actions de cette compagnie enregistrera une augmentation.

En élaborant ce travail de recherche, nous avons rencontré certaines difficultés notamment celles relatives au marché financier algérien, qui est malheureusement peu développé et contient un nombre limité d'entreprises.

Cette limite a rendu difficile la mise en pratique de la méthode des multiples, qui est conditionnée par la constitution d'un échantillon d'entreprises homogènes, qui sont impossibles à trouver sur le marché algérien qui compte une seule compagnie d'assurance cotée en bourse, et difficile sur les marchés des pays voisins.

Pour conclure, et malgré les difficultés rencontrées lors de l'évaluation de cette compagnie d'assurance, ce thème a été une expérience enrichissante pour nous dans la mesure où il nous a permis d'approfondir nos connaissances en la matière et de mettre en pratique les aspects théoriques acquises. Il présente également un intérêt important pour le Fonds National d'Investissement notamment pour la prise de décision par rapport à cette compagnie.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- J.E, PALARD, F., IMBERT, (2013), Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Ed. Eyrolles.
- S., PARIENTE, (2013), Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson, 2ème édition
- J., BRILMAN, et HERARD, J., (2006), les meilleures pratiques de management, Ed. D'organisation, 6ème édition.
- D., KARPICEK, (2010), L'évaluations d'entreprises en pratique, Québec.

- C., JANSSENS, (2008), Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle, accountancy and tax.
- J., BRILMAN et C., MAIRE, (1990), manuel des évaluations des entreprises, Ed. D'organisation, Paris.
- J-B, TOURNIER, J-C, TOURNIER, (2007), Evaluation d'entreprise que vaut une entreprise ?, Ed. D'organisation, Paris.

- J-G, DEGOS, A., ABOU FAYAD, (2003), le diagnostic financier des entreprises, e-theque.
- E., COHEN, (1977), Analyse financière et développement financier, Ed.Edicef, Paris.

- J-L, ARDOIN, L., CAPRON, et autres, (2013), Strategor, Ed DUNOD, 6ème édition, Paris.
- C., LÉGER-JARNIOU, G., KALOUSIS, (2017), Construire son business plan-les clés pour un BP performant, DUNOD, 4ème Edition.

- J-B, TOURNIER, (2008), Construire un business plan pour la première fois, Editions d'organisation, Paris
- B., MENIER-ROCHER, (2003), le diagnostic financier, Editions d'organisation

- P., CABANE, (2008), L'essentiel de la finance, Editions d'organisation

- E., CHEMENI, évaluation des entreprises, (2003), édition Economica

- P., VIZZAVONA, Evaluation des entreprises_ cours et étude de cas corrigés, édition Berti.

- G., LEGROS, (2011), l'évaluation des entreprises, Ed. DUNOD, Paris

- H., LA BRUSLERIE, (2014), Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic, 5ème édition DUNOD

- G., BENCHIMOL, valorisez votre entreprise pour une nouvelle gouvernance d'entreprise, édition EMS
- S., PARIENTE, (2006), Analyse financière et évaluation d'entreprise, collection Synthex
- R., PRUNIER,P., MAUREL, (1999), l'ingénierie financière dans la relation Banque Entreprise, Edition Economica,
- S., DE COUSERGUE, (1984), autofinancement, cash-flow, excédent de trésorerie d'exploitation, Edition CLET
- G., CHAPLAIN, (2004), pratique moderne de l'évaluation d'entreprise, éditions EMS
- F., PIERRE,E., BESANÇON, (2003), Valorisation d'entreprise et théorie financière, Edition Organisation
- D., VAN CAILLIE, (1998), "Techniques modernes d'évaluation des entreprises", HEC Liège.
- M., CHERIF, S., DUBREUILLE, (2005), Création de valeur et capital-investissement, Edition Pearson.
- F., LEFEBVRE, (2011), Evaluation financière expliquée : principes et démarche, CNCC.
- C., HOARAU, (2008), analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes, Edition Vuibert

Revues

- ALBOUY, M., (2006), « Théories, application et limites de la mesure de la création de valeur », revue française de gestion n 160
- ASTOLFI, P., CHASTENET, E., et all., (2014), « méthode des multiples, contribution à l'évaluation des entreprises », revue française de gestion n.242
- LEBOUTTE, D., VAN CAILLIE, D., (1990), "de la valeur d'une entreprise à la détermination de son prix de cession, le problème du Goodwill", Revue de la vie au bureau
- MARCHAL, S., SAUVÉ, A., (2004), "Goodwill, structures de bilan et normes comptables", Revue de la stabilité financière, N°4
- Note de conjoncture 2019, éditée par le CNA
- Note de conjoncture du premier semestre 2020, éditée par le CNA

- RACHIDI. A., LOTFI, M., (2018), « Intérêt de l'Evaluation des Entreprises par les Comparables Après l'Amélioration de sa Pertinence », International Journal Of Business and Economic Strategy, Vol.7
- Revue de l'assurance n.29, éditée par le CNA.

Sites WEB

- <http://www.casablanca-bourse.com>
- <http://www.zonebourse.com>
- <https://www.compta-facile.com>
- <https://www.compta-facile.com>
- <https://www.infrontanalytics.com>
- <http://www.cna.dz>
- <http://www.sgbv.dz>

ANNEXES

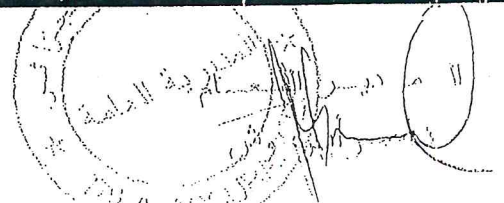
BILAN (ACTIF)

U/DA

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET 2015	NET 2014
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill	ACT.1	390 000 000,00		390 000 000,00	390 000 000,00
Immobilisations incorporelles		1 038 000,00	392 760,73	645 239,27	813 769,80
Immobilisations corporelles					
Terrains					
Bâtiments					
Immeubles de Placement					
Autres immobilisations corporelles	ACT.2	34 014 319,95	18 790 540,01	15 223 779,94	17 214 453,34
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières	ACT.3				
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattach					
Autres titres immobilisés		2 228 300 000,00		2 228 300 000,00	1 531 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non cour		3 688 000,76		3 688 000,76	1 384 666,68
Impôts différés actif	ACT.4	17 954 188,08		17 954 188,08	8 919 409,26
TOTAL ACTIF NON COURANT		2 674 994 508,79	19 183 300,74	2 655 811 208,05	1 949 332 299,08
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance					
Part de la coassurance cédée					
Part de la réassurance cédée		281 709 626,19		281 709 626,19	249 560 058,33
Créances et emplois assimilés					
Cessionnaires et cédants débiteurs					
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteu		390 609 535,48	15 924 724,37	374 684 811,11	202 652 812,20
Autres débiteurs		383 737 946,52		383 737 946,52	410 817 917,51
Impôts et assimilés		61 005 378,00		61 005 378,00	55 938 708,00
Autres créances et emplois assimilés		19 819 523,37		19 819 523,37	19 008 184,46
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers co		450 000 000,00		450 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		244 523 711,78		244 523 711,78	282 063 513,36
TOTAL ACTIF COURANT		1 831 405 721,34	15 924 724,37	1 815 480 996,97	1 520 041 193,86
TOTAL GENERAL ACTIF		4 506 400 230,13	35 108 025,11	4 471 292 205,02	3 469 373 492,94

KEDJOUR, ALGER
 EXPERT COMPTABLE
 COMMISSAIRE AUX COMPTES

12 PATRIOTTE EL-MAGHARIA ALGER
 Tél: 021 23 38 28 Fax: 021 65 66 56



BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	U/DA	
		2015	2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		499 194 963,35	282 493 061,17
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		227 626 891,61	216 701 902,18
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
TOTAL I - CAPITAUX PROPRES	PASS 1	1 726 821 854,96	1 499 194 963,35
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		6 579 773,97	3 295 710,18
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées		57 608 786,55	55 114 290,52
Provisions et produits constatés d'avance		20 829 125,74	16 622 458,34
TOTAL II - PASSIF NON COURANT	PASS 2	85 017 686,26	75 032 459,04
PASSIFS COURANTS:			
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs		250 916 412,27	223 080 554,42
Provisions techniques d'assurance			
-Operation directes			
-Acceptations		1 488 984 073,05	743 742 758,19
Dettes et comptes rattachés			
-Cessionnaires et Cédants créditeurs		339 714 239,16	240 396 025,88
-Assurés et intermédiaires d'assurance crédite		74 603 137,66	46 552 547,53
Impôts Crédit		110 369 381,17	82 292 702,16
Autres dettes		394 865 420,49	559 081 482,36
Trésorerie Passif			
TOTAL III - PASSIFS COURANTS	PASS 3	2 659 452 663,80	1 895 146 070,54
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		4 471 292 205,02	3 469 373 492,93

KEDJOUR Aïdoutzak محمد عبد لوزاق
 EXPERT COMPTABLE
 COMMISSAIRE AUX COMPTES
 12, PATRIMOINE EL-MAGHARIA ALGER
 Tél: 021 23 36 29 Tlx: 021 60 88 06

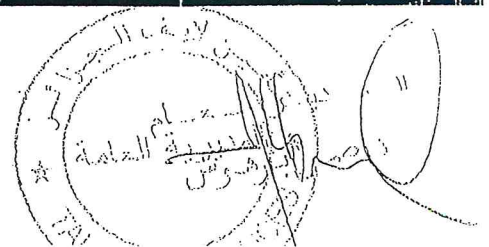


COMPTES DE RESULTAT/NATURE 2015

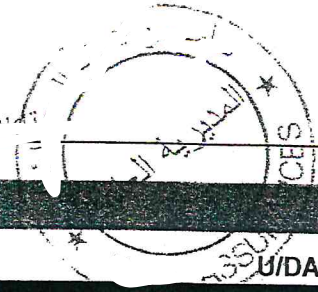
U/DA

LIBELLE	NOTE	BRUT	CESSIONS	NET 2015	NET 2014
Primes émises sur opérations directes	CR.1	2 131 353 015,36	477 340 322,28	1 654 012 693,08	968 287 112,20
Primes acceptées					
Primes émises reportées	CR.2	-693 447 852,12	-27 339 567,86	-666 108 284,26	-21 498 141,06
Primes acceptées reportées					
-Primes acquises à l'exercice		1 437 905 163,24	450 000 754,42	987 904 408,82	946 788 971,14
Prestations sur opérations directes	CR.3	-581 134 947,58	-79 838 596,79	-501 296 350,79	-503 839 409,01
Prestations sur acceptations					
I-Prestations de l'exercice		-581 134 947,58	-79 838 596,79	-501 296 350,79	-503 839 409,01
Commissions reçues en réassurance	CR.4	107 920 526,94		107 920 526,94	125 786 909,16
Commissions versées en réassurance					
II-Commissions de réassurance		107 920 526,94		107 920 526,94	125 786 909,16
V -Subventions d'exploitation d'a					
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE		964 690 742,60	370 162 157,63	594 528 584,97	568 736 471,29
Services extérieurs & autres consomm	CR.5	-144 420 322,37		-144 420 322,37	-173 012 927,50
Charges de personnel	CR.6	-112 837 401,56		-112 837 401,56	-107 707 141,99
Impôts, taxes & versements assimilés	CR.7	-47 136 121,51		-47 136 121,51	-29 337 328,37
Production immobilisée					
Autres produits opérationnels		523 034,74		523 034,74	481 534,23
Autres charges opérationnelles	CR.8	-8 644 494,22		-8 644 494,22	-6 250 034,98
Dotations aux amortissements, provis	CR.9	-27 438 446,49		-27 438 446,49	-34 501 434,50
Reprise sur pertes de valeur et provis	CR.10	925 400,12		925 400,12	19 834 781,07
VI-RESULTAT TECHNIQUE OPÉR		625 662 391,31	370 162 157,63	255 500 233,68	238 243 919,25
Produits financiers		60 276 178,67		60 276 178,67	43 459 146,42
Charges financières		-5 239 639,77		-5 239 639,77	-2 877 769,43
VI-RESULTAT FINANCIER	CR.11	55 036 538,90		55 036 538,90	40 581 376,99
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT		680 698 930,21	370 162 157,63	310 536 772,58	278 825 296,24
Impôts exigibles sur résultats ordinair		-88 660 596,00		-88 660 596,00	-67 783 753,00
Impôts différés (Variations) sur résul		5 750 715,03		5 750 715,03	5 660 358,94
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRE		1 607 550 303,71	450 000 754,42	1 157 549 549,29	1 136 351 342,02
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRE		-1 009 761 254,47	-79 838 596,79	-929 922 657,68	-919 649 439,84
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVIT		597 789 049,24	370 162 157,63	227 626 891,61	216 701 902,18
-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		597 789 049,24	370 162 157,63	227 626 891,61	216 701 902,18

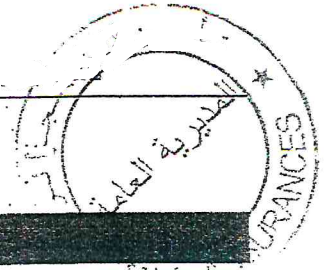
MEDJOUR Abdelrazak محمد عبد لوزق
 EXPERT COMPTABLE
 COMMISSAIRE AUX COMPTES
 10000 PATRIMOINE - EL-MAGHARIA - ALGER
 Tél: 021 23 34 29 Fax: 021 66 00 06



BILAN (ACTIF)

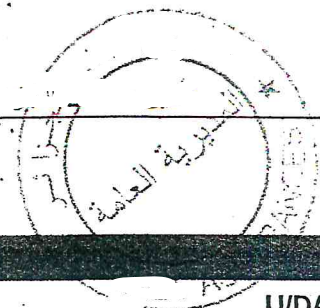


LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET 2016	NET 2015
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill	ACT.1	390 000 000,00		390 000 000,00	390 000 000,00
Immobilisations incorporelles	ACT.2	1 101 180,00	603 033,00	498 147,00	645 239,27
Immobilisations corporelles					
Terrains					
Bâtiments					
Immeubles de Placement					
Autres immobilisations corporelles	ACT.3	34 975 802,25	23 923 447,37	11 052 354,88	15 223 779,94
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières	ACT.4				
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		2 710 580 000,00		2 710 580 000,00	2 228 300 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		2 128 834,64		2 128 834,64	3 688 000,76
Impôts différés actif	ACT.5	35 044 741,66		35 044 741,66	17 954 188,08
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 173 830 558,55	24 526 480,37	3 149 304 078,18	2 655 811 208,05
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance					
Part de la coassurance cédée					
Part de la réassurance cédée	ACT.6	353 171 293,28		353 171 293,28	281 709 626,19
Créances et emplois assimilés	ACT.7				
Assureurs et cédants débiteurs					
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs		309 438 129,86	16 575 448,82	292 862 681,04	374 684 811,11
Autres débiteurs		349 610 627,28		349 610 627,28	383 737 946,52
Impôts et assimilés		79 794 536,00		79 794 536,00	61 005 378,00
Autres créances et emplois assimilés		14 459 277,44		14 459 277,44	19 819 523,37
Disponibilités et assimilés	ACT.8				
Placements et autres actifs financiers courants		800 000 000,00		800 000 000,00	450 000 000,00
Tresorerie		309 975 763,56		309 975 763,56	244 523 711,78
TOTAL ACTIF COURANT		2 216 449 627,42	16 575 448,82	2 199 874 178,60	1 815 480 996,97
TOTAL GENERAL ACTIF		5 390 280 185,97	41 101 929,19	5 349 178 256,78	4 471 292 205,02



BILAN (PASSIF) 2016

		U/DA	
LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		626 821 854,96	499 194 963,35
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		90 303 074,72	227 626 891,61
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-63 098 171,15	
TOTAL I - CAPITAUX PROPRES	PASS 1	1 654 026 758,53	1 726 821 854,96
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		10 543 600,38	6 579 773,97
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées		60 721 868,11	57 608 786,55
Provisions et produits constatés d'avance		26 339 857,01	20 829 125,74
TOTAL II - PASSIF NON COURANTS	PASS 2	97 605 325,50	85 017 686,26
PASSIFS COURANTS:			
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs		331 995 851,04	250 916 412,27
Provisions techniques d'assurance			
-Operation directes		2 458 834 396,72	1 488 984 073,05
-Acceptations			
Dettes et comptes rattachés			
-Cessionnaires et Cédants créditeurs		367 668 793,48	339 714 239,16
-Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs		65 633 525,24	74 603 137,66
Impôts Crédit		69 010 962,91	110 369 381,17
Autres dettes		304 402 643,36	394 865 420,49
Trésorerie Passif			
TOTAL III - PASSIFS COURANTS	PASS 3	3 597 546 172,75	2 659 452 663,80
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		5 349 178 256,78	4 471 292 205,02



COMPTE DE RESULTAT/NATURE 2016

U/DA

LIBELLE	NOTE	BRUT	CESSIONS	NET 2016	NET 2015
Primes émises sur opérations directes	CR.1	2 191 431 607,69	456 174 162,19	1 735 257 445,50	1 654 012 693,08
Primes acceptées					
Primes émises reportées	CR.2	-903 584 148,64	-75 677 625,73	-827 906 522,91	-666 108 284,26
Primes acceptées reportées					
I-Primes acquises à l'exercice		1 287 847 459,05	380 496 536,46	907 350 922,59	987 904 408,82
Prestations sur opérations directes	CR.3	-613 280 619,39	-18 236 449,95	-595 044 169,44	-501 296 350,79
Prestations sur acceptations					
II-Prestations de l'exercice		-613 280 619,39	-18 236 449,95	-595 044 169,44	-501 296 350,79
Commissions reçues en réassurance	CR.4	115 725 715,04		115 725 715,04	107 920 526,94
Commissions versées en réassurance					
III-Commissions de réassurance		115 725 715,04		115 725 715,04	107 920 526,94
IV -Subventions d'exploitation d'a					
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE		790 292 554,70	362 260 086,51	428 032 468,19	594 528 584,97
Services extérieurs & autres consommés	CR.5	-193 149 981,30		-193 149 981,30	-144 420 322,30
Charges de personnel	CR.6	-128 383 442,03		-128 383 442,03	-112 837 401,50
Impôts, taxes & versements assimilés	CR.7	-38 890 886,34		-38 890 886,34	-47 136 121,50
Production immobilisée					
Autres produits opérationnels		1 456 874,56		1 456 874,56	523 034,70
Autres charges opérationnelles	CR.8	-11 397 226,80		-11 397 226,80	-8 644 494,20
Dotations aux amortissements, provisions	CR.9	-32 881 852,96		-32 881 852,96	-27 438 446,40
Reprise sur pertes de valeur et provisions	CR.10	16 521 724,37		16 521 724,37	925 400,10
VI-RESULTAT TECHNIQUE OPER		403 567 764,20	362 260 086,51	41 307 677,69	255 500 233,60
Produits financiers		87 609 266,76		87 609 266,76	60 276 178,60
Charges financières		-5 419 832,90		-5 419 832,90	-5 239 639,70
VI-RESULTAT FINANCIER	CR.11	82 189 433,86		82 189 433,86	55 036 538,90
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT		485 757 198,06	362 260 086,51	123 497 111,55	310 536 772,50
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-46 320 764,00		-46 320 764,00	-88 660 596,00
Impôts différés (Variations) sur résultats		13 126 727,17		13 126 727,17	5 750 715,00
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES		1 509 161 039,78	380 496 536,46	1 128 664 503,32	1 157 549 549,70
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		-1 043 471 151,38	-18 236 449,95	-1 038 361 428,60	-919 649 439,70
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVIT		465 689 888,40	362 260 086,51	90 303 074,72	227 626 891,00
Eléments extraordinaires (produits) (à l'actif)					
Eléments extraordinaires (charges) (à l'actif)					
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE					
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		452 563 161,23	362 260 086,51	90 303 074,72	227 626 891,00

BILAN (ACTIF)

LIBELLE	NOTE	U/DA			
		BRUT	AMO/PROV	NET 2017	NET 2016
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-go	ACT.1	390 000 000,00	99 000 000,00	291 000 000,00	390 000 000,00
Immobilisations incorp	ACT.2	1 178 530,00	818 674,83	359 855,17	498 147,00
Immobilisations corpo					
Terrains					
Bâtiments					
Immeubles de Placement					
Autres immobilisations cor	ACT.3	38 458 316,95	29 094 872,33	9 363 444,62	11 052 354,88
Immobilisations en conces					
Immobilisations encou					
Immobilisations financ	ACT.4				
Titres mis en équivalence					
Autres participations et cré					
Autres titres immobilisés		3 751 282 113,05		3 751 282 113,05	2 710 580 000,00
Prêts et autres actifs financ		963 670,84		963 670,84	2 128 834,64
Impôts différés actif	ACT.5	25 308 673,70		25 308 673,70	35 044 741,66
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 207 191 304,54	128 913 547,16	4 078 277 757,38	3 149 304 078,18
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance					
Part de la coassurance céd		4 816 632,49		4 816 632,49	
Part de la réassurance céd	ACT.6	558 900 952,94		558 900 952,94	353 171 293,28
Créances et emplois a	ACT.7			0,00	
Cessionnaires et cédants c		63 572 225,21		63 572 225,21	
Assurés et intermédiaires d'assus		346 892 045,17	43 318 696,28	303 573 348,89	292 862 681,04
Autres débiteurs		350 844 818,84		350 844 818,84	349 610 627,28
Impôts et assimilés		27 792 458,00		27 792 458,00	79 794 536,00
Autres créances et emplois assim		12 400 518,23		12 400 518,23	14 459 277,44
Disponibilités et assin	ACT.8				
Placements et autres actifs		460 000 000,00		460 000 000,00	800 000 000,00
Trésorerie		285 472 656,69		285 472 656,69	309 975 763,56
TOTAL ACTIF COURANT		2 110 692 307,57	43 318 696,28	2 067 373 611,29	2 199 874 178,60
TOTAL GENERAL ACTIF		6 317 883 612,11	172 232 243,44	6 145 651 368,67	5 349 178 256,78

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	U/DA	
		2017	2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées		672 124 929,68	626 821 854,96
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		289 306 038,31	90 303 074,72
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-162 098 171,15	-63 098 171,15
TOTAL I - CAPITAUX PROPRES	PASS 1	1 799 332 796,84	1 654 026 758,53
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			10 543 600,38
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées		62 748 367,50	60 721 868,11
Provisions et produits constatés d'avance		22 106 727,08	26 339 857,01
TOTAL II - PASSIF NON COURANT	PASS 2	84 855 094,58	97 605 325,50
PASSIFS COURANTS:			
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs		563 717 585,43	331 995 851,04
Provisions techniques d'assurance			
-Operation directes		3 049 016 152,00	2 458 834 396,72
-Acceptations			
Dettes et comptes rattachés			
-Cessionnaires et Cédants créditeurs		264 166 299,73	367 668 793,48
-Assurés et intermédiaires d'assurance cré		81 663 985,55	65 633 525,24
Impôts Crédit		51 006 000,77	69 010 962,91
Autres dettes		251 893 453,77	304 402 643,36
Trésorerie Passif			
TOTAL III - PASSIFS COURANT	PASS 3	4 261 463 477,25	3 597 546 172,75
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		6 145 651 368,67	5 349 178 256,78

COMPTE DE RESULTAT/NATURE 2017

					U/DA
LIBELLE	NOTE	BRUT	CESSIONS	NET 2017	NET 2016
Primes émises sur opér	CR.1	1 849 758 084,69	509 640 055,22	1 340 118 029,47	1 735 257 445,50
Primes acceptées					
Primes émises reporté	CR.2	-552 461 331,29	-164 280 273,37	-388 181 057,92	-827 906 522,91
Primes acceptées repo					
I-Primes acquises à l'		1 297 296 753,40	345 359 781,85	951 936 971,55	907 350 922,59
Prestations sur opérati	CR.3	-599 609 126,67	-161 660 785,31	-437 948 341,36	-595 044 169,44
Prestations sur accepta					
II-Prestations de l'exe		-599 609 126,67	-161 660 785,31	-437 948 341,36	-595 044 169,44
Commissions reçues en	CR.4	107 971 999,92		107 971 999,92	115 725 715,04
Commissions versées e					
III-Commissions de ré		107 971 999,92		107 971 999,92	115 725 715,04
IV -Subventions d'exp					
V-MARGE D'ASSURA		805 659 626,65	183 698 996,54	621 960 630,11	428 032 468,19
Services extérieurs & a	CR.5	-169 553 783,48		-169 553 783,48	-193 149 981,30
Charges de personnel	CR.6	-128 053 715,43		-128 053 715,43	-128 383 442,03
Impôts, taxes & verse	CR.7	-31 248 994,00		-31 248 994,00	-38 890 886,34
Production immobilisé					
Autres produits opérati		6 166 408,87		6 166 408,87	1 456 874,56
Autres charges opérati	CR.8	-9 192 016,61		-9 192 016,61	-11 397 226,80
Dotations aux amortiss	CR.9	-53 713 606,47		-53 713 606,47	-32 881 852,96
Reprise sur pertes de v	CR.10	17 258 848,82		17 258 848,82	16 521 724,37
VI-RESULTAT TECHN		437 322 768,35	183 698 996,54	253 623 771,81	41 307 677,69
Produits financiers		124 126 029,43		124 126 029,43	87 609 266,76
Charges financières		-3 762 444,35		-3 762 444,35	-5 419 832,90
VI-RESULTAT FINANCI	CR.11	120 363 585,08		120 363 585,08	82 189 433,86
VII-RESULTAT ORDIN		557 686 353,43	183 698 996,54	373 987 356,89	123 497 111,55
Impôts exigibles sur rés		-85 488 851,00		-85 488 851,00	-46 320 764,00
Impôts différés (Variat		807 532,42		807 532,42	13 126 727,17
TOTAL DES PRODUITS ORDINA		1 552 820 040,44	345 359 781,85	1 207 460 258,59	1 128 664 503,32
TOTAL DES CHARGES ORDINA		1 079 815 005,59	161 660 785,31	-918 154 220,28	-1 038 361 428,60
VIII-RESULTAT NET D		473 005 034,85	183 698 996,54	289 306 038,31	90 303 074,72
Eléments extraordinair					
Eléments extraordinair					
IX-RESULTAT EXTRA					
X-RESULTAT NET DE		473 005 034,85	183 698 996,54	289 306 038,31	90 303 074,72

BILAN (ACTIF)
Période du 01/01/2018 Au 31/12/2018

BILAN (ACTIF)					
LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET 2018	NET 2017
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	<u>11</u>	390 000 000,00	132 000 000,00	258 000 000,00	291 000 000,00
Immobilisations incorporelles		1 178 530,00	1 043 340,83	135 189,17	359 855,17
Immobilisations corporelles					
Terrains	<u>12</u>				
Bâtiments	<u>12</u>	30 600 000,00		30 600 000,00	
Immeubles de Placement	<u>12</u>	529 400 000,00	10 588 000,00	518 812 000,00	
Autres immobilisations corporelles	<u>12</u>	61 202 133,94	34 123 052,13	27 079 081,81	9 363 444,62
Immobilisations en concession	<u>12</u>				
Immobilisations encours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence	<u>13</u>				
Autres participations et créances rattachées	<u>13</u>				
Autres titres immobilisés	<u>13</u>	3 556 872 113,05		3 556 872 113,05	3 751 282 113,05
Prêts et autres actifs financiers non courants	<u>14</u>	1 014 543,90		1 014 543,90	963 670,84
Impôts différés actif	<u>14</u>	34 594 735,49		34 594 735,49	25 308 673,70
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 604 862 056,38	177 754 392,96	4 427 107 663,42	4 078 277 757,38
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance					
Part de la coassurance cédée		4 891 632,49		4 891 632,49	4 816 632,49
Part de la réassurance cédée	<u>15</u>	697 617 948,72		697 617 948,72	558 900 952,94
Créances et emplois assimilés					
Cessionnaires et cédants débiteurs	<u>16</u>	180 855 524,83		180 855 524,83	63 572 225,21
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	<u>17</u>	328 226 492,07	17 287 387,41	310 939 104,66	303 573 348,89
Autres débiteurs	<u>18</u>	364 027 512,22		364 027 512,22	363 245 337,07
Impôts et assimilés	<u>19</u>	79 670 027,57		79 670 027,57	27 792 458,00
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	<u>110</u>	260 000 000,00		260 000 000,00	460 000 000,00
Trésorerie	<u>111</u>	193 423 345,65		193 423 345,65	285 472 656,69
TOTAL ACTIF COURANT		2 108 712 483,55	17 287 387,41	2 091 425 096,14	2 067 373 611,29
TOTAL GENERAL ACTIF		6 713 574 539,93	195 041 780,37	6 518 532 759,56	6 145 651 368,67

Handwritten signature

Handwritten signature

BILAN (PASSIF)
Période du 01/01/2018 Au 31/12/2018

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	2018	2017
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	<u>2,1</u>	1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	<u>2,1</u>	861 430 967,99	672 124 929,68
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	<u>2,1</u>	283 954 462,29	289 306 038,31
Autres capitaux propres - Report à nouveau	<u>2,1</u>	-195 098 171,15	-162 098 171,15
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I -CAPITAUX PROPRES		1 950 287 259,13	1 799 332 796,84
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)	<u>2,2</u>		
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées	<u>2,3</u>	81 843 220,21	62 748 367,50
Provisions et produits constatés d'avance	<u>2,4</u>	20 572 336,28	22 106 727,08
TOTAL II - PASSIF NON COURANTS		102 415 556,49	84 855 094,58
PASSIFS COURANTS:			
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	<u>2,5</u>	702 509 581,21	563 717 585,43
Provisions techniques d'assurance			
-Operation directes	<u>2,6</u>	3 047 180 864,51	3 049 016 152,00
-Acceptations	<u>2,6</u>		
Dettes et comptes rattachés			
-Cessionnaires et Cédants créditeurs	<u>2,7</u>	241 634 022,62	264 166 299,73
-Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	<u>2,8</u>	83 927 210,04	81 663 985,55
Impôts Crédit	<u>2,9</u>	116 050 739,76	51 006 000,77
Autres dettes	<u>2,10</u>	274 527 525,80	251 893 453,77
Trésorerie Passif			
TOTAL III - PASSIFS COURANTS		4 465 829 943,94	4 261 463 477,25
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		6 518 532 759,56	6 145 651 368,67

Handwritten signature

Handwritten signature

COMPTES DE RESULTAT

Exercice clos le **31/12/2018**

RUBRIQUES	OPERATIONS NOTE BRUTES (2018)	CESSIONS ET RETROCESSIONS (2018)	OPERATIONS NETTES (2018)	OPERATIONS NETTES (2017)
Primes émises sur opérations directes	3,0			
Primes acceptées	3,0	(348 040 844,06)	771 225 888,01	1 340 118 029,47
Primes émises reportées	3,1		-	-
Primes acceptées reportées	3,1	103 307 711,78	66 655 892,19	(388 181 057,92)
I-Primes acquises à l'exercice				
Prestations (sinistres) sur opérations directes	3,2	(244 733 132,28)	837 881 780,20	951 936 971,55
Prestations (sinistres) sur acceptations	3,2	(236 581 742,15)	271 656 421,47	437 948 341,36
II-Prestations (sinistres) de l'exercice				
Commissions reçues en réassurance		(236 581 742,15)	271 656 421,47	437 948 341,36
Commissions versées en réassurance	3,3		78 470 570,66	107 971 999,92
III-Commissions de réassurance				
Subventions d'exploitation d'assurance			(1 134 210,10)	-
IV-MARGE D'ASSURANCE NETTE			77 336 360,56	107 971 999,92
Services extérieurs & autres consommations		(8 151 390,13)	643 561 719,29	621 960 630,11
Charges de personnel	3,4		(190 759 631,07)	(169 553 783,48)
Impôts, taxes & versements assimilés	3,4		(181 654 484,03)	(128 053 715,43)
Production immobilisée	3,4		(18 121 366,68)	(31 248 994,00)
Autres produits opérationnels	3,5		-	-
Autres charges opérationnelles		490 890,91	490 890,91	6 166 408,87
Dotations aux amortissements, provisions & pertes de valeur	3,4		(6 888 077,28)	(9 192 016,61)
Reprise sur pertes de valeur et provisions	3,5		(68 971 946,28)	(53 713 606,47)
V-RÉSULTAT TECHNIQUE OPÉRATIONNEL			100 691 174,78	17 258 848,82
Produits financiers		(8 151 390,13)	277 648 279,64	253 623 771,81
Charges financières	3,7		122 965 937,20	124 126 029,43
VI-RÉSULTAT FINANCIER			(10 500 261,45)	(3 762 444,35)
VII-RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)			112 465 675,75	120 363 585,08
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	3,6	(8 151 390,13)	390 113 955,39	373 987 356,89
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	3,6		(115 445 554,89)	(85 488 851,00)
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES			9 286 061,79	807 532,42
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES				
VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES			292 105 852,42	289 306 038,31
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)		(8 151 390,13)	283 954 462,29	-
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)			-	-
IX-RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE				
X-RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE			283 954 462,29	289 306 038,31
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)				
XI-RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE				
CONSOLIDÉ (1)				
Dont part des minoritaires (1)				
Part du groupe (1)				

Red

Boully

ETATS FINANCIERS :

BILAN (ACTIF)
 Période du 01/01/2019 Au 31/12/2019

BILAN (ACTIF)					
LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET 2019	NET 2018
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	<u>1.1</u>	390 000 000	158 000 000	232 000 000	258 000 000
Immobilisations incorporelles		1 506 970	1 144 334	362 636	135 189
Immobilisations corporelles	<u>1.2</u>				
Terrains	<u>1.2</u>	30 600 000		30 600 000	30 600 000
Bâtiments	<u>1.2</u>	550 250 298	32 254 648	517 995 650	518 812 000
Immeubles de Placement	<u>1.2</u>				
Autres immobilisations corporelles	<u>1.2</u>	106 408 912	43 632 321	62 776 592	27 079 082
Immobilisations en concession	<u>1.2</u>				
Immobilisations en cours	<u>1.2</u>	32 788 059		32 788 059	
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence	<u>1.3</u>				
Autres participations et créances rattachées	<u>1.3</u>				
Autres titres immobilisés	<u>1.3</u>	3 772 040 516		3 772 040 516	3 556 872 113
Prêts et autres actifs financiers non courants	<u>1.4</u>	2 261 989		2 261 989	1 014 544
Impôts différés actif	<u>1.4</u>	26 146 744		26 146 744	34 594 735
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 912 003 489	235 031 303	4 676 972 186	4 427 107 663
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurance					
Part de la coassurance cédée	<u>1.5</u>	4 891 632		4 891 632	4 891 632
Part de la réassurance cédée	<u>1.5</u>	683 549 756		683 549 756	697 617 949
Créances et emplois assimilés					
Cessionnaires et cédants débiteurs	<u>1.6</u>				180 855 525
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	<u>1.7</u>	434 454 544	24 445 806	410 008 739	310 939 105
Autres débiteurs	<u>1.8</u>	261 926 535		261 926 535	364 027 512
Impôts et assimilés	<u>1.9</u>	103 900 999		103 900 999	79 670 028
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	<u>1.10</u>	310 000 000		310 000 000	260 000 000
Trésorerie	<u>1.11</u>	82 482 970		82 482 970	193 423 346
TOTAL ACTIF COURANT		1 881 206 436	24 445 806	1 856 760 631	2 091 425 096
TOTAL GENERAL ACTIF		6 793 209 925	259 477 108	6 533 732 816	6 518 532 760

BILAN (PASSIF)
Période du 01/01/2019 Au 31/12/2019

BILAN (PASSIF)

LIBELLE	NOTE	2019	2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2.1	1 000 000 000	1 000 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	2.1	1 065 385 430	861 430 968
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	2.1	165 002 896,04	283 954 462
Autres capitaux propres - Report à nouveau	2.1	-221 098 171	-195 098 171
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I - CAPITAUX PROPRES		2 009 290 155	1 950 287 259
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)	2.2		
Autres dettes non courantes			
Provisions réglementées	2.3	24 769 897	81 843 220
Provisions et produits constatés d'avance	2.4	19 096 732	20 572 336
TOTAL II - PASSIF NON COURANTS		43 866 629	102 415 556
PASSIFS COURANTS:			
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	2.5	678 231 388	702 509 581
Provisions techniques d'assurance			
-Operation directes	2.6	3 092 750 360	3 047 180 865
-Acceptations			
Dettes et comptes rattachés			
-Cessionnaires et Cédants créditeurs	2.7	337 498 317	241 634 023
-Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	2.8	89 602 736	83 927 210
Impôts Crédit	2.9	78 018 465	116 050 740
Autres dettes	2.10	204 474 765	274 527 526
Trésorerie Passif			
TOTAL III - PASSIFS COURANTS		4 480 576 032	4 465 829 944
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		6 533 732 816	6 518 532 760

COMPTES DE RESULTAT

Exercice clos le 31/12/2019

RUBRIQUES	NOTE	OPERATIONS BRUTES (2019)	CESSIONS ET RETROCESSIONS NS (2019)	OPERATIONS NETTES (2019)	OPERATIONS NETTES (2018)
Primes émises sur opérations directes	3.0	1 117 480 291	(317 663 921)	799 816 370	771 225 888
Primes acceptées	3.0			-	-
Primes émises reportées	3.1	51 450 263	(16 908 153)	68 358 416	66 655 892
Primes acceptées reportées	3.1			-	-
I-Primes acquises à l'exercice		1 168 930 554	300 755 768	868 174 786	837 881 780
Prestations (sinistres) sur opérations directes	3.2	589 823 203	(74 708 953)	515 114 250	271 656 421
Prestations (sinistres) sur acceptations	3.2			-	-
II-Prestations (sinistres) de l'exercice		589 823 203	74 708 953	515 114 250,21	271 656 421
Commissions reçues en réassurance	3.3	77 246 414		77 246 414	78 470 571
Commissions versées en réassurance	3.3			-	(1 134 210)
III-Commissions de réassurance		77 246 414	-	77 246 414	77 336 361
Subventions d'exploitation d'assurance		-	-	-	-
IV-MARGE D'ASSURANCE NETTE		656 353 765	226 046 815	430 306 949,85	643 561 719
Services extérieurs & autres consommations	3.4	(143 866 201)		(143 866 201)	(190 759 631)
Charges de personnel	3.4	(220 781 928)		(220 781 928)	(181 654 484)
Impôts, taxes & versements assimilés	3.4	(23 690 422)		(23 690 422)	(18 121 367)
Production immobilisée				-	-
Autres produits opérationnels	3.5	1 100 488		1 100 487	490 891
Autres charges opérationnelles	3.4	(6 130 833)		(6 130 833)	(6 888 077)
Dotations aux amortissements, provisions & pertes de valeur	3.4	(80 560 093)		(80 560 093)	(69 671 946)
Reprise sur pertes de valeur et provisions	3.5	149 472 965		149 472 965	100 691 175
V-RÉSULTAT TECHNIQUE OPÉRATIONNEL		331 897 741,97	226 046 815,32	105 850 926	277 648 280
Produits financiers	3.7	153 186 104		153 186 104	122 965 937
Charges financières	3.7	(12 026 825)		(12 026 825)	(10 500 261)
VI-RÉSULTAT FINANCIER		141 159 279	-	141 159 279	112 465 676
VII-RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		473 057 021	226 046 815	247 010 206	390 113 955
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	3.6	(73 559 319)		(73 559 319)	(115 445 555)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	3.5	(8 447 991)		(8 447 991)	9 286 062
VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		391 049 711	226 046 815	165 002 896	283 954 462
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)				-	-
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)				-	-
IX-RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-	-	-
X-RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE		391 049 711	226 046 815	165 002 896	283 954 462
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
XI-RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE		-	-	-	-
CONSOLIDÉ (1)					
Dont part des minoritaires (1)					
Part du groupe (1)					

TABLE DES MATIÈRES

Liste des abréviations.....	I
Liste des tableaux.....	II
Liste des figures.....	III
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	A
CHAPITRE I: GÉNÉRALITÉS ET DÉMARCHE DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES.	1
Introduction.....	1
Section 1 : Concepts et Fondements de l'évaluation d'entreprises.....	2
I. Définition de l'évaluation d'entreprises.....	2
II. Différence entre la notion de valeur et la notion de prix.....	2
1. Valeur d'une entreprise.....	3
1.1. La juste valeur marchande.....	3
1.2. La valeur d'acquisition.....	3
1.3. La valeur de liquidation.....	3
1.4. La valeur de remplacement.....	3
1.5. La valeur substantielle ou valeur intrinsèque.....	4
1.6. La valeur pour un acheteur stratégique.....	4
2. Prix d'une entreprise.....	4
2.1. La loi de l'offre et de la demande.....	4
2.2. Divergences d'intérêts entre l'acheteur et le vendeur.....	5
2.3. Leur pouvoir de négociation.....	5
III. Finalités de l'évaluation d'une entreprise.....	5
1. Réaliser un investissement.....	5
2. Réaliser un désinvestissement ou une cession.....	6
3. Introduction en bourse.....	6
4. Réaliser une fusion.....	6
5. Cas de succession.....	7
6. Mesure de la performance.....	7
7. Les litiges.....	7
Section 2 : Diagnostic stratégique et économique.....	9
I. La Due Diligence.....	9
1. Définition.....	9
2. Méthodologie et mise en œuvre.....	9

1.1. Le diagnostic comptable et financier.....	9
2.2. Le diagnostic stratégique.....	11
3. Les principaux modèles de synthèse utilisés.....	14
3.1. La chaîne de valeur.....	14
3.2. Le modèle des 5 forces de Porter.....	14
3.3. Le modèle SWOT.....	15
II. Le business plan.....	16
1. Définition.....	17
2. Informations fournies par le Business Plan.....	17
2.1. L'aspect commercial.....	17
2.2. L'aspect juridique.....	17
2.3. L'aspect social.....	18
2.4. L'aspect financier.....	18
Section 3 : Analyse des éléments du bilan, du compte de résultat et détermination des paramètres de l'évaluation.....	19
I. Analyse des éléments du bilan.....	19
1. Retraitements des postes de l'actif.....	19
1.1. Les immobilisations corporelles.....	19
1.2. Les actifs fictifs.....	19
1.3. Biens crédit-bail.....	20
1.4. Stocks.....	20
1.5. Créances clients.....	21
1.6. Effets escomptés non échus.....	21
1.7. Trésorerie disponible.....	21
2. Retraitements des postes du passif.....	22
2.1. Les capitaux propres.....	22
2.2. Les provisions.....	22
2.3. Les dettes.....	22
2.4. Comptes courants des associés.....	23
2.5. Impôts latents.....	23
II. Analyse des éléments du Compte de Résultat.....	23
1. Marge commerciale ou marge de production.....	23
2. Frais de personnel.....	24
3. Provisions.....	24
4. Loyer versé au titre d'un crédit-bail.....	24
5. Amortissements.....	24

6. Résultat financier.....	24
7. Résultat exceptionnel.....	25
III. Paramètres nécessaires à l'évaluation.....	25
1. EBIT.....	25
1.1. Définition.....	25
1.2. Formules de calcul.....	26
1.3. NOPAT.....	26
2. EBITDA.....	26
2.1. Définition.....	26
2.2. Formule de calcul.....	26
3. ROCE.....	27
4. Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC ou WACC)	27
4.1. Le coût des capitaux propres K_e	27
4.2. Le coût de la dette K_d	29
Conclusion.....	30

CHAPITRE II: LES DIFFERENTES APPROCHES D'EVALUATION D'ENTREPRISES..32

Introduction.....	32
Section 1 : L'approche patrimoniale et du Goodwill.....	33
I. La méthode de l'Actif Net Comptable (ANC)	33
1. Définition.....	33
2. Méthode de calcul.....	34
3. Limites.....	34
II. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC)	34
1. Définition.....	34
2. Méthode de calcul.....	34
3. Limites.....	35
III. La méthode du Goodwill.....	35
1. Notion du Goodwill.....	35
2. Notion de la rente du Goodwill.....	36
3. Méthodologie de calcul du Goodwill.....	36
3.1. Méthodes de calcul directes.....	36
3.2. Méthodes de calcul indirectes.....	37
4. Intérêts et limites.....	39
Section 2 : Approche dynamique basée sur les flux.....	41
I. Méthodes basées sur l'actualisation des flux financiers (dividendes)	41

1. Le modèle d'IRVING FISHER.....	41
1.1. Principe du modèle.....	41
1.2. Méthodologie de calcul.....	42
1.3. Limites du modèle.....	43
2. Le modèle de GORDON-SHAPIRO.....	43
2.1. Principe du modèle.....	43
2.2. Méthodologie de calcul.....	43
2.3. Limites du modèle.....	44
3. Le modèle de Bates.....	44
3.1. Principe du modèle.....	44
3.2. Méthodologie de calcul.....	45
3.3. Le test de sensibilité.....	46
3.4. Limites du modèle.....	47
II. Méthodes basées sur l'actualisation des flux économiques.....	48
1. La méthode des Discounted Cash-Flow (DCF)	48
1.1. Principe.....	48
1.2. Méthodologie de calcul.....	48
1.3. Le test de sensibilité.....	50
1.4. Limites.....	51
2. La méthode de l'Economic Value Added (EVA) et Market Value Added (MVA).....	51
2.1. Principe de la méthode.....	51
2.2. Méthodologie de calcul de l'EVA.....	52
2.3. Concept de MVA et méthodologie de calcul de la valeur de l'entreprise.....	53
2.4. Valeur des capitaux propres.....	54
2.5. Le test de sensibilité.....	54
2.6. Limites de la méthode.....	54
Section 3 : Approche analogiques ou méthodes des multiples.....	56
I. Concept de base de la méthode analogique.....	56
II. Etapes de mise en application de la méthode.....	57
1. La constitution d'un échantillon d'entreprises comparables.....	57
2. Le choix des indicateurs de valeur.....	58
2.1. Multiples de la valeur de l'entreprise.....	59
2.2. Multiples de la valeur des capitaux propres.....	60
III. Limites de la méthode.....	61
IV. Tableau récapitulatif des approches d'évaluation.....	62

Conclusion.....	63
CHAPITRE III: ÉVALUATION DE LA SOCIETE D'ASSURANCE DE PERSONNES....	65
Introduction.....	65
Section 1 : Présentation de la société d'assurance.....	66
I. Cadre juridique.....	66
II. Ses produits d'assurance.....	66
1. Pour les particuliers.....	66
2. Pour les entreprises.....	67
III. Aperçu général sur le secteur algérien des assurances.....	68
1. Organisation du système algérien des assurances.....	68
2. Évolution de l'activité du secteur algérien des assurances (2014-2019).....	69
Section 2 : Diagnostic de la société d'assurance.....	70
I. Le diagnostic interne de la compagnie d'assurance.....	70
1. Le diagnostic de la Ressource Humaine.....	70
2. Le diagnostic commercial.....	70
3. Le diagnostic financier.....	71
II. Le diagnostic externe de la compagnie d'assurance.....	72
1. Les 5 force de Porter.....	72
1.1. L'intensité concurrentielle du secteur.....	72
1.2. Les entrants potentiels.....	72
1.3. Les offres de substitution.....	73
1.4. Le pouvoir de négociation des assurés.....	73
1.5. Le pouvoir de l'État.....	73
2. La matrice SWOT.....	74
III. Hypothèses et prévisions nécessaires à l'évaluation.....	75
1. Prévisions relatives au chiffre d'affaire.....	75
2. Prévisions relatives au BFR.....	76
3. Prévisions relatives aux charges d'exploitation.....	77
3.1. Prestations de l'exercice.....	77
3.2. Services extérieurs.....	77
3.3. Charges de personnel.....	77
3.4. Impôts, taxes et versements assimilés.....	78
3.5. Dotations aux amortissements et aux provisions.....	78
4. Calcul et prévisions relatifs à l'EBE, l'EBIT et au NOPAT.....	79
5. Prévisions relatives au résultat net.....	80

6. Calcul du coût du capital WACC.....	81
6.1. Coût des capitaux propres K_e	81
6.2. Coût de la dette K_d	83
Section 3 : Évaluation de la société d'assurance.....	84
I. Évaluation par la méthode patrimoniale et du GOODWILL.....	84
1. La méthode de l'Actif Net Comptable.....	84
1.1. Valeur de l'actif.....	84
1.2. Valeur de l'ANC.....	85
2. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé.....	86
2.1. Réévaluation des immobilisations.....	86
2.2. Valeur globale de la compagnie.....	86
3. La méthode du GOODWILL.....	87
3.1. La méthode de calcul direct de la rente du Goodwill (superprofits).....	87
3.2. La méthode des praticiens.....	88
II. Évaluation par la méthode d'actualisation des flux économiques.....	89
1. La méthode DCF.....	89
1.1. Détermination des investissements nets.....	90
1.2. Calcul des FCF.....	90
1.3. Calcul de la valeur terminale.....	91
1.4. Détermination de la valeur des capitaux propres.....	92
1.5. Test de sensibilité.....	92
2. La méthode EVA / MVA.....	93
2.1. Détermination des Capitaux engagés.....	93
2.2. Détermination du ROCE.....	93
2.3. Calcul des valeurs de l'EVA.....	94
2.4. Calcul de la MVA.....	94
III. Évaluation par la méthode des multiples.....	96
1. Constitution de l'échantillon.....	96
2. Valorisation par le multiple Price-To-Book.....	96
2.1. Détermination du multiple moyen de l'échantillon.....	96
2.2. Valorisation de la compagnie d'assurance.....	97
3. Valorisation par le multiple du Chiffre d'Affaire.....	97
3.1. Détermination du multiple moyen de l'échantillon.....	98
3.2. Valorisation de la compagnie d'assurance.....	98
IV. Cas de sortie du capital.....	99

1. La plus-value de la sortie du capital.....	99
2. Le rendement du projet.....	100
Conclusion.....	102
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	104
Bibliographie	
Annexes	