

❧❧❧ *Dédicaces* ❧❧❧

Ce travail est dédié à tout le monde

Yacine

❧❧❧ Remerciements ❧❧❧

Je saisis cette occasion pour remercier tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'achèvement de ce travail

Monsieur Lebid Zaafrane qui était notre professeur à l'IFID et qui n'a pas hésité à m'accueillir pour le stage auprès de lui

*Tout le personnel de STB INVEST pour leur sympathie et chaleureux accueil :
Madame Emna, monsieur Chekib et monsieur Mahdi, etc*

Toute l'équipe de la direction générale des valeurs mobilières du CPA, à commencer par son directeur Monsieur Boualem Ben Kraouche

Tous le corps enseignant et administratif de l'IFID qui ont déployé tous leurs efforts au bien de l'IFIDARD

Je remercie enfin mes collègues, mes amis et ma famille pour leur soutien continu

Yacine

Table des matières

<u>LISTE DES TABLEAUX.....</u>	<u>I</u>
<u>LISTE DES FIGURES.....</u>	<u>II</u>
<u>LISTE DES ABREVIATIONS ET DES SIGLES.....</u>	<u>III</u>
<u>INTRODUCTION GENERALE.....</u>	<u>1</u>
<u>CHAPITRE I : LE CONTEXTE D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES.....</u>	<u>3</u>
<u>I-1 LA VALEUR ET LE PRIX.....</u>	<u>4</u>
I-1-1 DIFFERENCE ENTRE VALEUR ET PRIX	4
<u>I-2 LE CONTEXTE DE L'ÉVALUATION</u>	<u>5</u>
I-2-1 LE DONNEUR D'ORDRE	6
I-2-2 L'ENTITE A EVALUER.....	6
I-2-3 LES MOTIVATIONS DE L'ÉVALUATION.....	6
I-2-4 LA DEMARCHE DE L'ÉVALUATEUR	8
<u>I-3 LA PREPARATION DE L'ÉVALUATION</u>	<u>8</u>
I-3-1 LA COLLECTE DES INFORMATIONS	8
I-3-2 LES RETRAITEMENTS	9
I-3-3 LE DIAGNOSTIC DE L'ENTREPRISE	13
I-3-4 LE BUSINESS PLAN (PROSPECTUS)	20
<u>CHAPITRE II : MÉTHODES D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES.....</u>	<u>23</u>
<u>II-1 L'APPROCHE PATRIMONIALE</u>	<u>24</u>
II-1-1 L'ACTIF NET COMPTABLE (ANC)	24
II-1-2 L'ACTIF NET REEVALUE (ANR)	24
II-1-3 L'ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE (ANCC) ET LE GOODWILL.....	25
A- Approche statique basée sur l'ANR.....	26
B- Approche dynamique basée sur le goodwill	26
C- Autres formulations du goodwill	27
II-1-4 APPRECIATION DE L'APPROCHE PATRIMONIALE	28
<u>II-2 L'ÉVALUATION PAR LA METHODE DES COMPARABLES.....</u>	<u>29</u>
II-2-1 PRESENTATION DE LA METHODE DES COMPARABLES	29
II-2-2 PRESENTATION DES MULTIPLES RETENUS DANS LA METHODE	30

A- Le multiple du chiffre d'affaires (CA).....	30
B- Le multiple de l'EBITDA	31
C- Le multiple de l'EBIT	31
D- Le multiple du PER	32
II-2-3 CRITERES DE SELECTION DES ENTREPRISES COMPARABLES ET TECHNIQUES D'AJUSTEMENT DES MULTIPLES	32
A- Critères de sélection des comparables	32
B- Techniques d'ajustement des multiples	33
II-2-4 APPRECIATION DE LA METHODE DES COMPARABLES.....	34
A- Avantages	34
B- Inconvénients	34
<u>II-3 L'APPROCHE PAR LES FLUX FINANCIERS (DIVIDENDES).....</u>	35
II-3-1 MODELE D'IRVING FISHER (1930)	35
II-3-2 MODELE DE GORDON ET SHAPIRO (1956).....	38
A- Hypothèses du modèle de Gordon et Shapiro.....	38
B- Avantages et inconvénients du modèle de Gordon et Shapiro.....	38
II-3-3 MODELE DE BATES (1962)	39
<u>II-4 L'APPROCHE PAR LES FLUX ECONOMIQUES</u>	40
II-4-1 LA METHODE DES DCF (DISCOUNTED CASHS FLOWS).....	40
A- Les étapes de l'évaluation par les DCF	40
B- La détermination du coût de capital.....	42
C- L'estimation des cashs flows futurs	44
D- La valorisation de l'entreprise	45
II-4-2 LA METHODE EVA/MVA.....	46
A- La logique de la méthode EVA.....	46
B- Interprétation de l'EVA et valeur de l'entreprise.....	46
C- La logique de la méthode MVA (Market Value Added)	47
<u>CHAPITRE III (PRATIQUE) : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ GCER.....</u>	48
<u>I - DIAGNOSTIC DE LA SOCIÉTÉ GCER</u>	49
I-1 PRESENTATION DE LA STB INVEST ET LA GCER	49
I-1-1 Présentation de l'organisme d'accueil : STB INVEST	49
I-1-2 Présentation de la société objet d'évaluation : GCER.....	53
I-1-3 La relation GCER et STB INVEST.....	54
I-2 DIAGNOSTIC INTERNE DE LA SOCIETE GCER.....	55
I-2-1 Diagnostic des moyens	55
I-2-2 Diagnostic financier	57
I-3 DIAGNOSTIC EXTERNE DE LA SOCIETE	62
I-3-1 Secteur d'activité.....	62
I-3-2 L'emploi dans la branche plastique.....	64
I-3-3 La production dans la branche plastique	64
I-3-4 Les investissements dans la branche plastique.....	64
I-3-5 Les exportations dans la branche plastique	64

I-3-6 Les importations dans la branche plastique.....	65
I-4 SYNTHÈSE DU DIAGNOSTIC : LA MATRICE SWOT	66
<u>II- PRÉSENTATION DE L'ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ GCER.....</u>	<u>67</u>
II-1 ÉTUDE PRÉLIMINAIRE A L'ÉVALUATION.....	68
II-1-1 La recherche des entreprises à activité similaire	68
II-1-2 Calcul du paramètre Bêta.....	69
II-1-3 Coût de la dette, de fonds propres et de capital (WACC)	73
II-1-3 Coût du capital avec l'approche prospective des CCEF	74
II-2 ÉVALUATION DE LA GCER PAR L'APPROCHE PATRIMONIALE	76
II-2-1 Méthode de la valeur mathématique comptable (VMC).....	76
II-2-2 Méthode de la valeur mathématique comptable corrigée (VMCC)	76
II-2-3 Méthode de l'actif net comptable corrigé par le Goodwill	77
II-2-4 Synthèse des méthodes patrimoniales.....	79
II-3 ÉVALUATION DE LA GCER PAR L'APPROCHE DES COMPARABLES	80
II-3-1 Méthode du multiplicateur de l'Equity	81
II-3-2 Méthode du multiplicateur de l'Actif économique	82
II-4 ÉVALUATION DE LA GCER PAR L'APPROCHE DES FLUX	84
II-4-1 Méthode des flux financiers.....	84
II-4-2 Méthode des flux économiques.....	87
II-5 ÉVALUATION DE LA GCER PAR LE MODELE DE MERTON	92
II-6 SYNTHÈSE DE L'ÉVALUATION DE LA GCER : FOURCHETTE DE VALEURS.....	95
<u>CONCLUSION GÉNÉRALE</u>	<u>100</u>
<u>REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES</u>	<u>102</u>
<u>ANNEXE</u>	<u>105</u>

Liste des tableaux

Tableau 1 Portefeuille de la STB INVEST	51
Tableau 2 Les principaux fournisseurs de la GCER	56
Tableau 3 Les principaux clients de la GCER	57
Tableau 4 Soldes intermédiaires de gestion de la GCER, Années : 2011 à 2015	57
Tableau 5 Schéma de financement de la GCER de 2011 à 2015	59
Tableau 6 Équilibre financier de la GCER. Années : 2011 à 2014	60
Tableau 7 Répartition des entreprises de la branche plastique par produits et par régime	63
Tableau 8 Répartition de la branche plastique par produit (Millions de dinars)	64
Tableau 9 Liste des sociétés sélectionnées pour l'échantillon des similaires	69
Tableau 10 Les Bêtas des entreprises de l'échantillon	71
Tableau 11 Les Bêtas désendettés (BU) des entreprises de l'échantillon	72
Tableau 12 Calcul du Bêta de la GCER	72
Tableau 13 Calcul du coût de la dette	73
Tableau 14 Calcul du coût des fonds propres	73
Tableau 15 Calcul du coût du capital (WACC) de la GCER	73
Tableau 16 Détermination du coefficient K de l'approche prospective de CCEF	74
Tableau 17 Détermination du coût du capital de la GCER par l'approche prospective des CCEF	74
Tableau 18 Méthode de la valeur comptable corrigée (VMC)	76
Tableau 19 Méthode de la valeur mathématique comptable corrigée (en milliers de dinars)	77
Tableau 20 Méthode de l'actif comptable corrigé par le Goodwill	77
Tableau 21 Goodwill par la méthode allemande (des praticiens en milliers de dinars)	78
Tableau 22 Goodwill par la méthode des Anglo-saxons	78
Tableau 23 Goodwill par la méthode de l'union des experts comptables	79
Tableau 24 Synthèse des méthodes du Goodwill	79
Tableau 25 Synthèse de l'approche patrimoniale	79
Tableau 26 Valorisation de la GCER par le PER	81
Tableau 27 Valorisation de la GCER par le Dividend Yield	81
Tableau 28 Valorisation de la GCER par le Price to Book value	82
Tableau 29 Valorisation de la GCER par le multiplicateur du chiffre d'affaires	82
Tableau 30 Valorisation de la GCER par le multiplicateur de l'EBITDA	83
Tableau 31 Valorisation de la GCER par le multiplicateur de l'EBIT	83
Tableau 32 Utilisation du modèle de Fisher dans la valorisation de la GCER	85
Tableau 33 La valeur Terminale de la GCER pour le modèle du Fisher	85
Tableau 34 Application du modèle de Gordon et Shapiro dans le cas de la GCER	86
Tableau 35 Valorisation de l'action GCER par le modèle de Bates	87
Tableau 36 Application de l'approche des flux économiques DCF (en milliers)	87
Tableau 37 Valeur terminale de la GCER par les DCF	88
Tableau 38 Test de sensibilité de l'action GCER par les DCF	89
Tableau 39 Fourchette de valeurs obtenue par les valeurs terminales	89
Tableau 40 Valorisation de la GCER par la méthode EVA	89
Tableau 41 Valeur terminale de la GCER par la méthode EVA	90
Tableau 42 Valeurs de l'action GCER par les trois valeurs terminales de la méthode EVA MVA	90
Tableau 43 Application de la méthode Cashs to Equity à la valorisation de la GCER	91
Tableau 44 Test de sensibilité de la méthode Cashs to Equity en faisant varier le WACC et le PER de sortie	91
Tableau 45 Paramètres du modèle de Merton du risque crédit	92
Tableau 46 Les premiers calculs du modèle de Merton	93
Tableau 47 Informations supplémentaires obtenues par le modèle de Merton	93
Tableau 48 Test de sensibilité du modèle de Merton	94
Tableau 49 Synthèse finale des méthodes d'évaluation	95

Liste des figures

Figure 1 Mécanismes de formation des prix	4
Figure 2 Le bilan et l'actif net comptable	24
Figure 3 Le bilan économique et l'actif net réévalué (ANR)	25
Figure 4 La composition du portefeuille de la STB INVEST	51
Figure 5 Évolution du chiffre d'affaires entre 2002 et 2015	58
Figure 6 Évolution des rapports : VA/CA et EBE/CA entre 2005 et 2015	58
Figure 7 Évolution des ratios: Rentabilité économique et rentabilité financière entre 2005 et 2015	62
Figure 8 L'évolution des ratios : ROE et ROA entre 2005 et 2015	62
Figure 9 Évolution de la production nationale de la branche plastique en Tunisie 2010-2013.	64
Figure 10 Les importations de la branche plastique en Tunisie	65
Figure 11 Matrice SWOT de la GCER	66
Figure 12 Effet de la distribution du dividende sur le cours et le rendement historiques	70
Figure 13 Effet du Split Stock sur le cours et le rendement	70
Figure 14 Effet de dividende, droits d'attribution, de souscription et de split sur le cours et le rendement	71
Figure 15 Synthèse de l'approche patrimoniale pour la valorisation de la GCER	80
Figure 16 Synthèse de l'approche par les comparables	84
Figure 17 Bénéfice durable de la GCER	86
Figure 18 Valeur de l'action avant et après la date d'évaluation (valeur moyenne de toutes les méthodes)	97
Figure 19 Fourchette de valeurs de l'action GCER (synthèse finale)	98

Liste des abréviations et des sigles

AE : actif économique
ANC : actif net comptable
ANCC: actif net comptable corrigé
ANR: actif net réévalué
API: agence de promotion des investissements
BFR : besoin en fonds de roulement
BL : beta leveraged
BPA : bénéfice par action
BTA : bons de trésor assimilables
BU : beta unleveraged
CAF : capacité d'auto financement
CAPEX : capital expenditure
CAPM: capital asset pricing model
CB : capacité bénéficiaire
CCA : compte courant des associés
CCEF : compagnies des conseils et experts financiers
CNES : conseil nation économique et social
CP: capitaux propres
CPNE : capitaux permanent nécessaire à l'exploitation
DAMP : dotations aux amortissements et provisions
DCF : discounted cash flows
DCT : dettes à court terme
DDM: discounted dividend model
DFN: dette financière nette
EBE : excédent brut d'exploitation
EBIT : Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA : Earnings Before Interest and Taxes Depreciation and Amortization
EPS: earnings per share
EURL : entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée
EVA : economic value added
FCF: free cash flows
FP: fonds propres
FR : fonds de roulement
GCER : génie chimique études et réalisations (ou génie des composites études et réalisations)
GW : goodwill
IS : impôt sur les sociétés
LMBO: Leverage management buy out
MEDAF: modèle d'évaluation des actifs financiers
MVA : market value added
ONS: Office national des statistiques
OPA : offre publique d'achat
OPE : Offre publique d'échange
PBV : price to bookvalue
PER : price earnings ratio
RBE : résultat brut d'exploitation
ROA : return on assets
ROCE : return on capital employed
ROE : return on equity
SARL : société à responsabilité limitée

SICAF: société d'investissement à capital fixe
SICAR: société d'investissement à capital risque
SICAV: société d'investissement à capital variable
SPA : société par actions
SWOT : strengths weeknesses, opportunities, threats
TCR : tableau de compte de résultats
TN : trésorerie nette
VA : valeur ajoutée
VMC : valeur mathématique comptable
VMCC : valeur mathématique comptable corrigée
VSB : valeur substantielle brute
VT : valeur terminale
WACC : weighted average cost of capital

Introduction générale

INTRODUCTION GENERALE

L'évaluation de l'entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique contemporaine, disent Jean Baptiste et Jean Claude Tournier dans leur ouvrage intitulé : *Évaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ?* En effet, tout s'achète et se vend à un rythme très rapide et l'entreprise n'échappe pas à ces mécanismes de transaction accélérés. Sous l'effet conjoint de mondialisation des échanges, le nombre de cessions d'entreprises à travers le monde n'a cessé d'augmenter.

L'introduction d'une entreprise en bourse est un mécanisme qui contribue significativement à la croissance du marché financier. En Tunisie, le nombre d'entreprises cotées à la BVMT il y a dix ans ne dépasse pas cinquante. Actuellement il avoisine quatre-vingt entreprises. Aussi, la capitalisation de tout le marché boursier tunisien, il y a huit ans, était de l'ordre de huit milliards de dinars alors qu'elle dépasse maintenant les 18 milliards de dinars. Ceci s'explique par l'engouement des investisseurs à rechercher une rémunération meilleure auprès du marché boursier. C'est d'ailleurs valable même si le marché tunisien est naissant et ne comporte pas autant d'entreprises que l'Europe qui en contient des centaines ou le marché américain dont le nombre d'entreprise se compte en milliers.

L'évaluation de l'entreprise en vue de son introduction en bourse est un métier qui prend aujourd'hui une place préoccupante aux yeux des investisseurs et des décideurs. Le présent mémoire traite en effet de ce métier et tente de joindre art et science en recensant les méthodes d'évaluation qui existent en théorie et de les appliquer dans le cas d'une entreprise industrielle qui se verra bientôt introduite en bourse. Il s'agit d'un cas réel susceptible de répondre à la question principale que l'on se pose le long de ce mémoire : *Les méthodes d'évaluation d'entreprise convergent-elles vers le même prix ? ou bien faut-il déterminer une fourchette qui soit commune à toutes les méthodes ?*

En effet, nous allons être amenés à se poser plusieurs autres questions relatives aux aspects techniques des méthodes d'évaluation de l'entreprise, entre autres :

- Faut-il appliquer toutes les méthodes d'évaluation ou bien choisir celles qui répondent aux spécificités de l'entreprise ?
- La valeur de l'entreprise calculée est-elle obtenue d'une manière rigoureuse, scientifique et précise ou bien il y a une part de subjectivité relative au choix de paramètres ?

Dans l'objectif de résumer l'ensemble de ces techniques et de les appliquer dans notre cas, il est nécessaire de procéder à la consultation de la revue de littérature et de réunir tous les éléments qui permettent une bonne compréhension de ce métier. Nous allons en effet réunir ces éléments et mettre en avant les concepts fondamentaux suivant un ordre méthodologique qui reprend le schéma suivant :

Nous décrivons dans le premier chapitre de ce mémoire l'ensemble des concepts de base relatifs au métier d'évaluation. Ceci comprend la notion de valeur et du prix, le processus d'évaluation d'entreprise et surtout dans la partie de préparation. En effet, nous détaillerons cette phase car elle est le socle sur lequel se fondent les hypothèses de travail. Nous énumérerons les parties prenantes lors de l'évaluation à savoir le donneur d'ordre, l'acheteur/vendeur ou repreneur/cédant et découvrirons les motivations de chacun.

Suivra ensuite le deuxième chapitre à travers lequel nous dresserons une revue de l'ensemble des méthodes d'évaluation utilisées par les professionnels. Nous essayerons de les présenter dans leur ordre chronologique. La première section sera dédiée à l'approche patrimoniale qui est en effet la plus ancienne méthode. Ensuite, nous présenterons l'approche par les comparables à

travers les différents multiples utilisés par les professionnels. Quant à la troisième section, elle est dédiée à l'approche des flux qui repose sur un travail de prévision sous hypothèses. On présentera à travers cette section le modèle de Merton qui fait appel à des techniques d'optimisation poussées. Dans l'ensemble, nous préciserons dans quelles conditions faut-il appliquer telle ou telle méthode sans oublier d'énumérer les avantages et inconvénients de chacune.

Le dernier chapitre de ce travail sera consacré à l'utilisation de ces méthodes pour évaluer une entreprise industrielle. Nous découvrirons en effet si toutes les méthodes convergent vers un même prix ou elles présentent des disparités qui entravent l'accord entre l'acheteur et le vendeur. Pour ce faire, nous réaliserons l'étude empirique de cette évaluation auprès d'une société d'investissement à capital fixe. Nous étalerons le processus d'évaluation en détaillant chaque phase suivant le schéma directeur présenté précédemment. En effet, la première section de la partie empirique sera réservée au diagnostic de l'entreprise objet d'évaluation. On y étudiera le plan d'investissement et de financement de cette société et dresserons le rapport de *Due Diligence*. La deuxième section sera consacrée à l'utilisation des méthodes présentées en chapitre 2. A travers cette section nous découvrirons en effet si le métier d'évaluation est objectif ou bien comporte-t-il un effet de subjectivité.

CHAPITRE I :

Le contexte d'évaluation des entreprises

CHAPITRE I : LE CONTEXTE D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

Introduction

L'évaluation d'entreprise est une opération qui consiste à calculer la valeur de l'entreprise par l'application de différentes méthodes d'évaluation. Il nous semble nécessaire, avant d'exposer ces différentes méthodes d'évaluation, de commencer par l'explication de la notion de valeur et expliciter les différentes ambiguïtés qui la lient avec la notion du prix. Nous nous intéresserons ensuite aux différentes circonstances dans lesquelles il est envisagé d'effectuer une opération d'évaluation. Enfin, nous citerons les principales étapes préalables que doit suivre l'évaluateur dans sa préparation d'évaluation.

A cet effet, nous jugerons utile de subdiviser le présent chapitre en trois sections comme suit :

Section 01 : La valeur et le prix.

Section 02 : Le contexte de l'évaluation.

Section 03 : La préparation de l'évaluation.

I-1 La valeur et le prix

L'objectif d'une opération d'évaluation est la détermination d'une valeur théorique de l'entreprise. Elle ne reflète d'aucune manière sa valeur réelle. Aussi, il est plus approprié de parler de fourchette de valeurs déterminée par la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation. A la différence du prix qui est unique, la valeur s'exprime sous différentes notions.

Nous évoquerons dans cette section la différence entre la valeur et le prix et les différentes notions de valeurs.

I-1-1 Différence entre valeur et prix

Bien que souvent confondus, la valeur et le prix sont deux notions différentes. En effet, une entreprise peut avoir plusieurs valeurs selon les différentes méthodes d'évaluation utilisées, alors qu'elle n'a qu'un seul prix lorsqu'elle fait l'objet d'une transaction sur le marché.

La valeur est une opinion émanant d'une appréciation externe à l'entreprise et qui se caractérise par sa subjectivité. En effet, elle est indiquée par l'évaluateur en application des différentes méthodes d'évaluation qui aboutissent à la détermination d'une fourchette de valeurs permettant ainsi de construire une zone de négociation à l'intérieure de laquelle sera fixé le prix de l'entreprise.

Aussi ; le prix se caractérise par sa dimension objective et réelle, donc il est unique et le même pour toutes les parties de la transaction. Il est issu de la confrontation d'une offre et d'une demande sur le marché réel. Il sera donc fonction de nombreux paramètres tant objectifs que subjectifs tels que la performance de l'entreprise, le rapport de force entre le vendeur et l'acheteur, la motivation des parties en présence, la qualité et la pertinence des négociateurs, la quotité du capital échangé, la typologie de l'acheteur, etc.

Le schéma suivant illustrera le mécanisme de formation du prix de l'entreprise par la confrontation de ses différentes valeurs sur le marché réel.

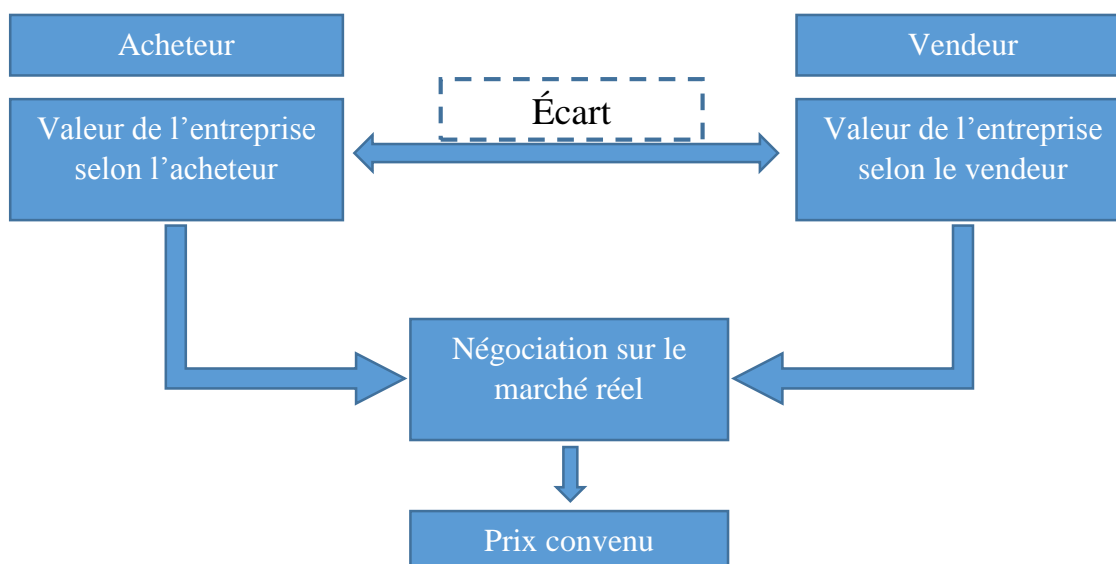


Figure 1 Mécanismes de formation des prix

Source : Par l'étudiant

I-1-2 La notion de valeur

Il existe plusieurs définitions qui peuvent être attribuées au concept de la valeur, Kapricek recense les types de valeurs suivants (2010, p. 17-20) :

❖ La valeur comptable ou la valeur aux livres

Il s'agit de la valeur qui figure au bilan comptable de l'entreprise. Elle correspond au coût monétaire d'acquisition d'un actif, c'est-à-dire, sa valeur initiale à son entrée dans le patrimoine de l'entreprise (coûthistorique).

❖ La valeur subjective

Elle représente une opinion adoptée par une personne ou un groupe de personne particulièrement favorable à l'égard de l'objet évalué en question.

❖ La valeur pour le propriétaire

C'est la valeur subjective d'un bien tel qu'il est perçu par son propriétaire en fonction des avantages qu'il lui procure.

❖ La valeur marchande ou vénale

C'est le prix le plus élevé que le propriétaire d'un bien espère encaisser à la suite de la vente de ce dernier sur le marché à la date de la transaction.

❖ La valeur de remplacement (à neuf)

Il s'agit de l'ensemble des coûts qu'il faudrait engager par l'entreprise à la date d'évaluation pour reproduire un bien à neuf identique à celui qu'elle détient. C'est en quelque sorte le prix qu'il faudrait payer pour le remplacer et assurer son renouvellement.

❖ La valeur de liquidation

C'est la valeur marchande d'un bien obtenue sur le marché dans une situation de cessation d'activité après le paiement des frais et des impôts.

❖ La valeur sentimentale

Elle correspond à la valeur attribuée particulièrement par le propriétaire à son bien en raison de son attachement sentimental à ce bien.

❖ La valeur réelle

Elle sous-entend qu'un bien en réalité peut valoir plus ou moins que son propriétaire pense qu'il vaut.

❖ La valeur d'exploitation

Il s'agit de la valeur attribuée à une entreprise dans la perspective de poursuite de son activité.

❖ La valeur liquidative

Elle correspond au produit de vente d'un actif dans la perspective de liquidation progressive de l'entreprise sans déduction ni de frais, ni d'impôts.

I-2 Le contexte de l'évaluation

Les circonstances à l'occasion desquelles il est envisagé d'effectuer une évaluation sont multiples. L'analyse préalable de ce contexte par l'évaluateur est indispensable. Pour ce faire, il doit commencer par l'identification du donneur d'ordre, la nature de l'entité à évaluer, les motivations de l'évaluation et le recueil des informations nécessaires à l'étude de l'entité en question.

I-2-1 Le donneur d'ordre

Avant d'entamer une bonne démarche d'évaluation d'entreprise, l'évaluateur doit s'informer sur la qualité du donneur d'ordre ainsi que sur ses motivations. En effet, l'opération d'évaluation peut être initiée à la demande de différents acteurs à savoir :

1- Le chef de l'entreprise

Dans ce cas, l'évaluation se fait dans le but d'aider à la prise de certaines décisions ou encore pour apprécier la gestion de l'entreprise.

2- Le banquier

Le banquier s'intéresse à l'évaluation de l'entreprise afin de mesurer les risques qu'il encourt en cas où il s'engagerait avec celle-ci à travers des financements qu'il pourrait lui accorder.

3- Les actionnaires

L'évaluation peut être initiée par les actionnaires afin d'apprécier le rendement des capitaux qu'ils ont engagés dans l'entreprise et les risques de leur investissement.

4- Le personnel

L'évaluation d'entreprise peut se faire à l'initiative de son personnel dans le cas où il prévoirait sa reprise.

5- L'Etat

L'Etat peut engager l'évaluation d'une entreprise dans le but de sa privatisation ou pour un contrôle fiscal.

I-2-2 L'entité à évaluer

L'entreprise, objet de l'évaluation, est une entité dotée, d'une personnalité juridique unique, d'hommes, d'une organisation, d'une culture et d'un savoir-faire. C'est aussi, un bien marchand, constituée de biens matériels (mobiliers et immobiliers) qui concourent à la production de biens et services dans le but de réaliser des profits.

L'évaluateur doit accorder une importance primordiale à tous ces éléments qui doivent faire l'objet d'un diagnostic précis (notamment l'environnement juridique et fiscal) qui tiendrait compte du contexte dans lequel se déroulera l'opération envisagée.

I-2-3 Les motivations de l'évaluation

Les raisons qui donnent lieu à une évaluation d'entreprise sont multiples. Tournier évoque les cas d'évaluation suivants (2003, p. 4) :

❖ Evaluation pour un besoin interne

L'évaluation régulière et continue de l'entreprise est indispensable. En effet, elle permet d'une part, à ses dirigeants de vérifier la réalisation des objectifs de leur gestion et de se prémunir contre les éventuels risques futurs, et d'autre part, de répondre à la question que se posent les actionnaires sur la valeur de leur investissement (actions).

❖ L'ouverture du capital

Et ce, à travers :

1- L'augmentation du capital.

Lors de l'augmentation du capital de l'entreprise, l'évaluation de celle-ci est primordiale afin de déterminer la valeur de ses nouvelles actions ou parts.

2- L'introduction en bourse

Dans ce cadre, l'évaluation doit être menée afin de déterminer le cours de l'introduction de l'entreprise en bourse.

❖ **Les opérations de croissance externe**

Les opérations de croissance externe sont diverses :

1- La fusion

La fusion est l'opération par laquelle deux (ou plusieurs) sociétés se réunissent pour n'en former qu'une seule. Elle peut se résulter soit par l'absorption d'une société par l'autre (fusion-absorption), soit par la création d'une société nouvelle, les anciennes disparaissent (fusion-réunion).

L'opération de fusion nécessite au départ l'évaluation des deux sociétés ou la société nouvellement créée afin de pouvoir déterminer les parités d'échange.

2- Le partenariat

Le partenariat est l'union des efforts de deux ou plusieurs entreprises afin de défendre leurs intérêts communs. L'intérêt de fondateur est de se procurer de nouveaux apports en fonds propres et en technologie pour financer la croissance de son entreprise alors que l'intérêt de l'investisseur réside dans la rentabilisation de ses fonds engagés. Lors de la négociation des accords de partenariat ; la prise en compte du prix, du montant de l'investissement, la crédibilité du projet...etc. nécessite une opération d'évaluation.

3- Offre Publique d'Achat (OPA) et Offre Publique d'Echange (OPE)

« L'OPA est une offre d'achat adressée publiquement aux actionnaires d'une société cible par une autre société, en vue de prendre le contrôle. Elle peut porter sur des cations ou plus généralement sur les titres donnant accès au capital. L'OPE se distingue de l'OPA par le mode de règlement des titres acquis. La société initiatrice de l'OPE offre en contrepartie ses propres titres, alors que dans l'OPA le règlement se fait en espèces » (Gérard, 1996).

4- Les transmissions

Et ce, par le billet de :

- La succession

C'est une transmission qui survient après le décès d'un propriétaire. Elle fait appel au partage des biens de défunt entre les différents héritiers, ce qui nécessite une évaluation de l'entreprise pour calculer les droits de succession.

- Les cessions-acquisitions

Les opérations de cession des entreprises sur le marché constituent l'un des modes les plus fréquents de transmission. Elles peuvent être motivées par plusieurs facteurs :

- a) Assurer la pérennité de l'entreprise : il est plus facile et plus efficace de reprendre une affaire que de créer une nouvelle entité qui est vulnérable à son démarrage
- b) Trouver des synergies entre les hommes, les produits, les marchés et les moyens financiers afin de réaliser des économies d'échelle.
- c) Réaliser une plus-value financière par l'acquisition des actifs de l'entreprise pour les revendre
- d) Les désintérêts des actionnaires majoritaires pour un secteur particulier, la volonté de diversifier leur patrimoine, besoin de liquidité...etc.
- e) La volonté de l'Etat de se désengager de la gestion d'une entreprise, il la transmettra au secteur privé (par le processus de privatisation).

- Le rachat d'entreprise par ses salariés (RES)

Le RES (rachat d'Entreprise par ses Salariés) est la version française du LMBO (Leverage Management Buy Out) et qui consiste à faire reprendre l'entreprise par ses cadres ou dirigeants.

Dans ce cas, la valeur de l'entreprise doit subir une décote du fait que l'entreprise n'ait pas trouvé d'autres acquéreurs que son personnel.

5- L'évaluation fiscale

L'administration fiscale est amenée parfois à effectuer des opérations d'évaluation des entreprises afin de déterminer l'assiette sur laquelle seront calculées certaines redevances.

I-2-4 La démarche de l'évaluateur

Pour bien accomplir sa mission d'évaluation et obtenir une fourchette de valeurs aussi fiable que possible, l'évaluateur doit suivre une démarche cohérente et bien organisée passant ainsi par un certain nombre d'étapes indispensables :

- 1- Appréciation et analyse des différents contextes d'évaluation pour lui permettre d'orienter son travail selon une certaine logique et adopter une démarche bien précise.
- 2- Prise de connaissance de l'entreprise par la collecte de maximum d'informations internes et externes ;
- 3- Diagnostic de l'entreprise afin d'identifier ses points faibles et ses points forts.
- 4- Elaboration du business plan afin de ressortir la stratégie de l'entreprise ainsi que ses perspectives en matière de résultats.
- 5- Evaluation de l'entreprise à travers plusieurs méthodes.

I-3 La préparation de l'évaluation

Afin de bien analyser le contexte, dans lequel s'effectue l'opération d'évaluation, l'évaluateur doit suivre une démarche très cohérente. Il commencera d'abord par la récolte d'informations relatives à l'entreprise, puis il procédera à leur retraitement. Ensuite, il réalisera un diagnostic global de l'entreprise par une analyse profonde de son potentiel et de son avenir. Enfin, il procédera à l'élaboration de ce qu'on appelle le plan d'affaire ou le business plan afin de ressortir la stratégie de l'entreprise ainsi que ses perspectives en matière de résultats.

I-3-1 La collecte des informations

La récolte des informations inhérentes à l'entreprise constitue une étape préalable à toute opération d'évaluation. Elles peuvent relever des domaines juridiques, techniques, commerciales, comptables ou financiers. Elles peuvent être d'ordre interne ou externe à l'entreprise.

1- Les informations internes à l'entreprise

Elles englobent toutes les données sur les documents de base inhérents à l'entreprise, notamment :

- **les documents juridiques**
 - ❖ Les statuts de l'entreprise
 - ❖ La liste des administrateurs
 - ❖ Copie du registre des titres
 - ❖ Procédure de détermination du capital de l'entreprise.
- **Les documents techniques et commerciaux**
 - ❖ Principaux contrats commerciaux ;
 - ❖ Fiche de production par lignes de produits ;
 - ❖ Processus de fabrication et techniques employées ;
 - ❖ Fiche de contrôle de la production ;
 - ❖ Dossier technique des machines.

- **Les documents comptables**
 - ❖ Les bilans, tableaux des comptes des résultats ;
 - ❖ Dossier de la réévaluation des actifs ;
 - ❖ Rapport des commissaires aux comptes.
- **Les documents financiers :**
 - ❖ Budget d'exploitation et d'investissement ;
 - ❖ Plan de financement ;
 - ❖ Détail des engagements hors bilan.
- **Les documents organisationnels et sociaux :**
 - ❖ Organigramme et procédure de gestion ;
 - ❖ Comptes rendus d'assemblées générales ;
 - ❖ Rapport d'audit interne ;
 - ❖ Les procès-verbaux des conseils d'administration.

La collecte des informations précédentes à travers ces documents de base ne suffit pas. En effet, d'autres informations peuvent être recueillies par l'évaluateur en effectuant des entretiens avec les dirigeants et le personnel, ou directement observées sur le terrain. C'est pourquoi, il est nécessaire de conforter ces données recueillies sur pièce par des observations sur place. Cette démarche permet de vérifier l'exactitude de ces informations et de comprendre le fonctionnement réel de l'entreprise.

2- Les informations externes à l'entreprise :

Elles concernent toutes les données relatives à l'environnement externe de l'entreprise :

- ❖ La tendance des marchés sur lesquels elle intervient ;
- ❖ Les différents partenaires de l'entreprise (Etat, banques, fournisseurs, clients...etc.) ;
- ❖ Le secteur d'activité de l'entreprise (performances, moyenne sectorielles, poids de l'entreprise parmi ses concurrents... etc.) ;
- ❖ Les produits de l'entreprise ;
- ❖ ...etc.

Ces données peuvent être fournies par plusieurs institutions, notamment :

- ❖ Les partenaires de l'entreprise ;
- ❖ Le Ministre de Commerce ;
- ❖ La Chambre de Commerce ;
- ❖ L'Office National des Statistiques (ONS) ;
- ❖ Les rapports établis par le Conseil National Economique et Social (CNES) ;
- ❖ Les revues professionnelles ;
- ❖ ...etc.

Une démarche dynamique de l'étude se base sur la qualité des données et des informations récoltées. En effet, celles-ci, considérées comme solides et pertinentes, aboutissent à une évaluation correcte.

I-3-2 Les retraitements

L'étape des retraitements des comptes est nécessaire dans un processus d'évaluation du fait qu'elle permet de mieux apprécier la réalité économique de l'entreprise. En effet, plusieurs astuces comptables, telles que les différentes modalités de comptabilisation et d'amortissement, l'évolution de certains prix ; pourraient entraîner des écarts entre le résultat comptable et le résultat économique ou réel.

Aussi, il apparaît nécessaire d'apporter des corrections sur les postes les plus sensibles du bilan comptable, du compte de résultat et les prévisions.

1- Le retraitement du bilan

Au niveau du bilan, l'évaluateur doit savoir si la valeur nette comptable des actifs et des passifs enregistrée à leurs coûts historiques, correspond bien à leur valeur économique, à leur valeur réelle. L'évaluateur doit donc procéder au retraitement des différents postes du bilan afin de corriger les effets de certains décalages entre la réalité économique du patrimoine de l'entreprise et de sa présentation bilancielle.

A- Le retraitement des postes de l'actif

A-1 Les immobilisations

Les immobilisations sont des biens achetés par l'entreprise, destinées à rester dans la société plusieurs années. Elles se distinguent en immobilisations corporelles, incorporelles et financières.

❖ Les immobilisations corporelles

Elles sont constituées de terrains, de constructions, de matériels de productions, d'agencements et installations techniques, ...etc. généralement, elles figurent au bilan à leur valeur historique. Toutefois, elle ne reflète pas leur valeur réelle. Pour cela, l'évaluateur les ré estime en retenant leur valeur vénale ou leur valeur d'utilité qui représente plutôt ce que ces immobilisations peuvent rapporter à l'avenir que ce qu'elles ont coûté au passé.

❖ Les immobilisations incorporelles

Cette rubrique regroupe des emplois durables de fonds qui ne correspondent ni à des actifs physiques, ni à des actifs financiers. Il s'agit de droits obtenus en contrepartie de dépenses. On trouve notamment, les frais préliminaires, les frais de recherche et de développement, ou encore le capital souscrit non appelé. Ces éléments sont considérés comme des non-valeurs qu'il faudrait retrancher du bilan.

S'agissant d'autres actifs immatériels tels : le fonds de commerce, les brevets et droits, les marques et licences ; feront l'objet d'une évaluation propre.

❖ Les immobilisations financières

Les immobilisations financières sont constituées par des créances et des titres détenus par l'entreprise dans un souci de son développement. On distingue : les titres de participations et les valeurs mobilières de placement.

Elles sont réévaluées à leur cours boursier moyen, s'il est disponible, sinon on retiendra leur prix de remboursement.

A-2 Les actifs circulants

Les actifs circulants sont constitués des stocks, des créances et des disponibilités.

❖ Les stocks

Avant de procéder à l'évaluation des stocks, l'évaluateur doit vérifier l'existence physique de ces stocks, de la pérennité de leur mode de comptabilisation et de la régularité de leur provisionnement. Ensuite, il devra les corriger des éventuelles sous-évaluations ou surévaluations.

❖ Les créances

Généralement, elles sont retenues pour leur valeur réelle au bilan. Toutefois, il y a lieu de s'assurer que les provisions relatives à l'ensemble de ces postes ne sont ni insuffisantes, ni exagérées.

S'agissant de charges enregistrées d'avance, mais non consommées, sur un exercice, elles sont reprises à l'actif. Il convient d'en avoir le détail, et de les examiner une à une pour en extraire les non-valeurs.

❖ Les disponibilités

Elles sont constituées des liquidités disponibles en compte bancaire et en caisse. A ce niveau, on doit vérifier l'existence des espèces en caisse, et de la disponibilité des fonds en banque, en effectuant un rapprochement avec les relevés bancaires.

B- Les retraitements des postes du passif

B-1 Les fonds propres

Les fonds propres ne sont pas concernés par le retraitement puisqu'ils constituent la différence entre les actifs et les dettes, mais l'évaluateur doit vérifier que le capital a bien été libéré en totalité.

Il est à noter aussi que les autres fonds propres tel que le compte courant des associés(CCA) doivent être considérés comme un passif exigible et non comme des fonds propres, à l'exclusion des comptes courants bloqués qui constituent des quasi fonds propres ;

B-2 Les dettes

❖ Les dettes d'exploitation

Elles sont estimées en principe à leur juste valeur.

❖ Les dettes financières

Les dettes financières dont le taux d'intérêt ne dépend pas des taux de marché sont retraitées. Leur valeur réelle est estimée par la valeur actuelle, au taux de marché, des flux futurs auxquels l'entreprise devra faire face.

B-3 Les produits constatés d'avance :

Ce sont des produits perçus alors que la prestation n'a pas encore réalisée. Il est nécessaire d'en avoir le détail pour valider la réalité économique de leur niveau. Dans l'hypothèse où ce montant serait insuffisant, il faudrait le réévaluer. Il constitue une dette sur l'avenir.

B-4 Les provisions pour risques et charges

Leur objectif est de valoriser sous forme de dette future les risques et charges qui pèsent sur l'entreprise. A cet effet, l'évaluateur doit chercher en détail leur valeur ; il peut les augmenter ou diminuer en fonction des charges et risques provisionnés ou bien éventuels non provisionnés, ou carrément les annuler si on les considère non justifiées.

2- Le retraitement des comptes de résultat

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 reproduire. Pour ce faire, il doit déceler, dans les comptes passés, les facteurs susceptibles de transformer cette capacité bénéficiaire, puis procéder aux corrections nécessaires.

Les retraitements les plus courants sont les suivants :

A- La production stockée

L'entreprise augmente ses stocks lorsqu'elle produit plus qu'elle ne vend. Ainsi, la production stockée diminue l'impact des charges fixes et améliore la rentabilité de l'exercice concerné au détriment des exercices futurs. Logiquement, la production stockée reste cohérente par rapport à l'évolution de l'activité de l'entreprise. Si elle ne suit pas cette tendance, elle doit être examinée de près et sans doute retraitée du montant des charges de production qu'elle subit.

B- La production immobilisée

Elle représente la partie de la production que l'entreprise a effectuée et conservée pour elle-même et qui n'est pas entrée dans la constitution du chiffre d'affaire. Elle comprend le coût des matières premières, les charges directes et indirectes de production. L'entreprise procède à leur amortissement transférant ainsi des pertes dans le futur, ce qui nécessite leur retraitement.

C- Les traitements, les salaires et les charges sociales

On trouve fréquemment des salaires non conformes au marché (rémunération excessive ou insuffisante), surtout pour les entreprises familiales où les propriétaires fixent eux même leurs rémunérations. A ce stade, il y a lieu d'effectuer des retraitements de la masse salariale et de la corriger par rapport au marché d'entreprises similaires.

D- Le crédit-bail

Il convient d'apporter les corrections suivantes :

- ❖ Réintégrer au résultat la part du loyer correspondant au remboursement ;
- ❖ Considérer comme frais financiers la part du loyer correspondant aux intérêts ;
- ❖ Prendre en compte les amortissements concernant les immobilisations « leasées ».

E- Les amortissements

Les méthodes et les durées d'amortissements des biens doivent être comparées et adaptées à celles pratiquées par les autres entreprises du même secteur d'activité.

F- Les provisions

Le retraitement des provisions est identique à celui pratiqué au niveau du bilan.

G- Transfert de charges

L'évaluateur analyse avec précision les charges transférées et se pose la question de la réalité de l'avantage compétitif apporté par le fruit de ces charges à l'avenir de l'entreprise. Si elle semble peu évidente, les transferts de charges seront retraités.

H- Le résultat financier et le résultat exceptionnel

Il y a lieu de corriger la déformation du résultat de telle sorte à avoir un résultat récurrent.

3- Le retraitement des prévisions

Pour rendre le plus fiable possible les prévisions d'exploitation établies et de mieux estimer les résultats récurrents que l'entreprise peut générer à l'avenir, l'évaluateur devra procéder à quelques retraitements. Pour ce faire, il doit se baser sur les résultats récurrents des exercices passés tout en prenant en considération l'impact des décisions stratégiques, commerciales, sociales que peut prendre l'entreprise.

L'évolution de l'activité doit être cohérente avec les moyens de production de l'entreprise, ainsi qu'avec les résultats des diagnostics menés :

- ❖ Le taux de marge et de la valeur ajoutée doivent correspondre à ceux du passé ;
- ❖ Les effectifs, la masse salariale et les charges externes doivent être en rapport avec l'évolution de l'activité ;
- ❖ Les amortissements doivent tenir compte de la politique d'investissement ;
- ❖ Les provisions doivent être comparables à la tendance du passé ;
- ❖ Les frais financiers doivent correspondre à l'évolution de l'endettement.

Une fois que les informations collectées auprès de l'entreprise sont retraitées, l'évaluateur procède aux différents diagnostics de celle-ci.

I-3-3 Le diagnostic de l'entreprise

Le diagnostic de l'entreprise constitue une étape capitale dans un processus d'évaluation d'entreprise. En effet, il permet à l'évaluateur d'apprécier la situation de l'entreprise en faisant apparaître ses points forts et points faibles.

La démarche générale est de dérouler les diagnostics suivants :

- ❖ Le diagnostic fonctionnel : qui permet d'analyser les principales fonctions de l'entreprise ;
- ❖ Le diagnostic financier : qui permet d'apprécier la santé financière de l'entreprise ;
- ❖ Le diagnostic stratégique : qui permet de décrire les différentes activités de l'entreprise, son positionnement dans son secteur d'activité ; l'efficacité et l'efficience de sa stratégie de développement mise en œuvre et l'importance de la concurrence.

1- Le diagnostic fonctionnel

Ce diagnostic consiste à l'analyser des principales fonctions de l'entreprise afin de ressortir les points faibles et forts de chacune d'elles.

Pour ce faire, l'évaluateur passe en revue les principaux diagnostics suivants :

A- Le diagnostic culturel, juridique et fiscal

A-1 Historique et culture

Comprendre le passé de l'entreprise, son histoire, les transformations qu'elle a subies dans le temps... etc., sont autant d'éléments qui permettent à l'évaluateur d'avoir une opinion claire de ce qu'est l'entreprise et, de ce qu'elle est susceptible de devenir.

Ainsi, la culture de l'entreprise constitue un élément déterminant de ses transactions commerciales, en effet, l'investissement nécessaire à l'adaptation de cette culture à la réalité du marché, est un composant de la valeur.

A-2 Le contexte juridique et fiscal

L'analyse du contexte juridique et fiscal de l'entreprise par l'évaluateur doit faire l'objet d'un examen détaillé. Elle consiste en :

- ❖ La forme juridique de l'entreprise (SARL, SPA, EURL,...etc.), et la responsabilité
- ❖ des propriétaires et leurs pouvoirs de décision ;
- ❖ Les statuts juridiques de l'entreprise et leur cohérence avec l'activité exercée et avec l'activité potentielle ;
- ❖ Les différents contrats qui lient l'entreprise à ses salariés, à ses actionnaires, aux tiers (clients, fournisseurs,..) pour mesurer les rapports de force existants entre l'entreprise et ses partenaires ;
- ❖ La situation fiscale de l'entreprise (impôts latents, avantages fiscaux,...).

B- Le diagnostic des ressources humaines :

L'analyse des ressources humaines permet d'évaluer le potentiel humain de l'entreprise, ses perspectives d'évolution et la capacité de gestion de l'équipe dirigeante. Pour ce faire, l'évaluateur suit la démarche suivante :

- ❖ Apprécier l'organisation générale de l'entreprise à travers son organigramme hiérarchique et fonctionnel ;
- ❖ Analyser les moyens humains de l'entreprise à travers : l'étude de l'évolution de leurs effectifs et ses causes ; l'étude de la structure et la répartition de leurs personnels en fonction : du niveau de qualification (cadre, maîtrise, exécution), l'ancienneté et l'âge (personnel âgé ou jeune) ; l'étude du niveau de polyvalence des salariés ;
- ❖ Apprécier le climat social qui règne dans l'entreprise : est-il conflictuel ou serein ? Pour cela, l'évaluateur pourra recourir à un certain nombre d'indicateurs, notamment : les

grèves, les conflits salariaux, les départs, la relation dirigeant/personne¹,...etc.

- ❖ Etudier les politiques menées par les dirigeants concernant : le type de management utilisé (autocratique ou participatif), le niveau de rémunération, les modalités et objectifs de recrutement, la politique d'encadrement et de formation et enfin la politique d'intéressement.

C- Le diagnostic des moyens et de l'organisation

Au-delà des moyens humains préalablement abordés précédemment, l'entreprise dispose de moyens immobiliers, mobiliers et informatiques.

L'analyse de ces moyens permet d'évaluer l'état du matériel (degré de vétusté, d'obsolescence), les conditions d'exploitation et la capacité de production afin de voir s'ils répondent aux besoins actuels et futurs de l'entreprise.

Cette analyse peut se faire à travers deux types de démarches :

- ❖ Une démarche descriptive destinée à situer avec précision l'état des moyens dont dispose l'entreprise et à le comparer avec les outils dont dispose les autres entreprises concurrentes.
- ❖ Une démarche prospective qui permet d'estimer si ces moyens et investissements sont compatibles avec les prévisions dans l'avenir.

Pour entamer ces démarches, l'évaluateur doit suivre certaines étapes :

- ❖ Voir l'implantation géographique du siège social de l'entreprise, est-elle éloignée de ses clients et de ses fournisseurs ? des bureaux, des usines, des ateliers, des centres de commercialisation.
- ❖ Analyser l'efficacité de l'équipement productif (est-il performant ? est-il sous-utilisé ?) par le biais d'indicateurs quantitatifs et qualitatifs tels que : le volume, le coût et la qualité de production.
- ❖ Etablir un état des constructions et bâtiments : sont-ils adaptés à l'activité, sont-ils modernes ou vétustes, et nécessitent-ils des coûts importants d'entretien, de maintenance ; l'entreprise est-elle bien assurée pour ces bâtiments et le cas échéant pour les risques de perte d'exploitation ?
- ❖ Description des terrains et leur régime juridique : sont-ils bâtis ou reste-t-il de l'espace pour agrandir ses implantations en cas de développement ? l'entreprise est-elle propriétaire ou locataire de ces terrains ?
- ❖ Analyser l'environnement de l'entreprise : est-elle polluante pour cet environnement ? les installations de retraitement et de recyclage sont-elles suffisantes ?
- ❖ Analyser les conditions d'exploitation : stade d'intégration de l'outil informatique, taux d'utilisation des équipements, organisation du contrôle qualité.

D- Le diagnostic économique

Le diagnostic économique permet à l'évaluateur d'étudier l'environnement externe de l'entreprise et ce qu'elle lui offre.

A cet effet, il portera essentiellement sur l'analyse des facteurs clés de l'entreprise à savoir : le secteur d'activité et les produits de l'entreprise.

D-1 Le secteur d'activité

L'analyse de secteur d'activité porte essentiellement sur l'étude descriptive et prospective des éléments qui le constituent à savoir : les fournisseurs, les clients, la position concurrentielle de

¹ Participation financière aux bénéfices dont profitent les salariés d'une entreprise.

l'entreprise afin de comprendre les mécanismes qui animent ce secteur et de pouvoir imaginer les principales évolutions possibles et d'anticiper le rôle que l'entreprise pourrait y jouer dans l'avenir.

- ❖ Les fournisseurs : quels sont les fournisseurs de l'entreprise ? Sont-ils solides financièrement ? Quelle est la nature du rapport de force entretenu avec eux : partenariat, dépendance, relation dominante ? quelle est la politique d'approvisionnement de l'entreprise ?
- ❖ Les clients : l'entreprise a-t-elle une clientèle nombreuse ? Comment est-elle répartie (par produit) ? Quelle est la solidité globale de la clientèle et notamment celle des clients les plus importants ? Comment évolue dans le temps le volume des clients douteux, des retards et des délais de paiement ?
- ❖ La position concurrentielle de l'entreprise : quelle est la part de marché actuelle et prévisionnelle de l'entreprise ? Quelle est la part de la concurrence ? quels sont les concurrents directs de l'entreprise et quel est son poids par rapport à eux ?

D-2 Les produits

L'analyse des produits de l'entreprise porte essentiellement sur la mesure de l'étendue de la gamme des produits proposés par l'entreprise, sa cohérence avec l'activité et avec la situation des concurrents ; le niveau de maturité, la durée de vie de chaque type de produit sur le marché ; l'entreprise dispose-t-elle de marques et brevets, pour protéger certains de ses produits voire pour en développer de nouveaux ?

2- Le diagnostic financier

Le diagnostic financier consiste à porter un jugement sur la santé financière de l'entreprise. Il permet de se prononcer sur l'exploitation et les résultats, sur les équilibres financiers ainsi que sur la solvabilité et la rentabilité de l'entreprise.

A cet effet, l'évaluateur doit vérifier si :

- ❖ L'entreprise est ou non financièrement saine ;
- ❖ L'entreprise dispose ou non des moyens financiers nécessaires à la mise en œuvre de sa stratégie.

Pour ce faire, l'évaluateur étudie l'évolution de l'activité de l'entreprise en adoptant la démarche suivante :

- ❖ L'analyse du bilan,
- ❖ L'analyse du tableau du compte de résultat (TCR),
- ❖ L'analyse des principaux ratios.

A- L'analyse du bilan

L'évaluateur procède à l'analyse du bilan afin d'apprécier les grands équilibres financiers et leur évolution. Elle s'effectue à travers les trois grands indicateurs suivants :

A-1 Le Fonds de Roulement (FR)

Le fonds de roulement peut être calculé par deux méthodes :

- ❖ Par le haut du bilan :

$\text{Fonds de roulement} = \text{Capitaux permanents} - \text{Actifs}$
--

Ceci représente le montant des capitaux permanents² restant à la disposition de l'entreprise après avoir financé tous les actifs immobilisés (Immobilisations Nettes).

² Capitaux permanents = Fonds Propres et autres Fonds Propres, Dettes à moyen et long terme, Comptes Courants d'associés et Provisions pour Risques et charges.

❖ Par le bas du bilan :

$$\text{Fonds de roulement} = \text{Actifs circulants} - \text{Dettes à court terme}$$

Ceci, met l'accent sur la finalité du fonds de roulement qui est le financement du cycle d'exploitation.

Si on déduit les dettes à long et moyen terme du FR, on obtient le fonds de roulement propre de l'entreprise, qui est un indicateur de son autonomie en termes de financement de ses investissements physiques, immatériels et financiers.

$$\text{Fonds de roulement propre} = \text{FR} - \text{Dettes à court terme}$$

Le fonds de roulement devrait être positif et suffisamment élevé pour assurer l'indépendance et la solvabilité de l'entreprise. Dans le cas contraire, elle doit recourir à un endettement plus important, ce qui affecterait son autonomie financière.

A-2 Le besoin en fonds de roulement (BFR)

Le besoin en fonds de roulement représente le montant des besoins de l'activité courante et qui n'est pas financé par les ressources d'exploitation. Il se calcule comme suit :

$$\text{BFR} = \text{Actif circulant (hors disponibilités)} - \text{Dettes circulantes (hors dettes)}$$

L'évaluateur apprécie l'évolution du BFR dans le temps en le comparant à l'évolution du chiffre d'affaire. Ceci traduit le rapport de force qui s'est établi entre l'entreprise et ses partenaires commerciaux (clients et fournisseurs).

A-3 La trésorerie nette (TN)

La trésorerie nette représente la différence entre le fonds de roulement et le besoin en fonds de roulement. Elle peut être aussi déterminée par la différence entre le montant des disponibilités et les avances bancaires.

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie Nette} &= \text{Fonds de roulement} - \text{Besoins en fonds de roulement} \\ \text{Trésorerie Nette} &= \text{Disponibilités} - \text{Avances} \end{aligned}$$

L'évaluateur apprécie l'évolution de la trésorerie nette dans le temps afin de se renseigner sur la solvabilité de l'entreprise.

B- L'analyse du compte de résultat (TCR)

L'analyse du TCR permet l'appréciation de la gestion de l'entreprise et de sa capacité à générer des profits. Elle renseigne l'évaluateur sur la constitution des différents niveaux résultats par l'étude des principaux soldes intermédiaires de gestion :

B-1 La marge commerciale (MC)

La marge commerciale est un indicateur très important pour les entreprises commerciales. Elle donne une information sur le profit brut procuré à l'entreprise par ses seules activités commerciales. Elle se calcule comme suit :

$$\text{MC} = \text{Ventes de marchandises} - \text{coût d'achat des marchandises}$$

Cet indicateur permet de suivre l'évolution de la politique commerciale dans l'entreprise. Pour juger l'efficacité de cette politique, l'entreprise procède au calcul du *taux de marge* en rapportant la marge commerciale au chiffre d'affaires.

B-2 La production de l'exercice

Elle représente l'ensemble de l'activité de production de la période. C'est un bon agrégat pour les entreprises industrielles. Elle se calcule comme suit :

$$\text{Production de l'exercice} = \text{production vendue} + \text{production stockée} + \text{production}$$

B-3 La valeur ajoutée

« La valeur ajoutée produite (VA) exprime la capacité de l'entreprise à créer des richesses dans ses activités économiques. Cette création de richesse découle de la mise en œuvre par l'entreprise de facteur de production (capital, main-d'œuvre, savoir-faire...). »³. Elle se calcule comme suit :

La valeur ajoutée représente la richesse créée qui peut être ensuite redistribuée aux parties prenantes à l'intérieure ou à l'extérieur de l'entreprise.

$$\text{VA} = \text{marge commerciale} + \text{production de l'exercice} - \text{consommation externes}$$

Elle doit être suffisante pour pouvoir rémunérer le travail (frais de personnel), les actionnaires (bénéfices), les bailleurs de fonds (frais financiers), les investissements (dotations aux amortissements) et l'Etat (impôts et taxes).

B-4 L'excédent brut d'exploitation (EBE)

L'EBE mesure le résultat économique de l'entreprise engendré par les seules opérations d'exploitation, indépendamment des politiques d'investissement, de financement et d'amortissement. C'est l'indicateur le plus pertinent en matière de performance économique de l'entreprise. Il se calcule comme suit :

$$\text{EBE} = \text{valeur ajoutée} + \text{subventions d'exploitation} - \text{frais de personnel} - \text{impôts et taxes}$$

B-5 Le résultat Brut d'exploitation (RBE)

Le RBE mesure aussi la performance économique de l'entreprise. Il indique sa richesse brute en tenant compte d'une part, de l'usure et de la dépréciation de l'exploitation et d'autre part, des produits d'exploitation. Il se calcule comme suit :

$$\text{RBE} = \text{EBE}$$

- +Autres produits d'exploitation
- Autres charges d'exploitation
- + Reprises sur provisions et transfert de charges d'exploitation
- Dotations aux amortissements et provisions

Le RBE exprime le résultat de l'activité courante, habituelle de l'entreprise. Il n'est pas influencé par la politique financière et les opérations exceptionnelles de l'entreprise.

B- 6 Le résultat courant avant impôt

Ce résultat mesure la rentabilité normale de l'entreprise sans prise en compte des événements exceptionnels et de l'incidence fiscale. Il intègre, par contre, les opérations financières de l'entreprise et donc sa politique de financement. Il est calculé comme suit :

³ H. De La Brulerie. « Analyse Financière ». Edition Dunod. Paris. Août 2002. P144.

Résultat courant avant impôt = RBE

- + Produits financiers
- Reprises sur provisions financières
- + Charges financières

B-7 Le résultat brut de l'exercice

Le résultat brut de l'exercice englobe toutes les opérations concernant l'exercice. Il intègre le résultat exceptionnel ou hors exploitation. Il se mesure comme suit :

Résultat brut de l'exercice= Résultat courant avant impôt

- + Produits exceptionnels
- Charges exceptionnels

B-8 Le résultat net de l'exercice

Le résultat net de l'exercice correspond au dernier solde comptable. Il s'obtient en soustrayant du résultat brut de l'exercice la participation des salariés et l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS).

Résultat net de l'exercice= Résultat brut de l'exercice

- Impôts sur les sociétés (IS)
- Participations des salariés

B-9 La capacité d'autofinancement (CAF)

Appelée aussi marge brute d'exploitation, la CAF constitue une ressource de financement interne générée par l'activité de l'entreprise. Elle résulte des performances économiques de l'entreprise mais aussi des politiques menées en termes d'endettement ainsi que le mode d'amortissement retenu. Elle est calculée comme suit :

CAF = Résultat net de l'exercice

- + Dotations aux amortissements
- Éventuelles reprises sur amortissement et provisions
- +/- Value sur cession d'actifs

C- L'analyse par la méthode des ratios

L'analyse par la méthode des ratios permet à l'évaluateur de mieux apprécier la situation financière de l'entreprise. Elle porte généralement sur les trois catégories de ratios suivantes :

C-1 Les ratios de structure financière

On peut citer les principaux ratios suivants :

- ❖ Le ratio d'équilibre financier : Capitaux permanents / Actif immobilisé net.
- ❖ Le ratio d'autonomie financière : Dettes à LMT / Capitaux Propres.
- ❖ Le ratio de capacité de remboursement : Dettes financières / CAF.
- ❖ Le ratio de solvabilité financière : Dettes à LMT / CAF.
- ❖ Le ratio de liquidité générale : Actif circulant / Dettes à Court Terme.

C-2 Les ratios d'activité et de gestion

A savoir les ratios suivants :

- ❖ L'évolution du FR par rapport à l'activité = $FR * 360 / \text{Chiffre d'affaire HT}$.
- ❖ L'évolution du BFR par rapport à l'activité = $BFR * 360 / \text{Chiffre d'affaire HT}$.
- ❖ Les délais d'écoulement des stocks = $\text{stocks moyens} / \text{Chiffre d'affaire HT}$.
- ❖ Les délais clients = $\text{Clients+effets escomptés non échus} / \text{Chiffre d'affaire TTC}$.
- ❖ Les délais fournisseurs = $\text{Dettes fournisseurs} / \text{Achats et charges externes TTC}$.

C-3 Les ratios de rentabilité :

Les ratios de rentabilité rapprochent un indicateur de résultat au chiffre d'affaire ou bien aux moyens mis en œuvre dans le but d'apprécier la capacité de l'entreprise à dégager des résultats, en d'autre terme sa rentabilité. Cette dernière peut être analysée en trois niveaux ; il s'agit de la rentabilité commerciale ou d'exploitation, de la rentabilité économique et de la rentabilité financière.

❖ Rentabilité commerciale

La rentabilité commerciale se mesure à travers la politique de prix de l'entreprise et la marge brute qu'elle prélève sur le prix de revient des marchandises vendues. On considère généralement le ratio le plus utilisé :

$\text{Ratio de rentabilité brute d'exploitation} = \text{EBE} / \text{Production.}$
--

❖ Rentabilité économique

La rentabilité économique mesure la capacité de l'entreprise à dégager un résultat (profit économique) en utilisant l'ensemble de ses moyens (actif économique). Le ratio de rentabilité économique se mesure comme suit :

$\text{Ration de rentabilité économique} = \text{Résultat économique}^4 / \text{Actif économique}^5$
--

❖ Rentabilité financière

⁴ Résultat économique = Excédent Brut d'Exploitation (EBE).

⁵ Actif économique = Actif immobilisé + BFR.

La rentabilité financière vise à apprécier le rendement des capitaux apportés que l'entreprise doit offrir à ses actionnaires. Il convient donc d'évaluer cette rentabilité à travers le ratio suivant :

$\text{Ratio de rentabilité financière} = \text{Résultat Net} / \text{Capitaux propres.}$

L'évaluateur procède à l'étude de ces ratios afin de porter un jugement sur la situation de l'entreprise. Aussi, il compare les ratios de cette entreprise appartenant à la même branche d'activité, ou à la moyenne du secteur, de manière à situer l'entreprise par rapport à des valeurs de référence des autres entreprises concurrentes. Il devra également les considérer sur plusieurs exercices afin de mesurer et d'apprécier leur évolution, ce qui l'aidera à établir des projections plus fiables.

Après avoir achevé les diagnostics fonctionnels et stratégiques, l'évaluateur procédera au diagnostic stratégique.

3- Le diagnostic stratégique

Le diagnostic stratégique constitue la synthèse du diagnostic global de l'entreprise. Il résume tous les points forts et faibles repérés au niveau des différents diagnostics achevés.

Il permet de décrire surtout ; le positionnement de l'entreprise dans son secteur d'activité ; l'efficacité et l'efficience de sa stratégie de développement mise en œuvre et l'importance de la concurrence.

L'évaluateur passe en revue l'orientation stratégique et les politiques de la firme afin de déterminer la capacité de celle-ci à soutenir la concurrence et à atteindre ses objectifs dans l'avenir.

La finalité d'un diagnostic stratégique est d'aboutir à un plan d'action stratégique définissant ainsi les choix fondamentaux de l'entreprise à moyen et long terme (objectifs, marchés, moyens et ressources à mettre en œuvre).

Le plan stratégique et les prévisions de l'activité de l'entreprise en terme d'exploitation et de financement permettent à l'évaluateur de dresser un business plan que nous allons présenter dans la section suivante.

I-3-4 Le Business plan (Prospectus)

1- Définition

Le business plan⁶ ou le « plan d'affaire » est un outil de prévision qui permet de former une idée sur la situation à terme de l'entreprise compte tenu des stratégies adoptées et des moyens mis en œuvre. Il se traduit par des bilans prévisionnels, de comptes de résultats prévisionnels, et tableaux de financement prévisionnels.

L'établissement d'un Business Plan suppose de fixer un horizon de prévision. Celui-ci peut être de 3 à 5 ans pour une entreprise industrielle et peut aller jusqu'à 30 ans pour la conception d'un ouvrage important.

2- Objectifs du business plan

Le business plan a pour objet :

⁶ Appelé également plan d'affaire, plan de développement et prend le nom de prospectus lorsqu'il est rédigé dans une optique d'introduction en Bourse.

- Détailler la stratégie adoptée par l'entreprise pour atteindre ses objectifs ;
- Evaluer les besoins humains, matériels et financiers nécessaires à l'activité ;
- Estimer la rentabilité future de l'entreprise.

3- Contenu du business plan

Le business plan est la formulation qualitative et quantitative du projet de l'entreprise. IL doit de ce fait être clair, cohérent et argumenté.

Il n'existe pas un plan d'affaire type quant à la forme, au contenu et à la longueur. Toutefois quelque soit le projet de l'entreprise, les mêmes questions de base reviennent invariablement et les mêmes éléments d'analyse doivent être pris en compte. On peut synthétiser cela dans les points suivants :

- Une synthèse des opportunités et menaces de l'entreprise

Un rappel des résultats du diagnostic de l'entreprise et ses principales conclusions s'avère nécessaire pour mettre en relief, par la suite, la stratégie adoptée par l'entreprise.

- Une présentation des fondements stratégiques de l'entreprise

Il s'agit de mettre en exergue la stratégie que l'entreprise compte mener dans le futur et les raisons de cette option stratégique.

- Une description du projet de l'entreprise

Pour décrire le projet de l'entreprise, on répond aux deux questions suivantes :

Que veut faire l'entreprise, à moyen terme, sur ses marchés (taux de croissance envisagé), au niveau financier et pour les hommes qui la composent ?

Quels sont les moyens à mettre en œuvre en matière de politique commerciale, d'investissements et ressources humaines ?

- Un résumé des prévisions financières

Le business plan doit contenir un résumé des projections financières contenant :

- Le bilan à l'issue du plan.
- L'exploitation et les résultats des différentes années.
- Les besoins annuels de financement.

Ainsi à travers le business plan, l'évaluateur retracera les perspectives d'avenir de l'entreprise tout en tenant compte des forces et faiblesses constatées lors des diagnostics, des opportunités et menaces éventuelles et des recommandations pour y faire face.

Conclusion

A travers ce chapitre, nous avons tenté d'éclaircir les ambiguïtés au tour de la notion de valeur en la distinguant de celle du prix et en la définissant dans ses différentes dimensions.

Ensuite, nous nous sommes intéressés au contexte dans lequel se déroulera l'opération d'évaluation qui ne peut s'opérer indépendamment du cadre général qui la régit. Ce cadre général amènera l'évaluateur à adopter une démarche cohérente et qui affectera ainsi les résultats de l'opération d'évaluation.

Enfin, nous avons présenté les différentes étapes que doit suivre l'évaluateur pour mener bien sa préparation d'évaluation.

Cette préparation consiste pour l'évaluateur, à collecter le maximum d'informations les plus fiables et cohérentes, se rapportant à l'entreprise, et à opérer des retraitements nécessaires de certaines informations qui ne reflètent pas la réalité économique de l'entreprise.

Ensuite, l'évaluateur devra procéder aux différents diagnostics de l'entreprise, selon lesquels, il analysera ses différentes fonctions, sa situation financière et sa stratégie de développement.

Enfin, ce diagnostic stratégique lui permettra d'élaborer le business plan afin de définir les perspectives d'avenir de l'entreprise.

Ce processus de préparation de l'évaluation, considéré comme indispensable, permet à l'évaluateur l'application des différentes méthodes d'évaluation qui feront l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE II

Méthodes d'évaluation des entreprises

CHAPITRE II : MÉTHODES D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

Introduction

Après avoir éclairci dans le chapitre précédent la différence entre la valeur et le prix, l'objet de ce deuxième chapitre est la présentation des différentes méthodes d'évaluation d'entreprise pratiquées par les professionnels. Bien entendu, le choix de la méthode d'évaluation est fonction des caractéristiques de l'entreprise et de l'objectif des investisseurs. C'est pour cela que nous allons essayer de présenter chaque méthode en citant l'ensemble des critiques qui lui ont été adressées.

Dans la revue de littérature, nous trouvons ces trois grandes catégories de méthodes : Patrimoniales, comparatives (ou analogiques) et l'approche par les flux. La dernière méthode est fondée sur l'actualisation des cashs flows futurs qui peuvent être des dividendes ou des flux de trésorerie disponibles. C'est pour cela que le présent chapitre va traiter de quatre méthodes et qui feront l'objet d'une section pour chaque méthode :

Section 01 : L'approche patrimoniale

Section 02 : L'évaluation par la méthode des comparables

Section 03 : La méthode d'actualisation des flux économiques (dividendes)

Section 04 : La méthode d'actualisation des flux financiers (DCF)

Chaque méthode nécessitera des connaissances variées aussi bien en comptabilité qu'en mathématiques. Nous allons essayer de présenter chaque méthode de la manière la plus succincte possible, sans bien sûr omettre les principes et les hypothèses fondamentales sur lesquels elle repose.

Nous commençons par la méthode qui fut autrefois la plus utilisée, et qui tire ses fondements dans la pratique de la comptabilité. Il s'agit de l'approche patrimoniale. Une méthode qui fut critiquée puis corrigée à plusieurs reprises et dont nous exposerons les détails dans la première section suivante.

II-1 L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale a pendant longtemps été la plus utilisée et ce jusqu'aux années 1980. Son principe est simple : la valeur de l'entreprise est égale à la valeur économique de ses actifs. Évaluer une entreprise revient alors à réévaluer un à un chacun des éléments qui composent son patrimoine.

Dans l'approche patrimoniale, les mots qui reviennent souvent sont : Actif net comptable, actif net réévalué, actif net comptable réévalué, etc. En fait, l'ANC, l'ANR et l'ANCC sont des méthodes entières qui dérivent de l'approche patrimoniale et non seulement une représentation simpliste d'un poste dans le bilan. Commençant alors par expliquer c'est quoi l'actif net comptable.

II-1-1 L'actif net comptable (ANC)

Selon le principe : l'entreprise vaut au moins ses capitaux propres, l'actif net comptable ANC (Palard, Imbert, p140, 2013) correspond à la différence entre les actifs réels en valeur comptable et les dettes réelles. Observons le schéma suivant :

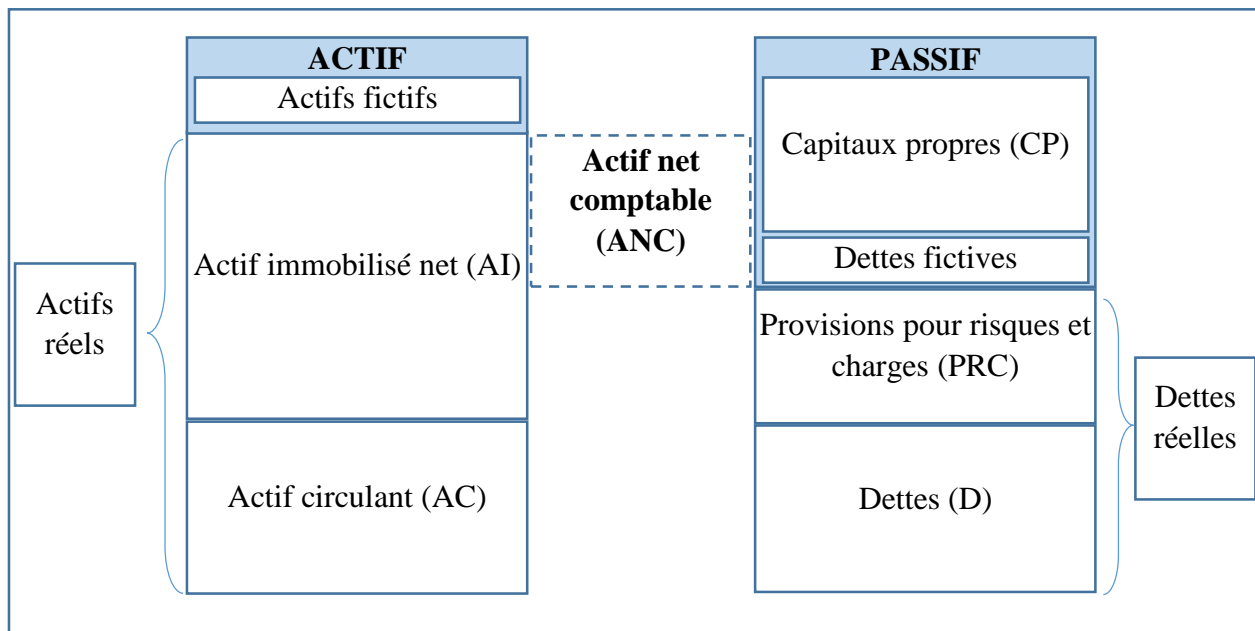


Figure 2 Le bilan et l'actif net comptable

Source : Palard, Imbert, opcit, page 141

Ainsi, nous pouvons écrire :

$ANC = \text{actifs réels} - \text{dettes réelles}$

$ANC = (\text{Total actif} - \text{actifs fictifs}) - (\text{Total dettes} - \text{dettes fictives})$

$ANC = (\text{Total actif} - \text{Total dettes}) - (\text{actifs fictifs} - \text{dettes fictives})$

Et enfin :

$ANC = \text{capitaux propres} - (\text{actifs fictifs} - \text{dettes fictives})$

La valeur comptable d'une action correspond à la valeur de l'actif net comptable (ANC) divisé sur le nombre d'actions. Elle s'appelle : valeur patrimoniale nette de l'action, et appelée aussi : valeur mathématique de l'action.

II-1-2 L'actif net réévalué (ANR)

La valeur calculée à partir de l'ANC ne traduit pas la valeur réelle de l'entreprise, c'est pour cela que la méthode se propose de dépasser le cadre traditionnel de la comptabilité en prenant en

compte les plus-values traditionnelles induites par la réévaluation des actifs. Il existe deux méthodes pour déterminer l'ANR :

A. La méthode du bilan comptable corrigé

Cette méthode consiste à considérer les plus-values ou déduire les moins-values non enregistrées dans les comptes et de les ajouter à la valeur comptable des actifs. On obtient ainsi la valeur économique des actifs réels.

On a alors :

$$ANR = ANC + \text{plus ou moins value latentes sur les actifs}$$

B. La méthode du bilan financier

Quant à cette méthode, elle propose de distinguer l'actif économique (AE) et les capitaux employés (CE). L'actif économique en effet est composé des immobilisations : corporelles, incorporelles et financières plus le besoin en fonds propres. L'ANR ensuite sera cet actif économique diminué de la valeur de la dette nette.

On a donc :

$$ANR = AE - \text{Dette nette}$$

Nous pouvons voir dans la figure suivante une représentation plus simpliste de l'ANR :

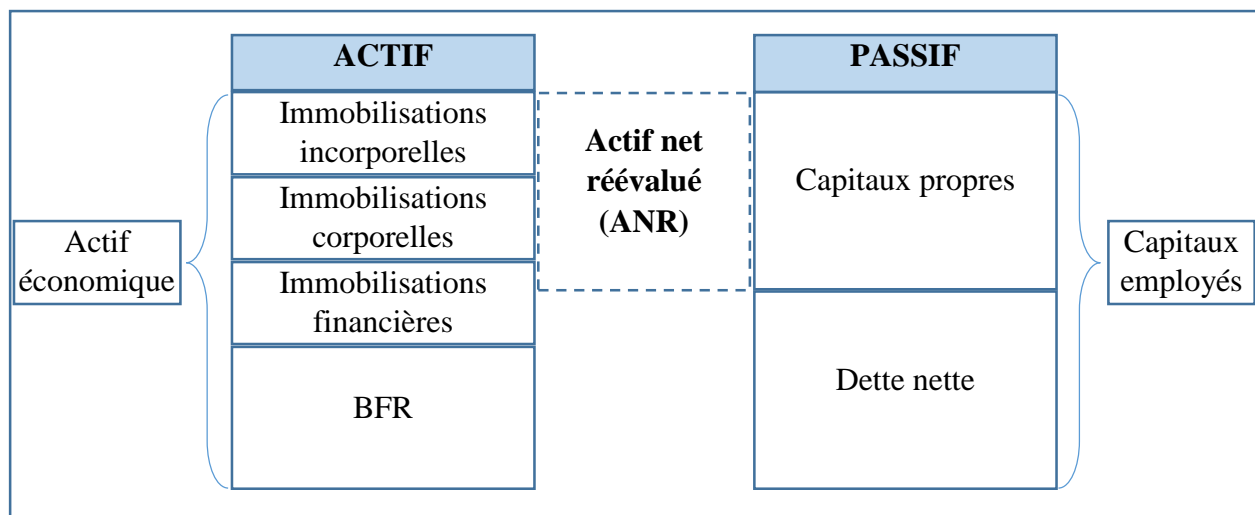


Figure 3 Le bilan économique et l'actif net réévalué (ANR)

Source : Palard, Imbert, opcit, page 143

L'inconvénient de cette méthode selon Imbert et Palard est qu'elle ne prend pas en compte la fiscalité latente sur les plus ou moins-values sur cession, elle suppose la continuité d'exploitation.

II-1-3 L'actif net comptable corrigé (ANCC) et le Goodwill

Cette méthode pallie à l'inconvénient relevé précédemment et qui concerne la fiscalité latente. En effet, L'ANCC correspond à l'ANR après considération de cette fiscalité.

On a donc :

$$\left\{ \begin{array}{l} ANCC = ANR \\ - \text{Impôt latent sur plus} - \text{value latentes (fiscalité différée passif)} \\ + \text{Economies d'impôt latentes sur les moins} - \text{values latentes (fiscalité différée actif)} \end{array} \right.$$

A- Approche statique basée sur l'ANR

C'est la continuation de la méthode ANR tel que précisé précédemment. On détermine l'ANR en passant par les retraitements comptables. Ces retraitements se feront comme suit :

- 1- Affectation du compte du résultat (réserves, distribution de dividendes, report à nouveau).
- 2- Élimination des actifs fictifs et des dettes fictives (capital souscrit non appelé, frais d'établissement et primes de remboursement des obligations).
- 3- Reclassement des provisions pour risques et charges (si la sortie de la ressource est incertaine la provision sera intégrée aux capitaux propres, sinon elle sera reclassée dans la dette)
- 4- Reclassement des comptes de régularisation à l'actif et au passif afin de séparer les exercices.

La méthode de l'ANCC avec l'approche statique est fortement critiquée vu sa négligence des éléments incorporels (marque, notoriété, etc.). C'est pourquoi il y eu lieu à l'approche dynamique que nous allons présenter ci-après.

B- Approche dynamique basée sur le goodwill

La valeur de l'entreprise qui sera noté V_0 dans cette approche tient compte de l'actif immatériel : le capital humain en l'occurrence. Une expression simpliste qui permet de comprendre rapidement la notion du goodwill est la suivante :

$$V_0 = ANR + GW$$

Avec $GW = \text{Goodwill}$.

Le goodwill est considéré comme une survalueur qu'un investisseur est prêt à payer en plus de la valeur économique des actifs. Lorsque cette survalueur est négative on parle alors de badwill. Cette survalueur est fonction de la capacité de l'entreprise à réaliser un bénéfice supérieur appelé superbénéfice, ou encore superprofit, par rapport au bénéfice auquel on s'attend avec les mêmes actifs engagés. Ce superbénéfice est capitalisé sur une certaine durée.

Les praticiens affirment que la méthode du goodwill est ambitieuse mais assez délicate car sa mise en œuvre requiert le choix de beaucoup de paramètres de façon arbitraire.

Avant d'explicitier les étapes de la mise en œuvre de cette méthode, il convient d'expliquer d'abord deux notions largement utilisées dans ce cadre. Il s'agit de VSB et CPNE :

C. La valeur substantielle brute (VSB)

Elle correspond à la valeur des actifs immobilisés et circulants utilisés dans le processus d'exploitation même si l'entreprise n'en est pas propriétaire. L'évaluation de la VSB requiert des connaissances en comptabilité et pour plus de détail sur la méthode on peut se référer à l'ouvrage « Évaluation d'entreprise » de Arnaud Thauvron, Économica, 2^{ème} édition, 2007. P195.

D. Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

Ils sont composés des capitaux propres et des dettes financières utilisées dans le processus d'exploitation normal de l'entreprise. Les CPNE peuvent être déduits de la VSB de la manière suivante :

$$CPNE = VSB - \text{actifs circulants d'exploitation} + BFRE \\ + \text{trésorerie active d'exploitation}$$

Avec la VSB ou les CPNE, nous sommes en mesure de déterminer les actifs nécessaires à l'exploitation : ANEX. Le résultat prévisionnel d'exploitation appelé aussi résultat prévisionnel associé (RPA) sera divisé par l'ANEX pour obtenir la rentabilité d'exploitation prévisionnelle avant impôt (r_e). Les détenteurs de capitaux exigeront une rentabilité normative r_{Anex} qui correspond au résultat prévisionnel théorique (RPT).

Nous résumons ceci dans les équations suivantes :

$$r_e = \frac{RPA}{Anex}$$
$$r_{Anex} = \frac{RPT}{Anex}$$

La rente du goodwill correspondra alors au superbénéfice généré par l'entreprise compte tenu du risque économique qu'elle présente. Il s'agit de la différence entre RPA et RPT.

$$Rente\ de\ goodwill = RPA - RPT$$

$$= r_e * Anex - r_{Anex} * Anex$$

$$= (r_e - r_{Anex}) * Anex$$

Il faudra ensuite actualiser le superbénéfice (ou la rente du goodwill) au coût des capitaux engagés : k_{GW} sur la durée n durant laquelle l'actif économique est susceptible de générer un superbénéfice.

Ainsi, la valeur du goodwill enfin est :

$$GW = \text{rente du goodwill} * \frac{1 - (1 - k_{GW})^{-n}}{k_{GW}}$$

C- Autres formulations du goodwill

L'expression précédente du goodwill est l'expression intuitive qui traduit la survaleur : capitalisation des revenus futurs provenant de cette survaleur. Cependant, les praticiens ont proposé d'autres formulations mathématiques ajustées selon leur expérience. Nous citons les formulations suivantes (FUSAQUIS, p6 à p12) :

1. Méthode de la rente abrégée

Considérons l'ANCC hors éléments incorporels le goodwill sera :

$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_j - rf * ANCC) * (1 + k_{CP})^{-j}$$

Tel que :

CB : Capacité bénéficiaire

rf : Taux d'intérêt sans risque

k_{CP} : Taux d'actualisation des capitaux propres (fameuse formule : $k_{cp} = rf + (rm - rf) * \beta_L$).

2. Méthode des praticiens

Appelée aussi méthode indirecte ou encore méthode allemande. Les praticiens allemands assimilent la valeur de l'entreprise à une valeur moyenne de deux valeurs : l'ANCC hors éléments incorporels et la valeur actuelle d'une rente à l'infini d'un résultat net récurrent et constant au taux sans risque rf .

La méthode allemande donne alors la valeur du goodwill comme suit :

$$GW = \frac{\left(\frac{CB}{rf} - ANCC\right)}{2}$$

Tel que :

CB : capacité bénéficiaire, et rf : taux sans risque.

3. Méthode des anglo-saxons

La méthode des anglo-saxons est directe du fait que le goodwill est calculé sans passer par le calcul de la rente à l'infini d'un résultat net récurrent et constant au taux sans risque. Le goodwill est la capitalisation sur une durée infinie du superbénéfice. Le goodwill selon la méthode des anglo-saxons est donné par la formule suivante :

$$GW = \frac{(CB - rf * ANCC)}{k}$$

Tel que : k est le taux d'actualisation des capitaux propres.

4. Méthode de l'union des experts comptables

La méthode des experts comptables est similaire à la première méthode présentée dite abrégée avec comme différence la considération des capitaux propres au lieu de l'ANCC pour le calcul de la rente du goodwill. Le goodwill selon la méthode des experts comptables est donné donc comme suit :

$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_j - rf * V_{CP}) * (1 + k_{CP})^{-j}$$

Tel que V_{CP} est la valeur de capitaux propres. $V_{CP} = ANCC + GW$

Il va donc falloir déterminer la valeur des V_{CP} avant de GW .

$$GW = a_n * (CB - rf * V_{CP})$$

$$\text{Avec : } a_n = \frac{1}{k} * \left(1 - \frac{1}{(1+k)^n}\right)$$

$$\text{Donc : } V_{CP} = ANCC + a_n(CB - rf * V_{CP})$$

$$\text{Soit : } V_{CP} = \frac{(ANCC + a_n * CB)}{(1 + rf * a_n)}$$

Et enfin :

$$GW = \left(\frac{a_n}{(1 + rf * a_n)}\right) * (CB - rf * ANCC)$$

II-1-4 Appréciation de l'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale fut autrefois la méthode privilégiée des évaluateurs grâce à la simplicité de sa mise en œuvre. Elle requiert en effet des connaissances en comptabilité et fournit à l'évaluateur une batterie d'indicateurs lui facilitant ainsi le travail de l'évaluation. L'ANC fut la première forme de l'approche patrimoniale. Elle a cependant été critiquée notamment pour la non-consideration des plus et moins-values de cession d'actifs. L'approche ANR fut ensuite mise en place pour pallier à cette lacune. Ne corrigeant pas suffisamment le problème, car l'approche ANR ne prête pas attention à la fiscalité latente, les défenseurs de l'approche patrimoniale ont vite

remédié au problème à travers l'ANCC et ont intégré dans le processus d'évaluation les fiscalités différées d'actif et de passif.

Par la suite, l'approche patrimoniale par l'ANCC a été encore critiquée pour principalement l'aspect statique de la méthode et la mauvaise valorisation des éléments incorporels : fonds de commerce, marque, compétences et capacité d'innovation.

C'est ainsi qu'est née l'approche patrimoniale par le goodwill qui vient pallier à tous les inconvénients précédemment cités. La valeur de l'entreprise donnée par l'approche patrimoniale tient compte en effet de tous les actifs susceptibles de générer des revenus, et ce dans le long terme. C'est une logique qui se rapproche d'une autre famille dite « par les flux » et que nous présenterons dans les sections 3 et 4.

II-2 L'évaluation par la méthode des comparables

La deuxième méthode d'évaluation d'entreprise que nous présenterons dans le cadre de ce mémoire est la méthode par les comparables, appelée aussi la méthode analogique. Cette méthode est utilisée dans le cas des entreprises non cotées en bourse. Pour la bien présenter, nous proposons de présenter dans un premier temps le principe de la méthode puis dans un deuxième temps les modalités de choix de multiples et des agrégats clefs utilisés par les professionnels.

II-2-1 Présentation de la méthode des comparables

Cette méthode selon CHERIF et DUBREUILLE (2009)⁷ est fondée sur la valorisation d'une entreprise en faisant référence à des sociétés comparables dont la valeur est connue, soit parce qu'elles sont cotées en bourse, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques financières (éléments de prix) ont été rendues publiques.

A- Éléments nécessaires de la méthode

Ainsi, l'approche par les comparables se fonde sur les éléments suivants :

❖ **Des références transactionnelles** : on rapproche la valeur d'une société des ratios de valorisation utilisés lors d'opérations de rapprochement récentes (fusion, acquisition, cession) portant sur des sociétés cotées comparables.

❖ **Des sociétés cotées comparables** : on rapproche les ratios de la société étudiée avec d'autres sociétés aussi semblables que possible (même activité, même compartiment de marché, même risque, etc.).

❖ **Un secteur d'activité** : on considère qu'une société est suffisamment représentative d'un secteur d'activité (le secteur agroalimentaire, des télécommunications, etc.) pour pouvoir être directement comparée à ce secteur.

B- Étapes de la mise en œuvre de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des comparables nécessite les étapes suivantes :

1. La constitution d'un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait récemment l'objet de transactions, comparables à la société à évaluer et présentant les mêmes caractéristiques sectorielles et financières.

2. L'identification des indicateurs de performance les plus pertinents qui permettent d'analyser les différences de valorisation entre les entreprises retenues.

⁷Mondher CHERIF, Stéphane DUBREUILLE. « Création de valeur et capital-investissement ». Édition Pearson Education. 2009. P40

3. L'exécution de certains ajustements empiriques sur ces résultats.
4. L'application des multiples aux données financières de la société à évaluer.

Les agrégats clefs généralement retenus dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode sont les multiples de l'Equity : Multiple de résultat net appelé PER, multiple du bookvalue (PBV) et le multiple du dividende Dividend Yield, et les multiples de l'actif économique à savoir : Multiple de chiffre d'affaires (PSR), d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), de résultat d'exploitation (EBIT). Avec :

EBITDA = *Earnings Before Interest and Taxes Depreciation and Amortization*

EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*

PER = *Price Earnings Ratio*.

PSR = *Price to Sales Value*

PBV = *Price to Bookvalue*

Le choix des multiples est fonction des spécificités de l'entreprise à évaluer par rapport aux sociétés de l'échantillon. Les multiples sont analysés sur la base des éléments financiers des sociétés comparables retenues. Dans le titre suivant nous présenterons les quatre multiples les plus utilisés par les professionnels : CA, EBITDA, EBIT et PER.

II-2-2 Présentation des multiples retenus dans la méthode

A- Le multiple du chiffre d'affaires (CA)

Le multiple du chiffre d'affaires ou Price Sales Ratio (PSR) permet d'approcher la valorisation d'une société par sa part du marché, appréhendée à travers les ventes, et ce, indépendamment de sa structure financière ou de sa rentabilité. Ce multiple n'est vraiment pertinent que si les sociétés de l'échantillon présentent des rentabilités d'exploitation, un rythme de croissance de leur activité ou encore une dimension opérationnelle comparables à ceux de la société à évaluer. Il a une grande importance dans les secteurs où les parts de marché sont essentielles pour s'assurer un niveau d'activité suffisant pour contrer la concurrence. Ce multiple permet de déterminer le nombre de fois où le chiffre d'affaires est intégré dans la valeur économique d'une société.

Le multiple du chiffre d'affaires se calcule comme suit :

$$\frac{VE}{CA} = \frac{\text{Valeur de marché de la société}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

$$\frac{VE}{CA} = \frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{Endettement net}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

Avec VE: Valeur de l'entreprise.

Pour déterminer la valeur de l'entreprise cible, on procède comme suit :

$$VE^{Cible} = \left(\frac{VE}{CA}\right)^{Comparable} * CA^{Cible}$$

Où $\left(\frac{VE}{CA}\right)^{Comparable}$ est le ratio d'une entreprise comparable (ou la moyenne/médiane d'un groupe de sociétés comparables qui constituent l'échantillon ou benchmark de référence).

La valeur des fonds propres (V_{Equity}) de la cible est alors égale à :

$$V_{Equity}^{Cible} = VE^{Cible} - Dette$$

Si l'on souhaite déterminer le cours de l'action de la cible, on divise la valeur des fonds propres ainsi calculée par le nombre d'actions qui composent son capital, soit :

$$\text{Cours de l'action cible} = \frac{V_{\text{Equity}}^{\text{Cible}}}{\text{Nombre d'actions}}$$

B- Le multiple de l'EBITDA

Le multiple de l'EBITDA quant à lui, considère la rentabilité directement provenant de l'exploitation avant la prise en compte de la structure financière et des dotations aux amortissements. Ce multiple permet alors la valorisation de la rentabilité de l'exploitation de l'entreprise sans tenir compte des différences des politiques d'amortissement et d'investissement qui existent au sein des sociétés comparables de l'échantillon.

Le multiple de l'EBITDA se calcule alors comme suit (suivant la même logique du multiple du chiffre d'affaires) :

$$\frac{VE}{EBITDA} = \frac{\text{Valeur de marché de la société}}{EBITDA}$$
$$\frac{VE}{EBITDA} = \frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{Endettement net}}{EBITDA}$$

Cela permet de déduire la valeur de l'entreprise cible :

$$VE^{\text{Cible}} = \left(\frac{VE}{EBITDA} \right)^{\text{Comparable}} * EBITDA^{\text{Cible}}$$

La valeur des fonds propres de l'entreprise cible est alors :

$$V_{\text{Equity}}^{\text{Cible}} = VE^{\text{Cible}} - \text{Dette}$$

Et le cours de l'action est par conséquent $= \frac{V_{\text{Equity}}^{\text{Cible}}}{\text{Nombre d'actions}}$.

C- Le multiple de l'EBIT

Comme le multiple de l'EBITDA, le multiple de l'EBIT est issu directement de la rentabilité d'exploitation mais avec prise en compte de la politique d'amortissement et d'investissement de l'entreprise. Ce multiple est susceptible d'altérer les comparaisons (CHERIF et DUBREUILLE, 2009, p42) entre la cible et les comparables, et pour y remédier, les professionnels expriment la valeur de l'entreprise sur la base d'un nombre d'années de résultats d'exploitation.

Et selon la même logique, la valeur de l'entreprise avec le multiple de l'EBIT est :

$$\frac{VE}{EBIT} = \frac{\text{Valeur de marché de la société}}{EBIT}$$
$$\frac{VE}{EBIT} = \frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{Endettement net}}{EBIT}$$

Cela permet de déduire la valeur de l'entreprise cible :

$$VE^{\text{Cible}} = \left(\frac{VE}{EBIT} \right)^{\text{Comparable}} * EBIT^{\text{Cible}}$$

La valeur des fonds propres de l'entreprise cible est alors :

$$V_{\text{Equity}}^{\text{Cible}} = VE^{\text{Cible}} - \text{Dette}$$

Et le cours de l'action est par conséquent $= \frac{V_{Equity}^{Cible}}{Nombre\ d'actions}$.

D- Le multiple du PER

Le multiple du PER est le multiple le plus utilisé par les professionnels bien qu'il soit moins fiable que l'EBITDA ou l'EBIT vu la distorsion qu'il subit par le biais de la politique d'amortissement et d'investissement (CHERIF et DUBREUILLE 2009, p42). Il représente la valorisation du marché de la capacité bénéficiaire de l'entreprise cible, et ce, après plusieurs retraitements comptables nécessaires afin de l'utiliser pertinemment.

Le PER est égal à : $\frac{Cours\ de\ l'action}{BPA}$, avec BPA (bénéfice par action : résultat net retraité divisé par le nombre d'actions).

On peut écrire également :

$$PER = \frac{Capitalisation\ boursière}{Bénéfice\ total\ net\ retraité}$$

Cela suppose que l'entreprise est cotée en bourse. Pour les entreprises non cotées la valorisation par le multiple du PER se fait de deux manières :

- ❖ On calcule un PER moyen d'un panel d'entreprises comparables et on l'applique directement à l'entreprise à évaluer.
- ❖ Ou bien on fait recours au modèle de Bates (1962). Ce dernier a développé des tables qui permettent le calcul du PER. Il a élaboré une formule qui relie le PER de la société à évaluer à l'année 0 et son PER dans quelques années. Cette technique en effet ne nous intéresse pas car elle est utilisée dans le cadre des fusions acquisitions et non dans l'introduction en bourse.

Les professionnels procèdent aussi à l'estimation d'un PER dit relatif. Il y a en effet deux PER relatifs :

- ❖ PER relatif au marché : calculé en divisant le PER de l'entreprise sur le PER du marché.
- ❖ PER relatif au secteur : calculé en divisant le PER de l'entreprise sur le PER du secteur.

L'avantage des PER relatifs est la situation du PER de l'entreprise par rapport à son secteur ou son marché.

La valeur des fonds propres de l'entreprise à évaluer est la suivante :

$$V_{Equity}^{Cible} = PER^{Comparable} * Résultat\ net^{Cible}$$

Et la valeur de son action est obtenue en divisant la valeur de l'Equity par le nombre d'actions.

Les deux multiples d'Equity qui restent : Dividend Yield et PBV sont calculables de la même manière. Le PBV de l'échantillon sera multiplié fois le bookvalue de l'entreprise cible pour donner la valeur de marché de l'action cible. Quant au Dividend Yield, c'est un pourcentage. Pour obtenir la valeur de l'action cible il suffit de l'inverser :

$$Valeur\ de\ l'action = \frac{1}{Dividend\ Yield}$$

II-2-3 Critères de sélection des entreprises comparables et techniques d'ajustement des multiples

Après avoir présenté les six multiples précédents, il convient de présenter maintenant les critères de sélection des entreprises comparables.

A- Critères de sélection des comparables

Le choix des entreprises comparables représente l'étape la plus difficile dans la méthode que nous présentons ici. L'élaboration d'un échantillon de comparables boursiers suffisamment représentatif doit être faite de façon à prendre en considération l'activité et les caractéristiques de l'entreprise à évaluer. L'optimisation du choix de l'échantillon nécessite en effet l'utilisation des critères suivants :

- ❖ La correspondance entre le métier de l'entreprise et celui des comparables
- ❖ La similitude entre les produits de l'entreprise à évaluer et ceux des comparables
- ❖ Avoir le même positionnement géographique (cible et comparables)
- ❖ Avoir le même profil de rentabilité et la même intensité capitalistique
- ❖ Prendre en considération l'âge des sociétés comparables, qu'il soit proche de celui de la cible
- ❖ La correspondance entre la taille des sociétés comparables et leurs parts de marché avec celles de la cible.
- ❖ Avoir la même politique de développement et le même environnement concurrentiel et/ou réglementaire.

Une fois ses critères sont respectés, les multiples des sociétés comparables doivent faire l'objet d'ajustement qu'on présente dans le titre suivant.

B- Techniques d'ajustement des multiples

Chaque entreprise cotée comparable présente des particularités qui exigent des ajustements afin de garantir la compatibilité avec l'entreprise à évaluer. Les points suivants résumeront les ajustements nécessaires qu'il faut porter sur les multiples :

1. Prise en compte de la trésorerie nette d'endettement

La trésorerie nette d'endettement doit être prise en compte si le multiple choisi ne l'intègre pas comme l'EBITDA et l'EBIT. L'association des experts en évaluation d'entreprise (A3E Lyon)⁸ affirme qu'il faut même déterminer un niveau normatif de cette dette et de ne pas se contenter du montant figurant au bilan.

2. Application d'une décote de taille

Lorsque l'entreprise cotée comparable est de grande taille, les évaluateurs ont tendance à l'évaluer positivement car, elle présente une sécurité meilleure. Ainsi, si l'entreprise est de petite taille, il convient d'appliquer une décote allant de 15% à 30% (CHERIF et DUBREUILLE, 2009, p45).

3. Utilisation des analyses en régression

L'utilisation des moyennes arithmétiques des multiples des sociétés comparables présente des inconvénients tels que :

- ❖ La moyenne arithmétique masque les disparités en termes de valorisation ou de profitabilité qui peuvent exister au sein de l'échantillon.
- ❖ La moyenne ne permet pas l'identification de des différents facteurs qui expliquent la valeur de l'entreprise (profitabilité, taux de croissance attendu de son activité, rentabilité

⁸ MARION Alain. « Évaluation par les comparables ». Association des expertes en évaluation d'entreprises (A3E) Lyon. Téléchargeable sur : [Http://www.a3e-lyon.fr/IMG/pdf/Lettre_trimestrielle_A3E_No1_T1_2009.pdf](http://www.a3e-lyon.fr/IMG/pdf/Lettre_trimestrielle_A3E_No1_T1_2009.pdf)

escomptée de ses projets d'investissement, etc.).

Ainsi, l'analyse en régression permet de contourner ces inconvénients et d'identifier les mécanismes de valorisation d'une entreprise dans un secteur d'activité donné. Cette analyse se fait dans les étapes suivantes :

- ❖ Le choix d'un grand nombre de sociétés comparables
- ❖ La représentation graphique de l'échantillon choisi sous forme de nuage de points
- ❖ Établissement d'une relation linéaire entre le multiple choisi (variable endogène) et la/les variables(s) qui en affectent le niveau.
- ❖ La correction du multiple sectoriel moyen obtenu sur la base de l'échantillon en fonction des paramètres clés spécifiques à l'entreprise étudiée.

Il a été observé en pratique que le meilleur multiple à ajuster est celui du chiffre d'affaires. Les autres multiples sont plus homogènes et peuvent de ce fait être directement utilisés. La variable exogène la plus utilisée –la plus significative- est la marge opérationnelle. La régression linéaire explique alors le multiple du chiffre d'affaires de l'entreprise cotée comparable « i » et sa marge opérationnelle (l'EBITDA est le plus utilisé).

II-2-4 Appréciation de la méthode des comparables

La méthode des comparables nécessite un certain nombre de conditions pour pouvoir être utilisée, notamment l'existence d'un grand nombre de sociétés similaires. La méthode devient plus facile à mettre en œuvre lorsque ces entreprises sont cotées en bourse et qu'il existe des variables communes qui permettent la standardisation du prix. Ci-après un résumé de ses avantages inconvénients.

A- Avantages

La méthode des comparables est :

- 1) Facile à mettre en œuvre.
- 2) Simple, facilement compréhensible et directement applicable.
- 3) Fournit une valeur relativement fiable et précise.
- 4) La valeur de marché intègre la notion de risque.
- 5) Cette méthode reflète les perceptions du marché.

B- Inconvénients

Cependant, la méthode des comparables présentent les inconvénients suivants :

- 1) Les entreprises réellement comparables sont rares.
- 2) Cela nécessite l'accès à une information de qualité.
- 3) L'ampleur des ajustements est subjective.
- 4) Le cours de Bourse est une donnée fluctuante et n'est significatif que si la liquidité du titre est suffisante.
- 5) La prise en compte d'entreprises étrangères est un facteur de distorsion.
- 6) Il existe des biais spécifiques aux Bourses nationales.

- 7) Si les hypothèses implicites qui portent sur les données des firmes composant l'échantillon se révèlent erronées, l'évaluation par les comparables sera également fautive.

Par ailleurs, la méthode des comparables :

- 8) Ne permet de prendre en compte que partiellement les éléments qui concourent à la valorisation d'une entreprise (les investissements sont ainsi valorisés de manière implicite).
9) Ne permet pas de valoriser des stratégies de différenciation à long terme sur un secteur donné.

Cependant, les avantages de cette méthode font que, malgré ses limites, elle est très utilisée par les professionnels de l'évaluation, et trouve également des appuis théoriques solides dans le monde académique.

Dans les deux sections suivantes, seront présentées deux méthodes qui font appel à des techniques d'actualisation des flux futurs, il s'agit des techniques d'actualisation des flux futurs de trésorerie et des dividendes.

II-3 L'approche par les flux financiers (Dividendes)

Jusqu'ici, nous avons traité des méthodes qui tiennent compte soit de l'historique de l'entreprise (approche patrimoniale) soit de la valeur du marché (approche par les comparables). Dans ce qui suit, nous présentons une autre famille de méthodes qui repose plutôt sur l'avenir que le passé. Il s'agit de la méthode dite des flux.

Dans la revue de littérature on trouve deux sous-familles de cette méthode : la première s'intéresse à l'actualisation des flux financiers futurs (les dividendes) quant à la deuxième, elle s'intéresse aux flux économiques (flux de trésorerie).

Dans cette section, on aborde la première sous-famille : la méthode des flux financiers, et on présente les trois principales méthodes les plus utilisées par les professionnels à savoir : la méthode de Fisher, la méthode de Gordon et Shapiro et la méthode des Bates.

II-3-1 Modèle d'Irving Fisher (1930)

Irving Fisher a présenté son modèle en 1930 dans son ouvrage « The theory of interest ». Fisher considère que « ... la valeur de tout capital est la somme actuelle de son rendement futur ». Selon ce principe, la valeur de l'entreprise est la valeur actualisée au taux exigé par l'investisseur, et dont le mode de calcul de ce taux sera détaillé plus loin, des flux de dividendes que l'entreprise versera au futur augmentée de la valeur de la revente de l'action, et que nous allons appeler *Valeur Terminale*, ou *Terminal Value* en anglais (nous conservons le jargon utilisé à l'institut IFID).

L'écriture mathématique du modèle de Fisher est la suivante :

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

Tel que :

V_0 : La valeur de l'entreprise à l'instant zéro (maintenant)

D_i : Flux de dividende distribué l'année « i »

k : le taux de rendement exigé par l'investisseur

V_n : La valeur terminale à l'année « n ».

A. Mode de détermination de V_n

L'estimation de la valeur terminale V_n se fait par au moins une des trois méthodes suivantes :

1. Calcul de la valeur terminale par l'ANCC

La valeur terminale est rapprochée à la valeur de l'actif net comptable corrigé de l'année « n ». Elle est donc égale à :

$$\text{Valeur terminale} = ANCC_n = ANCC_0 + \sum_{i=1}^n \text{Bénéfices}(i) - \sum_{i=1}^n \text{Dividendes}(i)$$

2. Calcul de la valeur terminale par le goodwill

La valeur terminale par le goodwill est égale au superbénéfice des trois années suivantes. Le superbénéfice a été présenté dans l'approche patrimoniale dans la section 1 de ce chapitre.

3. Calcul de la valeur terminale par le PER

La valeur terminale avec cette méthode est calculée par la formule suivante :

$$\text{Valeur terminale} = PER_0 * BPA_n$$

Tel que :

PER_0 : est le multiple PER de l'année actuelle

BPA_n : est le bénéfice par action de l'année « n ».

4. Calcul de la valeur terminale par la formule de Fisher

Par le développement de la formule de Fisher elle-même, la valeur terminale dans un horizon infini sera nulle car :

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} \frac{V_n}{(1+k)^n} = 0$$

Et la valeur de l'entreprise sera seulement : $V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k)^i}$

B. Mode de détermination du taux d'actualisation

La deuxième difficulté que l'évaluateur rencontre dans l'application de la méthode de Fisher est la détermination du taux d'actualisation. La méthode recommandée par les théoriciens est la méthode du MEDAF : Méthode d'évaluation des actifs financiers (en anglais : CAPM : *Capital Asset Pricing Model*).

Selon le MEDAF, le taux de rendement que doit exiger l'investisseur est le taux de rendement sans risque offert par le marché à travers les obligations zéro coupon émises par l'État (ou les bons de trésor) augmenté par la prime du risque. La formule est la suivante :

$$k = rf + (rm - rf) * \beta$$

Tel que :

k : taux d'actualisation que doit exiger l'investisseur (l'inconnue ici)

rf : taux sans risque (rf pour Risk Free)

rm : taux de rendement de marché (rm pour Return of Market)

β : représente le coefficient bêta propre à l'entreprise (c'est le paramètre le plus difficile à estimer dans l'équation précédente).

Nous tentons ci-après d'expliquer les termes de la formule un à un :

- 1) Rm : le rendement moyen de marché. Techniquement, il est calculé en observant le

rendement de l'indice boursier sur les dix dernières années. Le rendement moyen de marché correspondra à la moyenne des rendements arithmétiques calculés sur les dix années multipliées ensuite fois le nombre de jours ouvrables dans la bourse. On résume cela dans la formule suivante :

$$rm = \frac{1}{n} * \left[\sum_{i=1}^n \left(\frac{Indice_{(i)} - Indice_{(i-1)}}{Indice_{(i-1)}} \right) \right] * nbr. jours$$

- 2) Rm-rf : Ce terme est appelé prime du marché.
- 3) β : le coefficient bêta est propre à l'entreprise à évaluer. Il mesure la volatilité du titre de l'entreprise par rapport à l'évolution du titre du marché. Techniquement, il est calculé par la formule mathématique issue de la technique des moindres carrés ordinaires :

$$\beta = \frac{Covariance(titre de l'entreprise, Indice du marché)}{Variance(Indice du marché)}$$

Nous notons que : Titre de l'entreprise et indice du marché sur la formule précédente sont les rendements et non les cours.

Le bêta calculé est interprété comme suit :

Si $\beta < 1$: l'action de l'entreprise n'est pas trop influencée par les variations du marché (plus bêta est inférieur à 1 moins l'action est influencée), et donc, il y a moins de risque, et l'investisseur n'exigera pas un taux fort.

Si $\beta = 1$: le rendement de l'action suit parfaitement l'évolution du marché.

Si $\beta > 1$: le rendement de l'action est trop influencé par le marché. Une petite augmentation du cours de l'indice, sera suivie par une forte augmentation du cours de l'action de l'entreprise, et vice versa. Ceci se traduit par un risque plus grand, et là l'investisseur sera plus exigeant en termes de taux.

- 4) $\beta * (rm-rf)$: cette expression représente la prime de risque. C'est la prime que doit percevoir l'investisseur en plus du taux sans risque pour justifier le fait de courir le risque en investissant son argent dans l'achat des actions de l'entreprise.

Le taux exigé par l'investisseur est alors exprimé en termes plus simples comme suit :

$$k = \text{taux sans risque} + \text{prime de risque}$$

C. Avantages et inconvénients de la méthode de Fisher

5) Avantages

La méthode de Fisher présente les avantages suivants :

- ❖ La méthode s'intéresse à la valorisation de l'action et non de l'actif comme fait l'approche patrimoniale.
- ❖ La méthode est adaptée à l'évaluation des parts minoritaires détenues par l'investisseur

6) Inconvénients

Toutefois, la méthode de Fisher présente les inconvénients suivants :

- ❖ Difficulté d'estimer avec fiabilité la valeur terminale
- ❖ Difficulté d'avoir les valeurs exactes des dividendes futurs

- ❖ Le taux d'actualisation fixé pour toute la période est très critiqué, il ne doit pas l'être
- ❖ Inadaptation pour les entreprises en pleine croissance car elles versent moins de dividendes

II-3-2 Modèle de Gordon et Shapiro (1956)

Ce modèle, appelé «*Gordon Growth Model*» a été conçu par Myron Jules Gordon et Eli Shapiro en 1956. Le modèle est appelé aussi DDM (*Dividend Discounted Model*). Les deux auteurs sont partis par la même logique qu'Irving Fisher, soit l'actualisation des dividendes futurs, mais, en mettant en place trois hypothèses qui tentent de rapprocher la formule de Fisher à la réalité.

A- Hypothèses du modèle de Gordon et Shapiro

1) Hypothèse 1

Les flux de dividendes futurs ne sont pas constants, ils ont une croissance constante avec un taux de croissance égal à « g » (du mot anglais *growth*). Le dividende de l'année « i » sera avec la formule de Gordon et Shapiro : $D_i = D_0(1+g)^i$.

La valeur de l'entreprise sera remplacée alors par :

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g)^i}{(1+k)^i} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

La formule finale de Gordon et Shapiro est simplifiée (enlever la somme par le biais de la suite géométrique), et l'expression de Fisher change pour le moment et devient :

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right] + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

2) Hypothèse 2

La deuxième hypothèse consiste en la perpétuité du dividende. Ainsi, il ne reste pas de valeur terminale car elle tendra vers 0, comme vu dans un titre précédent (mode de détermination de V_n). La valeur de l'entreprise sera alors :

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]$$

3) Hypothèse 3

La troisième hypothèse du modèle de Gordon et Shapiro suppose que le taux de croissance « g » est nettement inférieur au taux de rendement exigé par l'investisseur. Ceci permettra d'écrire la formule finale du modèle comme suit :

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

Car : $\lim_{n \rightarrow +\infty} \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n = 0$ étant donné que $g < k$.

B- Avantages et inconvénients du modèle de Gordon et Shapiro

L'avantage de la méthode de Gordon et Shapiro et sa simplicité. Il ne faut que la connaissance du dividende de la première année, le taux de croissance de ce dividende et le taux de rendement exigé. Toutefois, la principale critique consiste en l'irréalité de ses hypothèses. Le taux de croissance du dividende n'est pas constant, on n'a même pas une visibilité certaine sur les distributions futures. C'est pour cela qu'un troisième modèle a tenté de corriger quelques

hypothèses et de se rapprocher davantage de la réalité. Il s'agit du modèle de Bates, qu'on présente dans la sous-section suivante.

II-3-3 Modèle de Bates (1962)

Le modèle de Bates a été mis au point très peu de temps après la publication des travaux de Gordon et Shapiro. L'histoire nous apprend que leur méthode a été par la suite réajustée et on est passé au modèle à deux périodes (*Two stage model*), puis au modèle de Molodovski à trois étapes (IMBERT, PALARD, 2009, p264).

En effet, le modèle de Bates reprend la formule de Fisher et s'inspire des hypothèses de Gordon et Shapiro puis d'ajouter ensuite les deux hypothèses suivantes :

1) Hypothèse 1 (modification de l'hypothèse 2 de Gordon et Shapiro)

Bates met une hypothèse plus réaliste en matière de durée d'actualisation du dividende. En effet, il considère une distribution d'un dividende constant jusqu'à une année donnée dans le temps (mais pas jusqu'à l'infini). L'expression du dividende devient ainsi :

$$D_i = D_0 * (1 + g)^i \text{ avec } i < n.$$

2) Hypothèse 2 (définition du niveau du taux de distribution du dividende)

L'hypothèse 2 du modèle de Bates indique que le taux de distribution du dividende « p » est constant et est défini par l'expression suivante :

$$p = \frac{D_i}{B_{i-1}}$$

Avec : D_i est le dividende distribué l'année « i », et B_{i-1} est le résultat net de l'année qui précède l'année « i ». A noter que « g » est constant pendant toute la période.

Avec ces deux hypothèses, Bates est parvenu à exprimer la valeur du PER (de l'année actuelle ou de l'année de sortie) par la formule suivante :

$$PER_0 = PER_n + \frac{10 * p * Coef_B}{Coef_A}$$

Et :

$$PER_n = PER_0 * Coef_A - 10 * p * Coef_B$$

Avec :

$$\begin{cases} Coef_A = \left(\frac{1+k}{1+g}\right)^n \\ Coef_B = 0.1 * \frac{(1+g)(1-Coef_A)}{g-k} \end{cases}$$

Ces formules sont démontrables, il suffit de reprendre la formule de Fisher, les hypothèses posées et faire les simplifications nécessaires pour parvenir ces expressions.

Avec le modèle de Bates, l'évaluation de l'entreprise nous permet de savoir sa valeur dans le présent et dans le futur (date de sortie). Cela permet en effet à l'investisseur de comparer les deux prix, et de prendre la décision qu'il faut.

3) Avantages et inconvénients du modèle de Bates

Ci-après un bilan du modèle :

4) Avantages

Étant un prolongement du modèle de Gordon et Shapiro, le modèle de Bates est avantagé du fait qu'il considère les bénéficiers futurs et le ratio de distribution des dividendes. Un autre avantage on le trouve dans le fait qu'il permet la division de la période totale de prévision en sous-périodes, ce qui permet de modifier aisément les paramètres de la formule.

5) Inconvénients

Toutefois, le modèle de Bates a été critiqué car il ne se conforme pas toujours à la réalité. La constance de distribution de dividende a été mise en question et encore mieux, le modèle de Bates ne peut être utilisé pour les entreprises réalisant des résultats négatifs.

Il est cependant nécessaire de souligner que ce modèle représente l'embryon qui a permis aux modèles des flux économiques de naître, c'est d'ailleurs l'objet de la section suivante.

II-4 L'approche par les flux économiques

Après avoir présenté les méthodes d'évaluation se basant sur les flux financiers futurs et après avoir décelé leurs principaux inconvénients, nous présentons dans cette section la dernière famille de méthodes qui évalue l'entreprise conformément à son activité et en considérant ses cashs flows futurs. Il s'agit de la méthode dite des flux économiques.

Cette famille comprend plusieurs méthodes, qui ont en commun la prévision du schéma d'exploitation futur. L'approche par les flux économiques s'est imprégné de la logique des méthodes des flux financiers et a tiré les bonnes leçons qui font d'elles aujourd'hui les plus utilisées par les évaluateurs.

Nous présentons à cet effet les trois méthodes les plus connues de cette approche. Il s'agit alors de la méthode de DCF (*Discounted Cashs Flows*), EVA (*Economic Value Added*) et MVA (*Market Value Added*).

II-4-1 La méthode des DCF (Discounted Cashs Flows)

La méthode des DCF, en français : méthode des cashs flows actualisés, est une méthode qui consiste à actualiser les cashs flows (DCF) futurs sur un horizon temporel défini préalablement. La méthode valorise l'entreprise par la valeur de ces DCF augmentés par la valeur actualisée de la valeur terminale. Pour bien présenter la méthode, on suit le schéma suivant :

Nous présentons dans un premier temps les étapes de la méthode. Nous détaillerons ensuite le mode de calcul du coût de capital utilisé pour l'actualisation, c'est une étape commune pour toutes les méthodes des flux économiques. Nous indiquons ensuite comment prévoir et estimer les cashs flows futurs et la valeur terminale, ce qui nous permettra enfin de savoir la valeur de l'entreprise.

A- Les étapes de l'évaluation par les DCF

Les étapes d'évaluation par les DCF sont au nombre de six (CHERIF et DUBREUILLE, 2009, p2), qui sont :

- 1- L'analyse historique et stratégique de l'entreprise, de son secteur. Cette analyse est appelée en anglais *Due Diligence*.
- 2- Le calcul du coût du capital qui sert à actualiser les cashs flows futurs. Il s'appelle CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital, et en anglais il est noté WACC : *Weighted Average Cost of Capital*.
- 3- Vient ensuite l'étape de prévision des cashs flows futurs sous l'hypothèse de financement intégral par capitaux propres. Doivent être respectés les données historiques à savoir le

Chapitre II : Méthodes d'évaluation des entreprises

taux de croissance, l'évolution des investissements et la politique de financement.

- 4- Dans cette étape on est capable de calculer la valeur de l'entreprise en actualisant les cashs flows futurs et la valeur terminale.
- 5- Ensuite, nous déduisons la valeur de la dette nette pour trouver la valeur de l'Equity et donc la valeur de l'action.
- 6- Enfin, la dernière étape consiste à interpréter les résultats par une comparaison sectorielle et par une analyse de sensibilité des résultats par rapport aux hypothèses retenues.

B- La détermination du coût de capital

Les cashs flows futurs sont actualisés avec ce coût car il représente le coût d'opportunité qui traduit l'intérêt des investisseurs à mettre leur argent en investissement dans l'entreprise. Ils exigent en effet une rémunération au risque qu'ils courent en investissant dans l'entreprise plutôt que de placer chez une banque.

La détermination de ce coût repose sur la formulation de Modigliani et Miller (1958) en tenant compte des hypothèses de marché parfait de capitaux, absence de frais de transaction et de politique fixée d'investissement. La formulation de Modigliani et Miller a été réajustée dans le temps pour correspondre enfin à la moyenne des coûts de chaque source de financement pondérée par leurs poids respectifs en tenant compte des économies d'impôt réalisées en s'endettant auprès des banques.

Avec une politique de financement basée sur les capitaux propres et la dette bancaire, le coût moyen pondéré du capital (WACC) se calcule comme suit :

$$WACC = k_c \frac{C}{C + D} + k_d(1 - IS) \frac{D}{C + D}$$

Avec : k_c coût de capitaux propres, k_d coût de la dette, IS : impôts sur les sociétés, C : capitaux propres et D : Dette (poids respectifs).

Le calcul du coût requiert l'évaluation de trois composantes :

1) La structure financière d'une société cible

L'intérêt de cela est la détermination des poids C et D qu'il faut utiliser dans la formule de WACC. Il ne faut pas se contenter des valeurs actuelles de l'entreprise mais il faut penser au long terme.

Les pondérations retenues pour le calcul de la structure financière cible sont estimées à leur valeur de marché et non à leur valeur comptable.

2) Le coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres représente la rentabilité exigée par les actionnaires. Il est obtenu par deux méthodes :

- k_c par la méthode de Gordon et Shapiro

En vérifiant les trois hypothèses de Gordon et Shapiro présentées dans la section précédente, notamment : $g < k_c$, la formule du coût des capitaux propres est :

$$k_c = \frac{D_1}{V_0} + g$$

A noter que les variables utilisées dans cette formule ont été explicitées dans la méthode de Gordon et Shapiro dans la section précédente.

- k_c par la méthode du MEDAF

Également, cette méthode a été présentée dans la section précédente (dans le modèle de Fisher), nous rappelons toutefois la formule :

$$k_c = rf + (rm - rf) * \beta$$

La formule a été décortiquée dans la section précédente.

3) Le coût de la dette.

Le coût de la dette représente le niveau des taux d'intérêt facturés par la banque. Il s'agit d'un coût d'opportunité et non un coût historique, c'est-à-dire il ne faut pas calculer la moyenne arithmétique (ni pondérée) des dettes mais le taux qui serait facturé maintenant si l'entreprise empruntait.

Nous avons deux manières pour estimer le coût de la dette :

- Méthode 1

Assimiler la dette à une obligation de même maturité et calculer son taux de rendement (appelé en anglais : Yield to maturity). Ce taux devrait égaliser les coupons et la valeur de remboursement de l'obligation (actualisés à ce taux) avec sa valeur actuelle sur le marché. Le taux de remboursement de l'obligation est alors le coût de la dette.

- Méthode 2

La deuxième méthode consiste à ajouter un *spread* de crédit au taux sans risque. Ainsi : $k_d = rf + \text{spread de crédit}$

Le spread de crédit peut être calculé par le modèle de Merton. Il se calcule comme suit :

$$\text{Spread de crédit} = \frac{-1}{T} \ln(\text{Loi. Norm}(d2)) + \frac{1 \text{ Loi. Norm}(-d1)}{d \text{ Loi. Norm}(-d2)}$$

Avec :

Loi.Norm : Il s'agit de la loi normale standard (centrée et réduite), et « ln » correspond au logarithme népérien.

T : correspond à l'échéance de la dette (durée en année)

$d1$ et $d2$ correspondent à deux paramètres à calculer de la manière suivante :

$$d1 = \frac{\ln(V_0/D) + (rf + 0.5 * \sigma_V^2) * T}{\sigma_V \sqrt{T}}$$

$$d2 = d1 - \sigma_V \sqrt{T}$$

Et : V_0 est la valeur de l'entreprise selon le modèle de Merton, c'est la première inconnue et on va montrer comment la calculer. D est la valeur comptable de la dette, et σ_V est la volatilité de la valeur de l'entreprise. Cette volatilité est la deuxième inconnue dans le modèle de Merton. Pour déterminer la valeur des deux inconnues on doit résoudre le problème suivant :

Connaissant les valeurs comptables des capitaux propres notés « S », et de la dette « D », et connaissant la volatilité des capitaux propres σ_S (volatilité du rendement de l'action de l'entreprise), connaissant aussi le taux sans risque « rf » et l'échéance de la dette notée « T », la détermination de la valeur de l'entreprise V_0 et sa volatilité σ_V revient à résoudre simultanément les deux équations suivantes :

$$\begin{cases} S - (V_0 * \text{Loi. Norm}(d1) - D * \exp(-rf * T) * \text{Loi. Norm}(d2)) = 0 \\ S * \sigma_S - V_0 * \sigma_V * \text{Loi. Norm}(d1) = 0 \end{cases}$$

La résolution n'est pas analytique mais itérative. On peut pour cela se servir du Solver d'Excel, en considérant la première équation comme Objectif (atteindre la valeur 0) et la deuxième équation comme contrainte.

Dans la formule du spread de crédit en haut il y a le terme « d ». Il s'agit du quasi ratio d'endettement qui est le rapport entre la dette actualisée au taux rf et la valeur de l'entreprise V_0 .

$$d = \frac{D * \exp(-rf * T)}{V_0}$$

A préciser qu'il faut d'abord résoudre les deux équations afin de déterminer les valeurs des deux inconnues pour pouvoir ensuite calculer « d » et le spread. Les calculs montrés précédemment ont été enseignés à l'IFID dans le module « Risque de crédit », téléchargeable depuis le site de l'institut.

Ici prend fin le mode de calcul du coût de capital. Ce coût, dit WACC, est résumé par la première formule $WACC = k_c \frac{C}{C+D} + k_d(1 - IS) \frac{D}{C+D}$. Il convient de préciser que les professionnels font aussi recours à une autre méthode alternative pour l'estimer lorsqu'ils n'arrivent pas à réunir tous les paramètres de la formule vu sa rigueur.

Ils calculent d'abord le bêta de l'actif comme suit :

- Si le bêta de la dette est égal à 0 on a :

$$\beta_{Actif} = \frac{\beta_{Capitaux propres}}{\left[1 + \frac{D}{C}\right]}$$

- Et si le bêta de la dette n'est pas égal à 0 on a :

$$\beta_{Actif} = \frac{\beta_{Capitaux propres} + \left[\beta_{Dette} * \frac{D}{C}\right]}{\left[1 + \frac{D}{C}\right]}$$

Maintenant, si l'entreprise est cotée, le bêta des capitaux propres et de la dette sont calculés mathématiquement par la méthode des moindres carrés ordinaires (à partir des rendements des actions et des rendements de l'indice du marché, idem pour la dette). Et si l'entreprise n'est pas cotée, on prend les bêtas d'une entreprise comparable.

Le coût du capital de cette méthode alternative est alors :

$$k = rf + \beta_{Actif} * (rm - rf)$$

Les formules indiquées dans cette méthode alternative sont tirés de l'ouvrage de CHERIF et DUBREUILLE (2009 ; p. 6-9).

C- L'estimation des cashs flows futurs

L'actualisation des cashs flows futurs concerne les flux générés par l'entreprise pendant les « T » prochaines années. Ce paramètre « T » est défini préalablement. La période allant d'aujourd'hui à l'année « T » est appelée « période explicite » (CHERIF et DUBREUILLE, 2009, p9) et elle est généralement de 5 ans. Les cashs flows provenant au-delà des « T » années, seront remplacés en un seul terme qui est la valeur terminale, et cette période est appelée « période implicite ».

L'estimation des cashs flows futurs se fait sur la base des FCF (*Free Cashs Flows*) ou les ECF (*Equity Cashs Flows*).

1- Les cashs flows actualisés par les FCF

Il s'agit de la méthode privilégiée par les évaluateurs. Les évaluateurs procèdent comme suit :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{EBIT} \\ - \text{Impôt corrigé} \\ = \text{Résultat d'exploitation minoré d'impôt corrigé (NOPAT}^9) \\ + \text{Dotations aux amortissements} \\ = \text{Cashes Flows d'exploitation (Gross Cashes Flows)} \\ - \text{Variation du BFR} \\ - \text{Variation d'investissement (CAPEX: capital expenditure)} \\ = \text{Cashes Flows disponibles (Free cashs flows)} \end{array} \right.$$

A préciser que lors d'estimation, on calcule l'impôt directement sur l'EBIT et que les charges financières ne sont pas considérées car, d'après CHERIF et DUBREUILLE, elles sont prises en considération dans le taux d'actualisation WACC.

Une deuxième méthode également utilisée est la méthode des ECF : cashs flows pour les actionnaires. Son utilisation se fait comme suit :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{FCF} \\ - \text{Charges d'intérêt nettes d'impôt} \\ - \text{Remboursement des emprunts} \\ + \text{Nouveaux emprunts} \\ = \text{Cashes flows pour les actionnaires (ECF: Equity Cashes Flows)} \end{array} \right.$$

Maintenant que nous avons estimé les cashs flows futurs, on est capable de valoriser l'entreprise.

D- La valorisation de l'entreprise

Après avoir estimé les cashs flows futurs, l'objectif maintenant est de calculer la valeur de l'entreprise. Nous avons indiqué au début de l'explication que la valeur de l'entreprise est égale à la valeur des cashs flows futurs actualisés augmenté de la valeur terminale qui remplace la valeur des cashs flows au-delà de la période d'étude.

Pour calculer la valeur terminale on peut utiliser la technique de Gordon et Shapiro qui suppose que les dividendes seront versés à l'infini, sauf ici on remplace les dividendes par les cashs flows.

On a alors l'expression de la valeur terminale :

$$\text{Valeur terminale} = FCF_T \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Avec « FCF_T » est le cash flow estimé de la dernière année d'étude, et « g » est le taux de croissance à l'infini.

Puis, la valeur de l'entreprise est la suivante :

$$V_0 = \sum_{i=1}^T \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{\text{Valeur terminale}}{(1 + WACC)^T}$$

Puis la valeur de l'Equity est : $V_0 - \text{dette nette (valeur comptable)}$

Et la valeur de l'action est la valeur de l'Equity divisé par le nombre d'actions.

⁹ NOPAT est l'appellation anglaise. *Net Operating Profit After Tax*

II-4-2 La méthode EVA/MVA

La méthode des DCF présentée dans la section précédente se caractérise par son interprétation de l'activité de l'entreprise. Elle est en effet intimement liée à l'activité d'exploitation, production, investissement, etc. La méthode que nous présentons maintenant s'intéresse quant à elle à la valeur et la richesse que génère l'activité de l'entreprise dans l'économie du pays.

La méthode EVA a été fondée vers le milieu des années 1980 par Joel Stern et Bennett Stewart, les propriétaires du cabinet-conseil *Stern & Stewart*. L'objectif de la méthode consiste à mesurer la richesse et la valeur apportée par l'entreprise. La valeur de l'entreprise correspondra à la somme de toutes les richesses créées, et ci-après une explication de la méthodologie de la technique.

A- La logique de la méthode EVA

La valeur économique ajoutée, tel le nom de la méthode, mesure la différence entre le taux de rentabilité des capitaux engagés par l'entreprise (ROCE) et le taux de rémunération des bailleurs de fonds (WACC), puis de multiplier cette différence fois l'actif économique.

On a alors :

$$EVA = (ROCE - WACC) * Actif Economique$$

Avec ROCE (*Return On Capital Employed*) égal à (JACQUET, 1997¹⁰) :

$$ROCE = \frac{(1 - IS) * EBIT}{Capitaux engagés}$$

B- Interprétation de l'EVA et valeur de l'entreprise

L'interprétation de l'EVA se fait par le signe de sa valeur. Ainsi, on a les cas de figures suivants :

$$\begin{cases} Si EVA < 0: il y a destruction de la valeur \\ Si EVA = 0: l'activité de l'entreprise n'a pas généré de valeur \\ Si EVA > 0: il y a une création de la richesse et de la valeur \end{cases}$$

Puis la valeur de l'entreprise correspondra à la somme des EVA futures actualisées au taux WACC, plus une valeur terminale qui se calcule comme dans les DCF en actualisant la dernière EVA.

On peut écrire alors :

$$V_0 = \sum_{i=1}^T \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{Valeur\ terminale}{(1 + WACC)^T}$$

Et la valeur terminale se calcule par :

$$Valeur\ terminale = EVA_T \frac{1 + g}{WACC - g}$$

L'intérêt principal de la méthode EVA consiste à mesurer la rentabilité interne de l'entreprise. Elle permet en effet de mesurer la richesse qui revient aux actionnaires. On remarque cependant, qu'aussi bien dans la méthode EVA que dans la méthode des DCF, on n'a pas pris en

¹⁰ Dominique JACQUET. « Rentabilité et valeur, EVA MVA ». Revue : Analyse financière. 1997. P3

considération la valeur du marché. Pour cela la méthode MVA a été mise en place pour concilier les deux : valeur de marché et l'EVA. C'est l'objet de la section suivante.

C- La logique de la méthode MVA (Market Value Added)

La méthode de MVA est une méthode qui vise à comparer la valeur comptable de l'actif économique à la valeur de la capitalisation boursière majorée de la dette financière nette. La différence constitue la MVA, et les professionnels l'assimilent au goodwill.

La logique de la méthode consiste à déterminer la valeur de MVA puis de valoriser l'entreprise en ajoutant la MVA à la valeur comptable des fonds propres et de la dette financière nette. Pour la déterminer, les professionnels procèdent de deux manières, soit ils font recours à l'EVA comme suit (Stern et Stewart) :

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

Ou bien, si l'entreprise est cotée :

$$MVA = \text{Capitalisation boursière} - \text{Valeur comptable nette des actifs}$$

La méthode MVA, comme l'EVA, apporte aux actionnaires et aux dirigeants de l'entreprise une lecture chiffrée de la création de la valeur et représente un outil intéressant dans le management de l'entreprise (BENABID, 2012).

Ci-après une énumération des avantages qu'offre la méthode EVA-MVA par rapport aux autres méthodes présentées dans les sections précédentes :

- L'utilisation des méthodes EVA-MVA nécessite les retraitements comptables des postes du bilan. Ceci est un avantage en commun avec la méthode de l'ANCC de l'approche patrimoniale.
- L'EVA-MVA nécessite également le calcul d'un coût de capital qui sert à actualiser les EVA futures. Ce coût est déterminé exactement comme dans la méthode des DCF, voilà donc un avantage également partagé avec les DCF.

Et pour ce qui est limites de la méthode EVA-MVA, les évaluateurs s'entendent sur la lenteur et la complexité de la méthode. D'ailleurs les critiques adressées à l'encontre de la méthode des DCF par rapport à la difficulté du calcul du taux d'actualisation sont également adressées à la méthode EVA-MVA.

Conclusion

Ici s'achève la partie théorique qui se compose des deux chapitres : Contexte d'évaluation d'entreprise puis Méthode d'évaluation des entreprises. Comme nous l'avons montré le long de cette partie, l'évaluation de l'entreprise est un métier délicat qui nécessite plusieurs connaissances dans divers domaines à savoir : le management stratégique, le marketing, le droit et l'économie dans la phase préalable à l'évaluation (diagnostic). Des connaissances en statistiques sont également nécessaires afin de procéder à l'étude des variables (indicateurs et ratios d'entreprise) et leur interaction avec les données du marché. Enfin, des connaissances, approfondies même, en finances sont nécessaires pour une évaluation rigoureuse de l'entreprise.

Il a été montré également, que plusieurs familles de méthodes existent et que les professionnels y font recours en fonction des données dont ils disposent et en fonction, aussi, de la raison d'évaluation (introduction en bourse, fusion, cession, etc.). Les méthodes présentées : patrimoniale, comparative et par les flux, quoi que l'algorithme de leur mise en œuvre est précis, nécessitent parfois l'utilisation de paramètres subjectifs qui relève du choix des deux parties : acheteur et vendeur. Ceci qualifierait le métier d'évaluation d'entreprise d'art en plus de sa qualité de science.

Maintenant que les connaissances nécessaires en matière d'évaluation sont présentées, nous allons dans ce qui suit, les utiliser dans un cas pratique. A travers ce cas, nous allons nous confronter aux difficultés qui entourent chaque méthode, et essayerons de les surmonter comme montré dans le chapitre 2.

Il est à rappeler que les méthodes d'évaluation donnent, chacune, une valeur à l'action de l'entreprise. C'est pourquoi que les professionnels se mettent d'accord sur un intervalle qui relèvera du choix des parties contractantes. Cet intervalle est appelé : *fourchette de valeurs*. L'objectif alors de la partie pratique qui suivra est la recherche de la fourchette de valeur la plus étroite qui permettra à l'acheteur/vendeur, le cas échéant, de trouver la valeur qui sera la plus proche possible de la valeur réelle. La partie pratique se fera dans un établissement compétent en matière d'évaluation d'entreprise. L'évaluation concernera une entreprise qui va bientôt s'introduire en bourse et dont la présentation sera l'objet de la première section du chapitre suivant.

CHAPITRE III : Évaluation de la société GCER

CHAPITRE III (PRATIQUE) : ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ GCER

Introduction

Après avoir présenté dans les deux chapitres précédents les notions théoriques nécessaires à la pratique du métier d'évaluation, nous passons à présent à l'utilisation de ces notions dans un cas qui relève de la réalité. C'est une entreprise industrielle qui active dans le secteur chimique, dans la branche du plastique précisément. Elle a vu le jour il y a une quinzaine d'années, un actionnaire dans son capital souhaite se retirer et c'est pour cela qu'il nous a été proposé d'évaluer la valeur de son action.

Nous allons présenter dans ce chapitre toutes les étapes d'évaluation de cette entreprise. Pour ce faire, nous procédons comme suit :

Nous donnons en premier lieu une brève description des parties contractantes. Nous essayons ensuite de dresser un diagnostic complet de l'entreprise, et ce, en analysant son activité à travers l'historique. Nous étudions sa politique d'investissement, d'exploitation et de financement et on synthétise le tout dans la matrice SWOT.

Nous passons ensuite à l'évaluation de l'entreprise à travers les trois catégories de méthodes : approche patrimoniale, approche par les comparables et enfin l'approche par les flux. Nous proposons également une méthode utilisée par les banques dans le cadre de la politique du crédit et qui fournit une valeur actuelle de l'entreprise : le modèle de Merton. L'évaluation sera renforcée par des tests de sensibilité pour savoir comment réagira la valeur estimée de l'action suite à des variations des paramètres. Une synthèse des méthodes d'évaluation sera présentée à la fin.

I - DIAGNOSTIC DE LA SOCIÉTÉ GCER

La première section de la partie empirique du présent mémoire est consacrée à la préparation du terrain à l'évaluation de l'entreprise GCER. En effet, l'entreprise objet d'évaluation se nomme GCER et nous allons la présenter en détail dans les pages qui suivent. Bien entendu, l'organisme d'accueil qui nous a offert la possibilité de pratiquer cette évaluation est la STB INVEST et sera le premier à être présenté dans cette section.

Une fois les présentations faites, on pratiquera la première étape dans le processus d'évaluation : le diagnostic. On réunira les informations nécessaires à un diagnostic interne et externe, on utilisera les méthodes d'analyse financière et on finira par présenter un outil puissant que nous empruntons de la branche marketing et qui est la matrice SWOT. Celle-ci est le résultat final attendu et qui nous résumera les points forts et faibles de l'entreprise, ses opportunités et menaces dans le marché.

I-1 Présentation de la STB INVEST et la GCER

L'organisme d'accueil dans le cadre du mémoire de fin d'études est la STB INVEST. C'est une filiale importante du groupe STB BANK, et dirigée par monsieur ZAAFRANE Lebid qui est également professeur à l'institut IFID et enseignant du module « Évaluation des entreprises ». L'objet du premier titre est en effet la présentation de cet organisme.

I-1-1 Présentation de l'organisme d'accueil : STB INVEST

a- Historique

La STB INVEST est une société d'investissement à capital fixe (SICAF), créée le 01 mai 1991, actuellement elle a un capital de 36.000.000 dinars divisé en 3.600.000 actions de 10 dinars chacune¹¹. Ce capital est détenu par la STB BANK à hauteur de 94,39%, 3,54% par l'Immobilière de l'Avenue et 1,08% par la STB SICAR.

La STB INVEST commercialise ses produits sous l'enseigne du groupe STB. Elle a pour vocation de concourir à la mobilisation par voie publique de l'épargne, au développement du marché financier et à la promotion des investissements.

La Société a pour objet la gestion par ses fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières ainsi que toutes opérations connexes dont notamment la prise de participations ou d'intérêts dans toutes opérations et activités ayant un rapport direct ou indirect avec son objet. Elle est spécialisée dans l'ingénierie financière et le *PRIVATE-EQUITY*.

Elle est considérée comme un investisseur institutionnel et agit comme un outil de financement en fonds propre pour des sociétés établies sur le territoire tunisien et dans tous les secteurs (agricole, industriel, touristique et de services) notamment les sociétés clients de la STB Bank.

La STB INVEST a participé financièrement depuis sa constitution aux programmes d'assainissement financier des filiales de la banque, à la création et la mise en place des

¹¹ GAMRA,. Zarrouk. « Évaluation d'une entreprise, Cas de l'entreprise GCER». Mémoire de Mastère. EHEC. Encadré par Mme : BEN OUDA Olfa. 2012-2013. Page : 17.

principales filiales financières du groupe STB (SICAV investisseur, SICAV l'épargnant, STB SICAR, STB Manager, STRC et l'ID SICAR).

La STB INVEST exerce plusieurs métiers. Elle travaille de près avec les clients de la Banque dans l'objectif de les aider à faire émerger des idées, clarifier leurs objectifs et en dégager les enjeux, identifier les différentes solutions et options envisageables et en estimer les avantages et les inconvénients.

Elle exerce notamment les métiers d'ingénierie financière à savoir :

- L'optimisation fiscale et la gestion financière avancée
- l'évaluation financière et stratégique des entreprises
- Les montages financiers
- Conseils financiers et boursiers
- Diagnostic et gestion du patrimoine pour le compte de client

b- Organigramme

La STB INVEST a opté lors de sa création pour un mode de direction basé sur la séparation des pouvoirs du Directeur général et de celui du président Directeur général. L'établissement est constitué de deux départements à savoir :

1- Le département de gestion du portefeuille et de l'ingénierie financière

Il est chargé de la gestion du portefeuille de la STB INVEST ainsi que les opérations de portage et des prises de participation ainsi que le placement sur le marché boursier et le conseil financier et boursier.

2- Le département administratif et financier

Il est chargé de la tenue de comptabilité, la gestion des ressources humaines ainsi que la tenue de la caisse ainsi que toutes autres tâches financières.

c- Portefeuille de la STB INVEST

La STB INVEST gère son portefeuille de valeurs mobilières qui s'élève au 31-12-2015 à plus que 64 milliards de dinars tunisiens. Il est réparti entre :

- ***Un portefeuille de participation*** : celui-ci comprend des titres des sociétés non cotés ou des sociétés cotés sur le marché primaire, à revenu fixe ou variable, qui sont acquis avec l'intention de la revente à brève échéance.
- ***Un portefeuille de placement*** : qui comprend des titres des sociétés cotés en bourse, à revenu fixe ou variable et qui sont acquis avec l'intention de la revente à brève échéance.
- ***Les titres de portage*** : incluant principalement des titres achetés dans le cadre des conventions de portage et de rétrocession ainsi que les titres acquis dans l'intention des participations directes.
- ***Les emprunts obligataires publics et privés.***

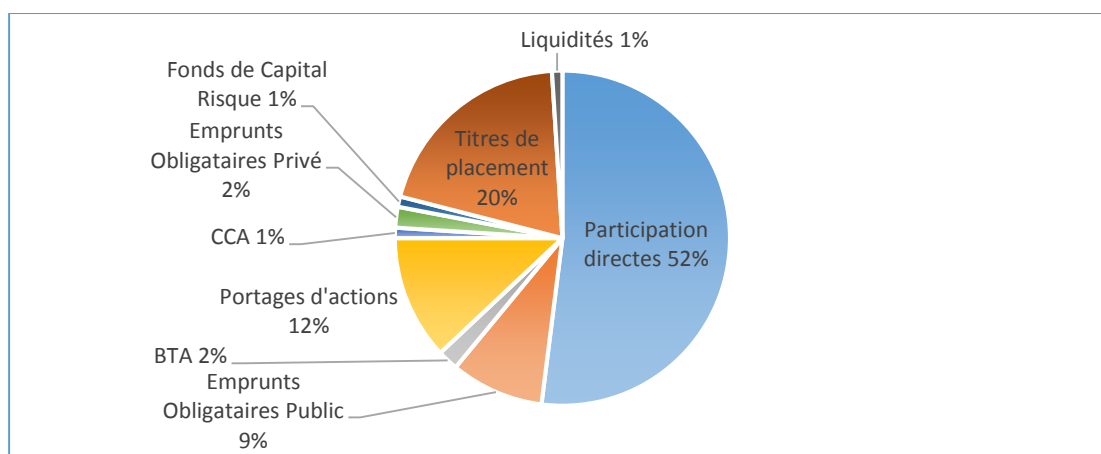


Figure 4 La composition du portefeuille de la STB INVEST

Source : Rapport d'activité STB INVEST 31/12/2015

Le tableau suivant résume le portefeuille de la STB, situation fin décembre 2015.

Tableau 1 Portefeuille de la STB INVEST

	Montant en KDT		Variation	
	31/12/2014	31/12/2015	En %	En volume (KDT)
Titres de participations	35825	40516	13,09%	4691
Participations directes	24462	33249	35,92%	8787
Emprunts Obligataires	6568	5835	-11,6%	-733
BTA	4795	1432	-70,14%	-3363
Titres d'investissements	9288	9847	6,02%	559
Portages d'actions	6466	7332	13,39%	866
Compte Courant Associé	730	680	-6,85%	-50
Emprunt obligataires Privés	1257	1000	-20,45%	-257
Fonds de capital risque	835	835	0,00%	-
Titres de placement	12396	13052	5,29%	656
Liquidités	5428	858	-84,19%	-4570
Total	62937	64273	2,12%	1336

Source : Rapport d'activité de la STB INVEST 31/12/2015

d- Activités de la STB INVEST

1- Présentation de l'activité

La première fonction que remplit la STB INVEST consiste à détecter les entreprises susceptibles de croître et d'engendrer des plus-values, et ce, afin d'y placer le capital et les fonds qui lui ont été confiés.

La deuxième fonction consiste à suivre l'entreprise. L'expérience montre que la qualité de cette assistance/conseil compte beaucoup dans le succès final du projet (donc aussi pour le montant de la plus-value dont bénéficie l'opération de participation à sa sortie du capital).

La troisième fonction, tout aussi difficile et non moins importante, consiste à sortir, c'est-à-dire à revendre les actions que le capital-investissement détient dans une entreprise. Il faut

de la patience, un excellent réseau de partenaires, mais aussi le respect de l'entreprise qu'on abandonne.

Ces trois fonctions sont nécessaires dans toutes les formes du capital investissement, mais leur importance relative peut varier, du fait que les sociétés et les fonds de capital investissement diffèrent selon la phase dans laquelle se trouve la société investie.

La sélection des projets dans la STB INVEST suit l'enchaînement suivant :

- **Réception des dossiers :**
 - premier contact avec les porteurs de projets à travers les réseaux des partenaires, ou du réseau de l'équipe de gestion.
 - **Etude des projets retenus :**
 - Engagement de confidentialité
 - Validation des documents du projet : Business Plan, marché, etc.
 - Discussion avec le promoteur et rédaction d'une Lettre d'Intention.
 - **Audit et Due Diligence :**
 - Audit financier, juridique, fiscale et environnemental des projets retenus
 - Visites des sites et réunions avec le management cible
 - Pourra inclure l'assistance d'experts
 - **Avis du comité d'investissement :**
 - Soumission d'un Mémoire d'investissement au Comité d'Investissement
 - **Décision du Conseil d'Administration :**
 - Approbation de l'investissement par le Conseil d'Administration
 - **Closing :**
 - Rédaction et signature de la documentation juridique liée à l'opération
 - Déblocage des fonds
- 2- Ressources et outils d'intervention**
- **Ressources**

Pour financer ses projets, la STB INVEST a recours aux ressources dont elle dispose sous forme :

- De capital social, qui constitue l'actionnariat, de réserves et autres fonds propres.
 - De fonds gérés pour le compte de tiers.
 - De fonds gérés pour le compte de l'Etat tel que le FOPRODI (Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle).
- **Outils d'intervention**

Les sociétés d'investissement à capital fixe interviennent au moyen de la souscription ou d'acquisition d'instruments financier permettant :

L'accès immédiat au capital

- Actions ordinaires
- Action à dividende prioritaires
- Certificats d'investissement
- Parts sociales

L'accès différé au capital

- Obligations convertibles en actions
- Obligations à bon de souscriptions en actions

L'accès éventuel au capital

- Compte courant actionnaires
- Prêt participatif

Ici prend fin la présentation de l'organisme d'accueil STB INVEST. On s'attache dans ce qui suit à présenter l'entreprise objet d'évaluation : La GCER.

I-1-2 Présentation de la société objet d'évaluation : GCER

La société Génie du Composite Étude et Réalisation SA (GCER), est une société anonyme au capital de 4000000 TND et divisé en 400000 actions d'une valeur nominale de 10 TND chacune.

GCER est spécialisé dans l'ingénierie des thermoplastiques, thermodurcissables et construction de structures en acier. Cette entreprise offre une large gamme d'équipements industriels : des réseaux de tuyauterie, des appareils chaudronnés, des pièces techniques en polyester et en thermo formables. Elle répond aux besoins de la clientèle soit par la production de pièces unitaires soit en prenant en charge tout le projet « clef en main » depuis l'étude jusqu'au montage sur chantier.

GCER intervient dans les domaines suivants : Énergie, chimie, pétrochimie, eau, dessalement de l'eau de mer.

Elle s'étend sur une superficie de 3 hectares dont 15000 m³ d'ateliers composés comme suit :

- Atelier pièces techniques
- Atelier enroulement filamentaire
- Atelier chaudronnerie en GRP
- Atelier chaudronnerie thermoplastique
- Atelier construction mécanique
- Magasins
- Atelier maintenance
- Atelier sablage
- Atelier peinture
- Atelier menuiserie
- Un grand parc de stockage

Présentation de la relation

GCER a été créée par M. Mohamed Bouassida en 2001. De formation technique et commerciale, il a constitué une équipe de travail et a mis en œuvre l'outil industriel adapté. Actuellement GCER est composé de six départements qui sont :

- Département production de tubes
- Département production des accessoires et pièces spéciales
- Département construction métallique
- Département chaudronnerie thermoplastique
- Département chaudronnerie thermodurcissable
- Département préfabrication et montage sur site

GCER active dans la mise en œuvre des matériaux plastiques et polyester. En 2013, elle a obtenu trois certificats par le TUV 9001-14001-18001. Deux autres certificats pour le bureau d'études ainsi que le laboratoire sont envisagés. Son activité est réalisée aussi bien sur le marché tunisien que sur le marché à l'export (Afrique du nord, Afrique, Europe, Australie, Amérique latine, etc.).

Conseil d'administration et structure du capital

Les membres du conseil d'administration de la société GCER au 23 mai 2016 sont les suivants :

Membre	Représenté par	Qualité	Mandat ¹²
M. Bouassida Mohamed	Lui-même	Président	2013-2015
Société Univers Invest SICAR		Administrateur	2013-2015
Société STB Invest	M. ZAAFRANE Lebid	Administrateur	2013-2015
Melle BOUASSIDA Feyrouz	M. Bouassida Mohamed	Administrateur	2013-2015
M. Bouassida Fethi	M. Bouassida Mohamed	Administrateur	2013-2015

Quant à la répartition du capital, elle se présente comme suit :

	Nom et prénom	Nationalité	Nombre d'actions souscrites	Montant	Taux de participation
1	Mohamed Bouassida	Tunisienne	320776	3207760	80.194%
2	Chalbia Ben Rayana		38	380	0.010%
3	Bouassida Feyrouz		100	1000	0.025%
4	Bouassida Fethi		19	190	0.005%
5	Bouassida Chiheb		100	1000	0.025%
6	Bouassida Mehdi		100	1000	0.025%
7	Bouassida Yassine		100	1000	0.025%
8	Univers Invest Sicar		34411	344110	8.603%
9	STB Invest		34411	344110	8.603%
10	Jean Paul Fernandez Faustino	Portugaise	9945	99450	2.486%
	Total Général		400000	4000000	100%

I-1-3 La relation GCER et STB INVEST

La relation entre la STB INVEST et La GCER remonte à 2006. Durant cette année, STB INVEST a participé dans l'augmentation du capital de la société GCER à raison de 225000 dinars tunisiens, soit 22500 actions à valeur nominale de 10 dinars chacune. Le pacte d'actionnaires a été signé durant cette année reliant le promoteur de la GCER monsieur Bouassida. M. et la STB INVEST.

Le pacte d'actionnaire a prévu la sortie de la STB INVEST sept ans plus tard sur la base des états financiers de l'exercice de 2014 avec un prix déterminé en utilisant les trois méthodes d'évaluation suivantes :

¹² Le mandat est renouvelé suivant le PV de l'assemblée générale ordinaire du 28 mai 2013.

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

- La valeur mathématique comptable de l'action après réévaluation, calculée d'après la dernière situation comptable certifiée conforme par le commissaire aux comptes de la société.
- La valeur de rendement de l'action : Cashes to Equity, méthode se basant sur les bénéfices futurs et les cashs flows actualisés.
- La valeur patrimoniale corrigée par le Goodwill.

Cependant, la sortie n'a pas été réalisée et cela est dû aux résultats de l'exercice de 2014 qui ne sont pas performants et qui ne permettent pas d'aboutir à une évaluation bénéfique à la STB INVEST. En effet, la GCER a été soutenue par sa banque ATTIJARI et son promoteur continue d'injecter de la trésorerie sous forme de compte courant actionnaire afin de résister aux fortes variations du BFR de l'entreprise.

La GCER a quand même pu diversifier ses produits et su maîtriser ses charges d'exploitation et dégagé une capitalisation boursière qui vaut presque le double de son capital social. Raison de plus, de nouveaux horizons lui sont ouverts en mois de juin 2016 en signant de nouveaux contrats avec des clients nationaux (SONEDE, ONASS, etc.) et internationaux (grands chantiers) pour des montants élevés.

A cet effet, il a été convenu la rétrocession des parts de la STB INVEST au profit de l'actionnaire majoritaire de la société au cours de l'année 2016. La détermination du prix de l'action GCER se fera par un organisme externe (KPMG) et ce, moyennant les trois méthodes citées précédemment.

I-2 Diagnostic Interne de la société GCER

I-2-1 Diagnostic des moyens

La société GCER s'est donné pour objet, depuis son entrée en exploitation, l'étude et la transformation des matières thermoplastiques et thermodurcissables dans le but de concevoir les équipements chaudronnés et les tuyauteries nécessaires et les constructions mécaniques.

Activité

- Étude et conception de réseau de tuyauterie
- Production de tubes et raccords normalisés en Stratifié Verre Résine (SVR/FRP) en thermoplastique massif (MTP) et MTP renforcé.
- Construction d'appareils chaudronnés en thermoplastique massif, MTP renforcé et en SVR
- Cuverie de stockage MTP massif, MTP renforcé et en SVP massif.

Domaines d'application

- Industrie chimique, transport et stockage des solutions acides et basiques
- Industrie papetière : blanchiment du papier
- Industrie pétrolière : réseaux de protection incendie, réseaux de ballast
- Protection de l'environnement : lavage des gaz sur unité d'incinération des déchets ménagers et de déchets industriels, équipement de stations d'épuration des eaux usées.
- Domaine de l'eau : Transport d'eau potable, unité de dessalement d'eau de mer, stations de pompage d'eau de mer, assainissement.

Matériaux mis en œuvre

- Les thermodurcissables tels que : Résine vinylester, Résine Bisphenolique, Résine Epoxy, Résine Polyester.

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

- Les thermoplastiques tels que : Polychlorure de vinyle (PVC), Polypropylène (PP), Polyéthylène haute densité (PEHD), Polyfluorure de Vinylidene (PVDF).

Normes, spécifications et standards de production

- Normes de production : ASME, NFT 57900, DIN 16965 et 16966, DVS, AWWA C950-88 et ASTM.
- Normes de qualification de mise en œuvre : NFT 57900, NFA 88800, NFA 89803 et DVS 2212 et 2221.
- Standards : Standards propres aux clients suivants les cahiers de charge.

Assurance qualité

GCER est certifiée conforme par la TUV, pour son cycle de production, à ISO 9001 version 2008 (management de la qualité), BS OHSAS18001 (management de la santé et sécurité au travail) et ISO 14001 version 2004 (management de l'environnement).

Moyens et capacité de production

- **Moyens de production**

Les locaux de production abritent notamment :

- 1) Un atelier des accessoires pour la production de raccords et pièces spéciales, équipé en moyens de fabrication modernes
 - 2) Un atelier enroulement filamentaire pour la production de tubes en SVR, équipé de deux lignes d'enroulement filaires nouvelle génération assistées par une commande numérique et équipée d'un dispositif d'adduction de silice.
 - 3) Un atelier chaudronnerie GRP
 - 4) Un atelier de construction métallique
 - 5) Un atelier préfabrication GRP
 - 6) Un atelier thermoplastique
- **Capacité**

L'outil de production installé permet la fabrication de la gamme suivante :

- Tubes et raccords de diamètre 15 mm à 1400 mm en série.
- Tubes et raccords, sur demande, de diamètre 1100 mm à 2200 mm
- Appareils chaudronnés de diamètre 500 mm à 5000 mm
- Toutes pièces spéciales jusqu'à un poids unitaire maximal de 9 tonnes

En tubes de série, la société a une capacité de production de 120 mètres linéaires par jour.

Principaux fournisseurs et clients

Les principaux fournisseurs de GCER sont ceux des matières premières importées, et des produits consommables.

Tableau 2 Les principaux fournisseurs de la GCER

Fournisseur	Pays	Matière	Mode de paiement	Répartition
Jushi	France	Fibre	Virement 90 jours	40%
Polynt Composites	France	Résine	Virement 90 jours	30%
Polychem	USA	Résine	CDI	6%

Quimidroga	Espagne	Résine	Virement 60 jours	6%
Freudenberg	Allemagne	Voile	Virement 60 jours	5%
Sorepco	Tunisie	Fibre	Virement 90 jours	3%
Simona	France	Plastique	Virement 60 jours	3%
Richardson	France	Plastique	Virement 60 jours	3%
Bmk	Tunisie	Silice	Virement 90 jours	4%

Les principaux clients de la GCER

Tableau 3 Les principaux clients de la GCER

Client	Mode de paiement	% chiffre d'affaires
UTE Groupement Solidaire Djerba	Traite 120 jours	51%
GCT SKHIRA	Virement 60 jours	25%
CITP	Virement 60 jours	11%
PONTCELLI	Virement 45 jours fin de mois	7%
CMI	Virement 45 jours fin de mois	6%

I-2-2 Diagnostic financier

Le diagnostic financier commence par l'analyse de l'exploitation, puis les ratios, puis de solvabilité et de rentabilité.

1- Analyse de l'exploitation

Les soldes intermédiaires de gestion –SIG- nous permettront de différencier les activités de la GCER. Le tableau des SIG sur les 5 dernières années se présente comme suit :

Tableau 4 Soldes intermédiaires de gestion de la GCER, Années : 2011 à 2015

Désignation	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires	8131185	9792152	9010994	7828561	8877389
+ Production immobilisée	190811	117739	72423	189859	220547
= Revenus d'exploitation	8321996	9909891	9083417	8018420	9097936
- Achats consommés	3344668	5665137	4871107	3100046	3155012
= Valeur ajoutée (Marge Brute)	4977328	4244754	4212310	4918374	5942924
- Charges de personnel	2144931	2173078	1974023	2501313	2877693
- Charges d'exploit. hors dot. Amortis et provisions	419521	446295	924056	810179	1114217
= E B I T D A (EBE)	2412876	1625381	1314231	1606882	1951014
- dot. Amortis et provisions	866858	923592	998710	1315686	1286718
= E B I T (REX)	1546018	701789	315521	291196	664296
- Charges financières	432730	281041	-27407	709883	434896
+ Produits extraordinaires	14123	8472	12430	3558	0
- Pertes extraordinaires	507767	8955	41510	21211	195946
= E B T (Résultat des activités ord.)	619644	420265	313848	-436340	33454
- IS	10233	42878	8021	11675	10400

= Résultat net	496351	377387	305827	-448015	23054
CAF (RN+DAMP)	915872	823682	1229883	362164	1137271

Source : Documents de STB INVEST

Le chiffre d'affaires a évolué depuis 2002 de la manière suivante :

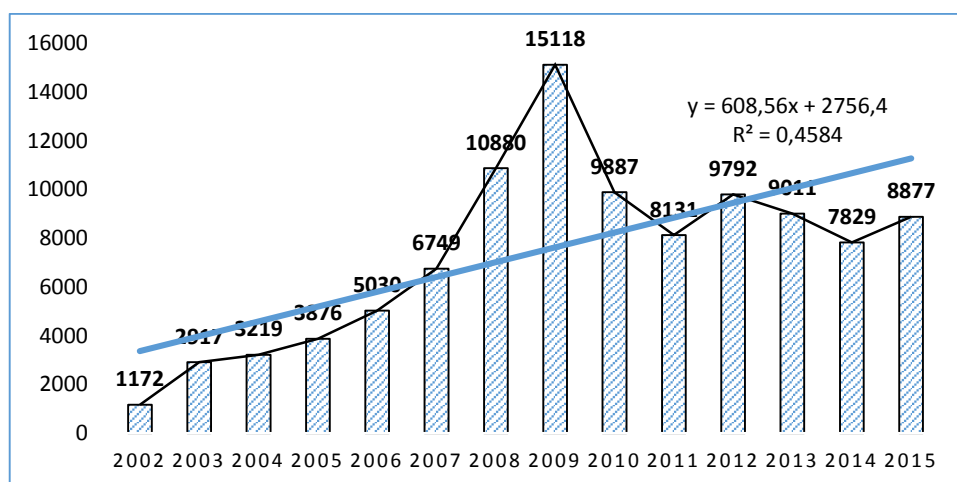


Figure 5 Évolution du chiffre d'affaires entre 2002 et 2015

Source : Documents de STB INVEST

Le rythme de l'évolution du chiffre d'affaire est haussier. Il croit en moyenne annuelle de 23 % en enregistrant un pic en 2009 dépassant les 15 millions de dinars. L'étude statistique présentée par l'équation des MCO sur le graphique indique qu'il a augmenté en moyenne de 608 mille dinars chaque année. Il a dégringolé ensuite pour stabiliser sur les 6 années qui suivirent à un niveau de 9 millions.

L'année 2015 a été clôturée en réalisant un chiffre d'affaires de 8,8 millions de dinars, soit en augmentation de 13% par rapport à l'année 2014. Pour mieux appréhender l'évolution des soldes dans le temps, nous proposons d'étudier l'évolution des rapports VA/CA et EBITDA/CA. Disposant d'un historique commençant par 2002, le graphique suivant montre cette évolution :

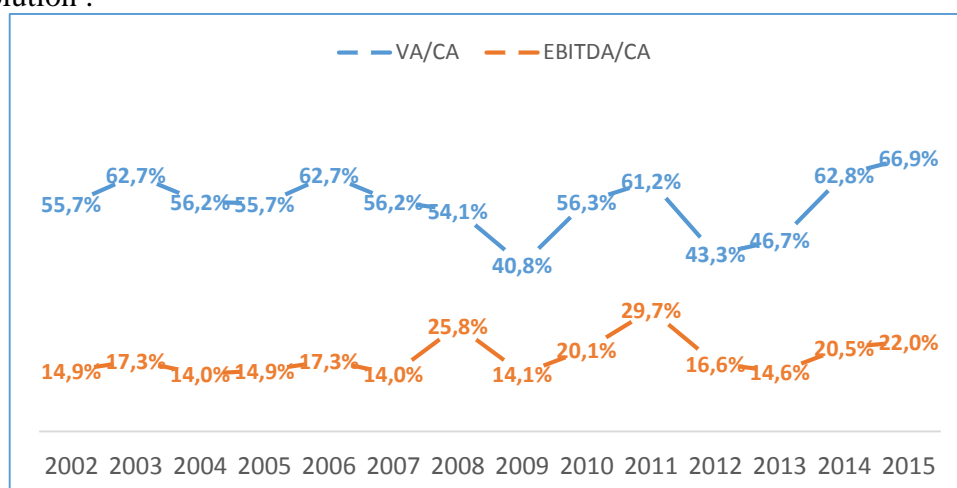


Figure 6 Évolution des rapports : VA/CA et EBE/CA entre 2005 et 2015

Source : Documents de STB INVEST

La moyenne des deux rapports VA/CA et EBITDA/CA (efficacité de la production) est respectivement : 55,2% et 19 %.

Le résultat net de 2015 a été amélioré par rapport à celui de 2014. Il est de 23054 dinars contre un résultat négatif lourd en 2014. La CAF quant à elle, a triplé par rapport à 2014 en enregistrant 1137271 dinars. Cette CAF représente la trésorerie potentielle de la GCER et permet de rémunérer les actionnaires, financer les investissements, rembourser les dettes et de financer l'activité courante de la société.

2- Analyse par les ratios

L'analyse par les ratios que nous allons présenter ci-après nous permettra d'évaluer le rendement de la GCER. Elle permettra également de pousser l'analyse et savoir si l'entreprise est solvable ou non, et surtout de suivre de près sa politique d'endettement sur plusieurs années.

Avant tout, on doit préparer le schéma de financement qui confronte les ressources et les emplois de la société. Le tableau suivant retrace le schéma depuis les bilans comptables de 2011 à 2015.

Tableau 5 Schéma de financement de la GCER de 2011 à 2015

Désignation	2011	2012	2013	2014	2015
Total des immobilisations incorporelles	8074	12749	56833	38339	69917
Total des Immobilisations corporelles	7219110	7309308	7342489	9012391	9152173
Total des Immobilisations Financières	26871	23703	38454	25068	7035
Autres actifs non courants					
Total des immobilisations	7254055	7345760	7437776	9075798	9229125
Stocks	2529953	3246039	1980858	1867904	3299779
Clients	3102336	2971988	3929454	3522773	4581420
Autres valeurs réalisables	750300	568126	907453	522415	254065
Trésorerie active	26022	24993	2242	55064	269597
Total des Actifs	13662666	14156906	14257783	15043954	17633986
Total des fonds propres	7010690	7090400	7073305	6293872	6320111
Passifs non courants	600913	413346	615370	2123043	3000454
Passifs courants d'exploitation	5693028	5939386	5761116	3656061	3728928
Trésorerie passive (DCT bancaires)	358035	713774	807993	2970978	4584493
Total des Passifs	13662666	14156906	14257784	15043954	17633986
Immobilisations d'exploitation	7227184	7322057	7399322	9050730	9222090
BFR	689561	846767	1056649	2257031	4406336
Actifs économiques (Emplois)	7916745	8168824	8455971	11307761	13628426
Equity	7010690	7090400	7073305	6293872	6320111
Dettes nettes	906055	1078424	1382667	5013889	7308315
Ressources	7916745	8168824	8455972	11307761	13628426

Source : Documents de STB INVEST

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

Le fonds de roulement, besoins en fonds de roulement et trésorerie sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 6 Équilibre financier de la GCER. Années : 2011 à 2014

	2011	2012	2013	2014	2015
Fonds de roulement	384419	181689	289353	-633815	98475
Besoins en fonds de roulement	689561	846767	1056649	2257031	4406336
Trésorerie	-305142	-665078	-767297	-2890846	-4307861

Source : Documents de STB INVEST

A partir de ce tableau nous faisons le calcul des ratios nécessaires à l'analyse : ratios de solvabilité, de liquidité et de rentabilité.

A- Ratios de solvabilité

Solvabilité Générale	2011	2012	2013	2014	2015
<u>Capitaux propres</u>	51,3%	50,1%	49,6%	41,8%	35,8%
<u>Total Actif</u>					

Ce ratio nous indique le poids des fonds propres dans le passif. Il n'a pas cessé de baisser depuis 2011 et il est en 2015 à 36%. Cette situation interpelle la GCER à augmenter ses fonds propres.

Indépendance financière	2011	2012	2013	2014	2015
<u>Capitaux propres</u>	92,1%	94,5%	92,0%	74,8%	67,8%
<u>Capitaux permanents</u>					

Avec capitaux permanents = capitaux propres + provisions + dettes non courantes (plus qu'un an).

Le rapport des fonds propres aux capitaux permanents dépasse 50% et cela nous indique que la GCER dispose dans son passif de beaucoup de fonds propres. Ceci est un bon indicateur car il permet à la GCER de demander un crédit, la structure financière n'est pas saturée. On remarque toutefois que ce ratio a tendance à se ramener à la baisse : de 92 % en 2011 jusqu'à 68% en 2015. Ceci s'explique par le fait que la dernière augmentation du capital de la GCER remonte à 2008 (300000 actions) et que la dette à commencer à prendre du poids.

Capacité de remboursement	2011	2012	2013	2014	2015
<u>Dettes financière nette</u>	0,99	1,31	1,12	13,84	6,43
<u>CAF</u>					
<u>Dette financière nette</u>	0,38	0,66	1,05	3,12	3,75
<u>EBITDA (EBE)</u>					

La capacité de remboursement est un ratio qui nécessite la combinaison de la dette financière qu'on tire à partir du bilan financier et la CAF ou l'EBITDA qui se déterminent dans l'état des résultats. Il est exprimé en nombre d'années, c'est-à-dire dans combien d'années l'entreprise peut-elle rembourser sa dette. Ce ratio est à minimiser pour traduire une bonne santé financière de l'entreprise.

Nous remarquons dans le tableau que ce ratio pour l'année 2014 a dépassé 13 ans (par la CAF) et 3 ans (par l'EBE) et idem pour 2015 (respectivement 6 ans et 3 ans). Cette situation ne plaide pas en sa faveur si jamais elle sollicite un emprunt auprès de sa banque. Cependant,

ceci s'explique cependant par les résultats maigres qu'a réalisés la GCER et non par le fort endettement.

B- Ratios de liquidité

Ratios de liquidité	2011	2012	2013	2014	2015
Générale : $\frac{\text{Actifs à court terme}}{\text{Passifs à court terme}}$	105,91	102,37	103,8	90,1	101,1
	%	%	%	%	%
Réduite: $\frac{\text{Actifs à court terme} - \text{stocks}}{\text{Passifs à court terme}}$	64,10%	53,59%	73,7%	61,9	61,4%
				%	
Immédiate : $\frac{\text{Liquidités}}{\text{Passifs à court terme}}$	0,43%	0,38%	0,03%	0,83	3,24%
				%	

Les ratios de liquidité nous indiquent la capacité de l'entreprise à régler ses dettes arrivées à échéances. Nous lisons dans le tableau que la GCER est capable de régler ses fournisseurs et les dettes bancaires de court terme moyennant la vente aujourd'hui de son actif courant. On remarque qu'en 2014 ce ratio a franchi le seuil des 100% pour se rattraper ensuite en 2015.

Si l'on ne considère pas la vente des stocks, la société sera en mesure de rembourser en moyenne 62% ses dettes courantes. A préciser qu'en 2009, le même ratio (liquidité réduite) était de 107%.

On remarque aussi que le ratio de liquidité instantanée a grimpé en 2015 dépassant les 3%. Ceci est dû à l'injection des liquidités par le promoteur de la GCER au cours de cette année pour faire face aux fortes variations des besoins en fonds de roulement.

C- Ratios de rentabilité

Rentabilité	2011	2012	2013	2014	2015
Économique: $RÉco = \frac{RN}{Total\ actif}$	3,63%	2,67%	2,14%	-	0,13%
				2,98%	
Financière: $ROK = \frac{RN}{Actif\ économique}$	6,27%	4,62%	3,62%	-	0,17%
				3,96%	
Des capitaux propres: $ROE = \frac{RN}{Fonds\ propres}$	7,08%	5,32%	4,32%	-	0,36%
				7,12%	
De l'actif: $ROA = \frac{EBIT}{Total\ actif}$	11,32%	4,96%	2,21%	1,94%	3,77%

Au cours de l'année 2009, la GCER a enregistré les meilleures performances en termes de rentabilité financière en dépassant les 16,5%. La rentabilité de l'entreprise aussi bien économique que financière n'a cessé de diminuer jusqu'à 2014 où on voit des rendements négatifs. Durant l'année suivante, l'entreprise a amélioré ses résultats mais sans pour autant arriver à son rythme habituel.

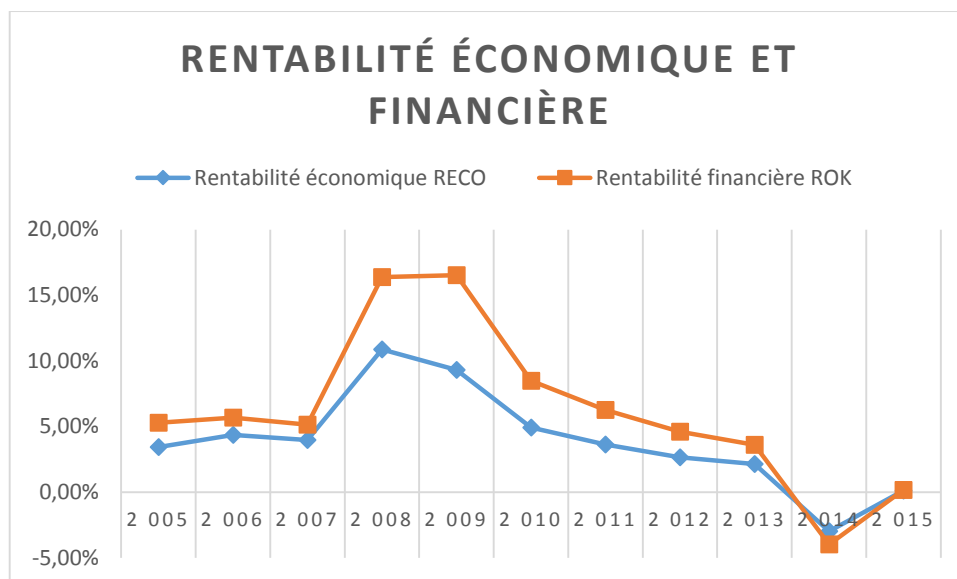


Figure 7 Évolution des ratios: Rentabilité économique et rentabilité financière entre 2005 et 2015

Source : Présentation par l'étudiant

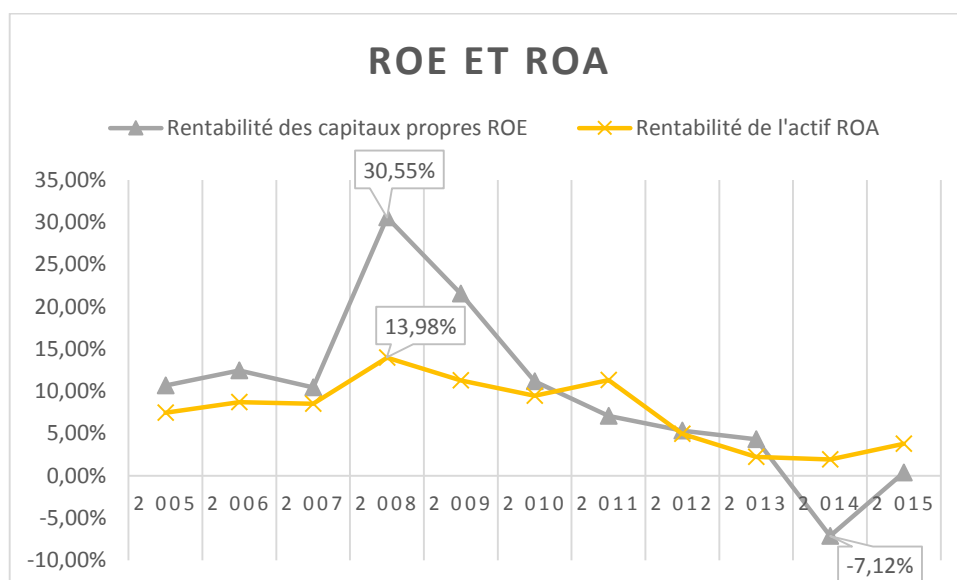


Figure 8 L'évolution des ratios : ROE et ROA entre 2005 et 2015

Source : Présentation par l'étudiant

Le graphique précédent montre l'évolution des rentabilités ROA et ROE. C'est en 2008 que l'entreprise a enregistré ses meilleures performances en dépassant les 30% pour le ROE et avoisinant les 14% pour le ROA. 2014 a marqué également les mauvaises performances, on remarque une rentabilité négative des fonds propres (-7,12%) qui n'a été amélioré l'année suivante qu'à hauteur de 0,36%.

I-3 Diagnostic Externe de la société

I-3-1 Secteur d'activité

La société GCER active dans le secteur des Industries Chimiques (ICH). Il est composé des branches de : chimie de base, chimie fine, chimie de spécialité et pharmacie. Le site de l'API utilise le classement suivant : Chimie de base, industrie du plastique, industrie du caoutchouc et pneumatique et industrie pharmaceutique. Ce secteur a réalisé 9% de valeur

ajoutée des industries manufacturières et est composé au total de 542 entreprises dont 283 vouées à l'industrie du plastique. Parmi ces 283 entreprises on compte 85 entreprises totalement exportatrices comme la société GCER.

Sur la période 2009-2013, l'emploi dans le secteur des industries chimiques a réalisé un taux de croissance moyenne de +14% contre une baisse dans la production avec un taux de 5%. Cette baisse traduit une baisse en productivité du capital « travail » et est justifiée par la conjoncture sociale en Tunisie : mouvements de contestation, sit-in sur les voies ferrées, grèves sur les sites d'extraction de phosphate et les blocages de chargement sur les ports.

Le tableau suivant montre les types de plastiques dont se compose la branche du plastique et le nombre d'entreprises qui y exercent.

Tableau 7 Répartition des entreprises de la branche plastique par produits et par régime

Produit	Entreprises		
	Totalement export	Autres	Total
Tubes et tuyaux en matière plastique	3	21	24
Sacs, sachets et housses en matière plastique	4	37	41
Pièces techniques en matières plastiques	35	6	41
Préformes en PET et articles de bouchage en matière plastique	2	13	15
Plaques, feuilles, pellicules, bandes en matière plastique	0	15	15
Granulés de plastiques	3	7	10
Caisses et cageots en matière plastique	1	11	12
Bouteilles, bidons et autres articles d'emballage en matière plastique	5	37	42
Articles de bureau en matière plastique	2	4	6
Menuiserie, éléments d'isolation et autres produits plastiques pour construction	7	10	17
Vaisselle et ustensiles de cuisine en matière plastique	2	7	9
Articles et appareils sanitaires en matière plastique	2	10	12
Autres articles en matière plastique	19	20	39
Total	85	198	283

Source : Agence de Promotion de l'Industrie¹³, Publication de septembre 2013, page 28.

La société GCER est une des trois sociétés totalement exportatrices activant dans le domaine de la branche du plastique. On constate aussi à travers ce tableau que le nombre d'entreprises faisant les articles d'emballage, les sacs, les pièces techniques et les tubes et les tuyaux représentent à elles seules plus que 50% du nombre total des entreprises de la branche plastique. La filière tube et tuyaux représente 8,5 % du total.

¹³ Lien de Téléchargement : < http://www.tunisieindustrie.nat.tn/fr/download/CEPI/mono_ich.pdf >

I-3-2 L'emploi dans la branche plastique

En termes d'emploi, l'agence de promotion de l'industrie nous indique que le nombre d'employés de la branche plastique s'élève à plus de 15000 employés dont 10 % travaillent dans la filière tube et tuyaux (plus exactement, 383 employés dans les entreprises totalement exportatrices et 1108 employés dans les autres 21 entreprises).

I-3-3 La production dans la branche plastique

En termes de production, la branche plastique en valeur a enregistré une légère évolution ces dernières années. Comme le montre le graphique suivant, elle est passée de 584 millions de dinars à 682 millions de dinars en 2013.

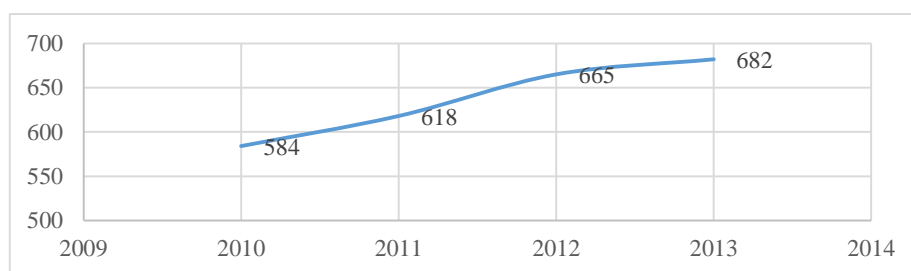


Figure 9 Évolution de la production nationale de la branche plastique en Tunisie 2010-2013.

Source : API, page 30, opcit.

I-3-4 Les investissements dans la branche plastique

Les investissements dans la branche plastique également ont enregistré une légère augmentation passant de 27 millions de dinars en 2010 à 40 millions de dinars en 2013. Le volume d'investissement dans cette branche par rapport aux autres branches de l'industrie chimique a augmenté. En 2010, le volume de l'investissement dans tout le secteur (ICH) était de l'ordre de 400 millions de dinars. La part de la branche plastique est alors 27 millions sur les 400 millions, soit de 7%. En 2013, le même rapport est passé à 10%.

I-3-5 Les exportations dans la branche plastique

Les exportations dans la branche plastique connaissent une constante augmentation depuis 2008. Elles sont de l'ordre de 379 millions de dinars en 2008, une légère augmentation arrivant à 395 millions en 2009. Elles atteignent le seuil de 500 millions l'année suivante, elles sautent ensuite à 558 millions en 2011, et en 2012 (la dernière statistique que nous possédons) elles tablent sur 616 millions de dinars. Le tableau suivant recense les exportations en volume par produit de la branche plastique.

Tableau 8 Répartition de la branche plastique par produit (Millions de dinars)

Produit	Valeur	Part
Films étirables en polyéthylène	63	10%
Résines alcynes sous formes primaires	29	5%
Boîtes, caisses et articles similaires en matière plastique	14	2%
Plaques, feuilles, pellicules, bandes et lames en plastique	14	2%
Copolymères d'acétate de vinyle sous formes primaires	12	2%
Bonbonnes, bouteilles, flacons et articles similaires en matière plastique	12	2%
Joints, rondelles en matière plastique	12	2%

Garnitures pour meubles, carrosseries ou similaires en matière plastique	11	2%
Tubes et tuyaux rigides en autres matière plastique	10	2%
Sacs, sachets, pochettes et cornets en polymères de l'éthylène	9	1%
Autres produits en plastique	431	70%
Total	616	100%

Source : API. P32. Opcit

Il est à noter que les principaux pays auxquels exporte la Tunisie en matière de produits en plastique sont :

- L'union européenne telle que la France avec 33% et l'Italie avec 16%
- Les pays voisins : Algérie, Lybie avec respectivement 6% et 9%
- L'Ethiopie avec 7 %
- Le Royaume Uni avec 3,6%

I-3-6 Les importations dans la branche plastique

Tel que le montre le graphique suivant, les importations des produits chimiques ont connu une augmentation ces dernières années passant progressivement de 1263 millions de dinars en 2008 à 1816 millions de dinars en 2012. La part des produits en plastique représente en moyenne 35% du total des produits chimiques.

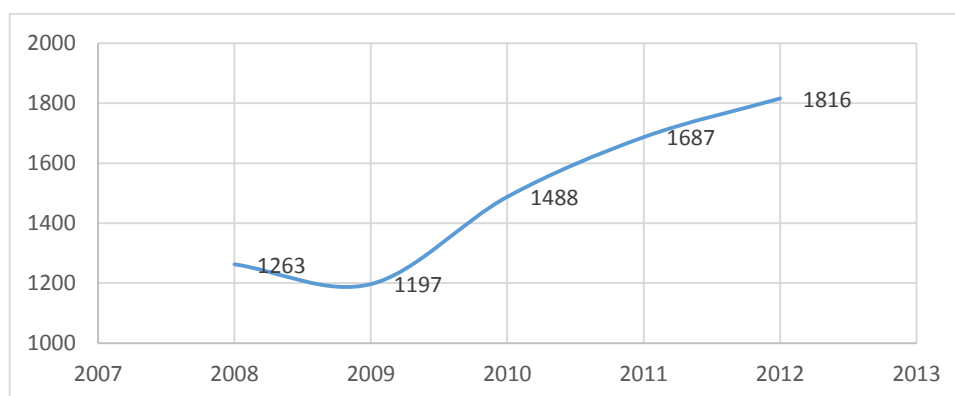


Figure 10 Les importations de la branche plastique en Tunisie

Source : API, page 32, opcit. Par INS, 2012

Le tableau suivant montre les principaux produits importés dans la branche plastique :

Produit	Importations en valeur (en millions de dinars)	En pourcentage
Polyéthylène linéaire	145,28	8%
Tubes et tuyaux en matière plastique	127,12	7%
Autres polyéthylènes téréphtalates	90,8	5%
Polypropylène	72,64	4%
Bonbonnes, bouteilles, flacons et articles similaires	36,32	2%
Polychlorures de vinyle	54,48	3%
Autres produits en plastique	1289,36	71%
Total	1816	100%

On remarque que les tubes et tuyaux en plastique représente quand même une grande part (7%) dans cette branche.

Les principaux fournisseurs de la branche plastique en Tunisie sont la France et l'Italie avec respectivement 18% et 19%, suivis par l'Arabie Saoudite avec 12% et l'Allemagne avec 10%. Les autres pays fournissent en dessous des 5% à savoir : la Chine (5%) ; l'Espagne, la Belgique, La Corée du Sud et les Etats Unis d'Amérique avec 4%.

I-4 Synthèse du diagnostic : la matrice SWOT

Le diagnostic présenté précédemment permet de dégager les quatre classes : forces, faiblesses, opportunités et menaces de la société GCER. Ces résultats seront présentés sous forme d'une matrice et dont la lecture est aisée.

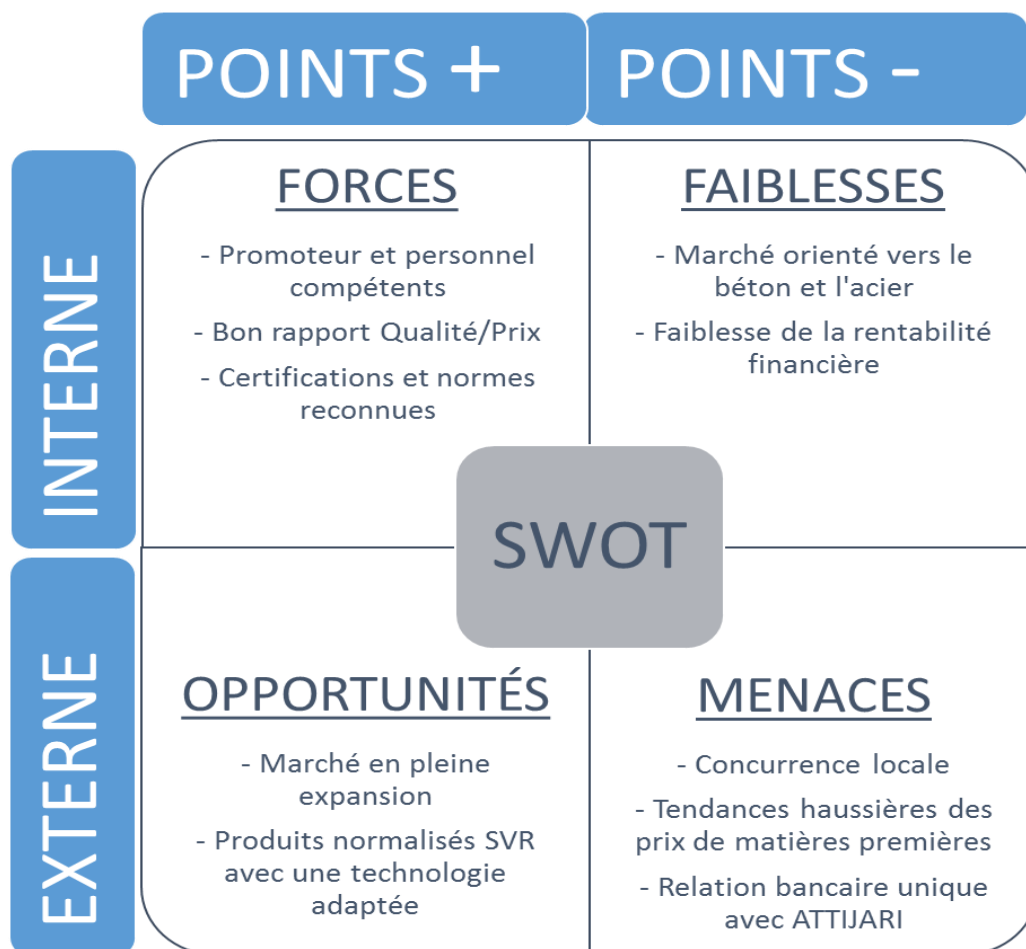


Figure 11 Matrice SWOT de la GCER

Source : Présentation par l'étudiant

Cette matrice nous indique en effet que des horizons de développement sont ouverts à la GCER. On a maintenant des raisons pour croire à la bonne rentabilité de l'affaire dans les prochaines années. Cette rentabilité sera quantifiée par le moyen des méthodes d'évaluation basées sur les cashs flows futurs et nous allons confirmer ou infirmer cette hypothèse dans la section suivante dédiée à l'évaluation du prix de l'action GCER.

II- PRÉSENTATION DE L'ÉVALUATION DE LA SOCIÉTÉ GCER

Après avoir présenté l'organisme d'accueil STB INVEST et la société objet d'évaluation : GCER, nous arrivons ici à l'objet du présent mémoire de fin d'étude : la pratique des méthodes d'évaluation de l'entreprise. En fait, le pacte reliant la société GCER et ses actionnaires, la STB notamment, prévoyait l'évaluation de la GCER sur la base des trois méthodes suivantes : VMC, l'approche par les flux et le Goodwill. Dans ce mémoire nous n'allons pas nous contenter de ces trois méthodes mais, nous allons utiliser toutes les approches qu'on a vues en partie théorique.

Cependant, pour des raisons de méthodologie, nous avons jugé pertinent de commencer par une section préliminaire qui recense les éléments nécessaires à l'évaluation. En effet, nous allons avoir besoin de savoir le taux de rendement sans risque (R_f), le taux d'actualisation exigé par les actionnaires, le coût de la dette, du capital, la valeur du Bêta de l'entreprise évaluée et beaucoup d'autres données que nous devons calculer au départ. Une fois ces paramètres fixés nous pratiquerons la première méthode d'évaluation qui est l'approche patrimoniale. Nous allons bien sûr utiliser toutes les méthodes issues de cette approche : Book value, Valeur corrigée et le Goodwill avec ses différentes formulations.

Nous utilisons ensuite la méthode des comparables. Effectivement, cette méthode n'est pas prévue dans le pacte d'actionnaires, elle est présentée ici dans ce mémoire uniquement à titre indicatif. L'approche par les flux sera ensuite présentée avec ses deux branches : approche par les flux financiers et par les flux économiques. La dernière méthode d'évaluation que nous présentons sera le modèle de Merton. Quoiqu'utilisé essentiellement par les banques pour le calcul de la perte attendue (Expected Loss), ce modèle nous fournit une quantité importante d'informations y compris la valeur actuelle de l'entreprise, voilà pourquoi il est présenté.

Comme dit dans les lignes en haut, nous commençons ci-après la présentation des paramètres nécessaires à l'évaluation : c'est l'objet du titre suivant.

II-1 Étude préliminaire à l'évaluation

La société GCER, comme nous l'avons vu dans la section précédente, active dans le secteur chimique ICH et plus précisément dans la branche plastique. Elle fait, de plus, le traitement de l'acier et elle est totalement exportatrice. L'utilisation des méthodes d'évaluation, par les flux notamment, nécessite la recherche d'un taux auquel seront actualisés les cashs flows futurs. Ce coût a pendant longtemps été donné par la formule de Modigliani et Miller. Selon ce modèle le coût du capital est une combinaison du coût de la dette et des fonds propres. Le coût de la dette est relatif à la société elle-même, tandis que le coût des fonds propres est calculé sur la base d'un taux sans risque (R_f), du rendement du marché et de la valeur de Bêta de la société. Il existe toutefois une autre approche, récente, qui propose un coût de capital qui tient compte de la stabilité/instabilité future. Il s'agit de l'approche prospective des conseils et experts financiers CCEF. Nous présenterons les deux méthodes et on vérifiera s'il y a concordance.

La société GCER n'étant pas cotée en bourse, on ignore la valeur de son Bêta. C'est pourquoi nous avons deux possibilités :

- Soit on considère un Bêta valant 1, et on dit que c'est le Bêta du marché, on déduit ensuite le Bêta de la GCER
- Ou bien on cherche des entreprises activant dans des domaines similaires au sien et qui sont cotées en bourse, on calcule le Bêta de chaque société et on en déduit le Bêta de notre société.

Nous allons envisager les deux options et on choisit celle jugée reflétant mieux le caractère de l'activité de la GCER.

II-1-1 La recherche des entreprises à activité similaire

Le marché boursier tunisien est composé de 79 entreprises. Parmi ces 79 entreprises on trouve 53 sociétés à caractère industriel et/ou commercial tandis que les 26 autres activent dans le secteur financier (12 banques, 4 compagnies d'assurances, 7 établissements de leasing, une SICAR et 2 SICAF).

Parmi les 53 sociétés qui activent dans l'industriel, on recherche les sociétés les plus similaires à la GCER : soit les entreprises activant dans l'industrie du plastique.

Après avoir consulté les professionnels travaillant à la STB INVEST, nous avons fini par constituer une liste de 3 sociétés seulement qui ressemblent dans leur activité à la GCER. Il s'agit de : Air Liquide, Alkimia et ICF (Industrie Chimique du Fluor). Cette première liste a immédiatement été jugée non représentative vu le critère rigoureux posé : industrie chimique, non pharmaceutique, industrie du papier et de l'aluminium non admises. Il va falloir donc recenser les sociétés qui ressemblent à la GCER avec des critères moins rigoureux.

Pour les besoins de calculs immédiats, nous avons édité un tableau Excel dynamique qui nous donne immédiatement la valeur du paramètre Bêta. Ce tableau nous permet de voir l'effet d'ajouter ou d'éliminer une société dans la valeur de ce paramètre. On présentera ce tableau avec plus de détails dans le titre suivant. Les entreprises ayant été sélectionnées dans l'échantillon des entreprises similaires sont au nombre de 12. Elles sont précédées par le signe (✓) dans le tableau suivant :

Tableau 9 Liste des sociétés sélectionnées pour l'échantillon des similaires

×	AMS	×	HEXABYTE	×	ESSOUKNA	×	TUNISAIR
×	SITS	×	Land'or	×	CIMENTS DE BIZERTE	×	STEQ
×	UADH	×	SERVICOM	×	ENNAKL Automobiles	✓	SOTUVER
×	ADWYA	×	CITY CARS	✓	Air Liquide	✓	MPBS
×	SIAME	×	ELECTROSTAR	×	POULINA	×	SIMPAR
✓	ARTES	×	EURO CYCLES	×	Tawasol Group Holding	×	SOPAT
×	SIPHAT	×	OFFICE PLAST	✓	Sté Délice Holding	×	GIF
×	Unimed	×	NEW BODY LINE	×	TPR	×	SOTUMAG
✓	ALKIMIA	×	Carthage Cement	×	ICF	✓	SFBT
×	CELLCOM	×	Magasin Général	×	SAH	×	MONOPRIX
×	AE-TECH	×	Telnet holding	×	ASSAD	×	STIP
✓	SOTEMAIL	×	Elbene Industrie	✓	SOMOCER	✓	SOTRAPIL
×	CEREALIS	✓	ONE TECH	×	MIP	×	SOTETEL
						✓	SOTIPAPIER

Cette étape de construction de l'échantillon des comparables est probablement la plus difficile dans toute l'évaluation. Elle nécessite la consultation des professionnels pour arriver à fixer un échantillon représentatif.

Sur la base de cet échantillon, nous serons en mesure de calculer la valeur Bêta, de quantifier le taux de rémunération des actionnaires (kc) et de déterminer enfin le taux d'actualisation des flux. Si jamais on se trompe dans cette étape, le taux d'actualisation sera soit supérieur soit inférieur au taux qu'il faut appliquer, et par conséquent, un taux supérieur se traduit à la fin par une valeur d'action sous-évaluée et un taux inférieur se traduit par une valeur surévaluée. Dans les deux cas l'un des deux parties (acheteur/vendeur) se trouvera avantaagé au détriment de l'autre. Voilà pourquoi il faut constituer un échantillon d'abord représentatif, et par la suite, qui donnera sur un coût de capital juste.

II-1-2 Calcul du paramètre Bêta

Maintenant que l'échantillon est fixé, la valeur du Bêta de chaque entreprise de l'échantillon sera calculée sur la base de l'historique de ses cours boursiers. La période d'observation est de trois ans. En effet, Nous avons constitué un historique des cours boursiers des 12 entreprises allant du 2 janvier 2013 jusqu'au 29 septembre 2016. Il faut préciser que c'est sur la base des cours du 29 septembre 2016 que nous avons basée toute l'évaluation : calcul de Bêta, observation du taux Rf et calcul de la capitalisation boursière de chaque société.

L'historique des cours boursiers sur la période observée doit être ajusté. Nous expliquons dans le point qui suit le pourquoi et le comment de cet ajustement.

a- Ajustement des cours

L'ajustement des cours consiste à prendre en considération l'effet des opérations sur le capital des entreprises. En effet, la distribution du dividende le jour « j » entraine la baisse du cours de l'action du montant du dividende. C'est pourquoi si l'on observe l'évolution du cours

historique de l'entreprise Ennakl Automobiles par exemple sur le mois de juin 2016 on observe le graphique suivant :

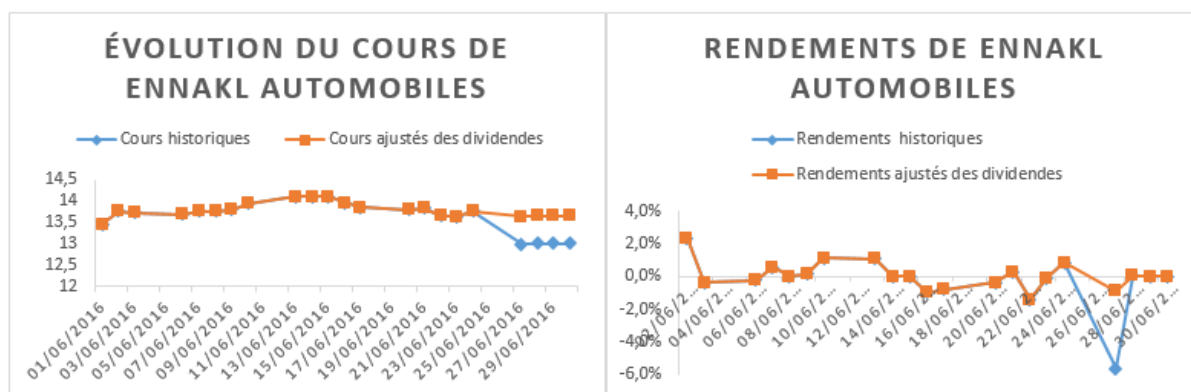


Figure 12 Effet de la distribution du dividende sur le cours et le rendement historiques

L'ajustement des cours est nécessaire pour une interprétation correcte de la réalité financière. Sur le graphique précédent, on voit que pendant le 27 juin Ennakl Automobiles avait réalisé une baisse alarmante en passant de 13,76 à 12,99, soit un rendement de -5,9%. Alors qu'en vérité, ce jour-là elle avait distribué un dividende de 0,65 dinars pour chaque action. Le détenteur de l'action en réalité ne s'est pas enrichi de cette opération, car en percevant le dividende il voit le cours diminuer automatiquement du même montant. Et en prenant en considération ce dividende on remarque sur le graphique en couleur orange que le 27 juin, il y a eu en effet une baisse mais moins grave que celle observée sur le graphique des cours historiques. Il s'agit d'une baisse de -0,9% seulement.

Il convient de préciser aussi que dans l'ajustement, il n'y a pas que le dividende à prendre en compte. Il y a aussi les droits d'attribution (lors de l'augmentation du capital par incorporation des réserves), les droits préférentiels de souscriptions (augmentation de capital en numéraire) et les opérations du Split Stock.

On observe dans le graphique suivant l'évolution du cours historique de l'Amen Bank.

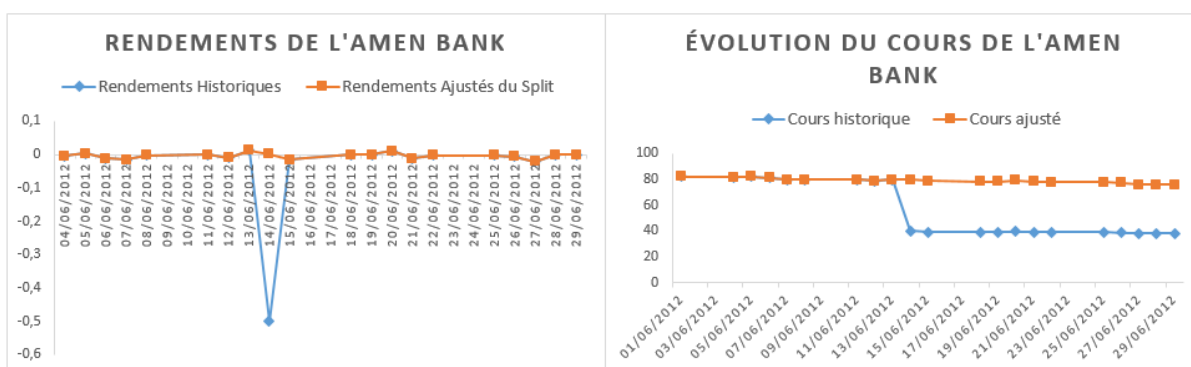


Figure 13 Effet du Split Stock sur le cours et le rendement

Le 14 juin 2012, l'Amen Bank avait réduit la valeur nominale de 10 à 5 dinars. Cela a eu comme conséquence la division de chaque action Amen Bank en 2. Voilà pourquoi on remarque sur le graphique qu'il y a eu ce jour-là une baisse abrupte du cours traduite par une baisse vertigineuse dans le rendement. Cette situation n'étant pas vraie, il convient d'ajuster le cours historique en le multipliant fois 2 à partir de la date du 14 juin.

Dans la pratique, il faudra tenir compte de ces opérations simultanément, et ainsi nous obtenons la vraie allure des cours. Nous prenons l'exemple de Ciments de Bizerte pour la période de mai-août 2013:

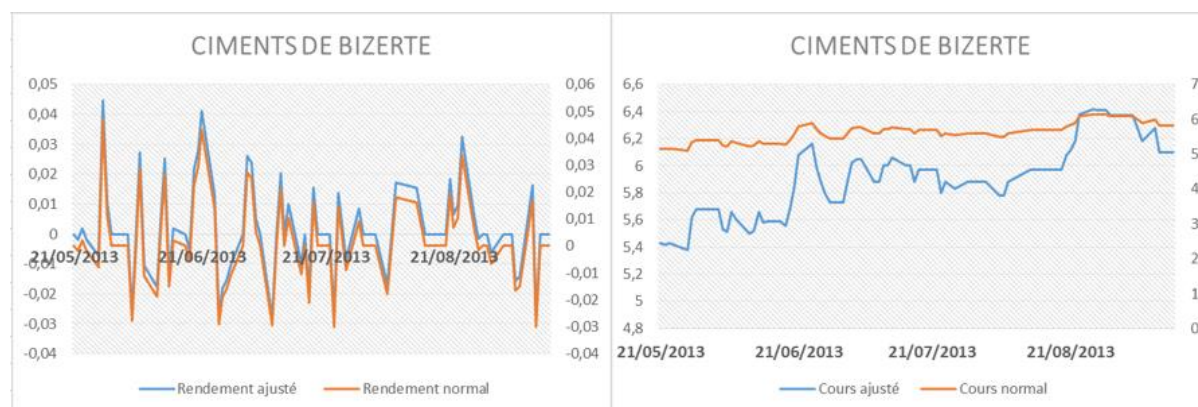


Figure 14 Effet de dividende, droits d'attribution, de souscription et de split sur le cours et le rendement

b- Calcul des Bêtas historiques

Sur la base des cours ajustés, on calcule les rendements journaliers de chaque société de notre échantillon. Moyennant Excel, on est en mesure de déterminer le Bêta de chaque société et ce en faisant le rapport : Covariance (Rendement Titre, Rendement Tunindex)/Variance (Rendement Tunindex).

Les Bêtas de chaque société pour la période allant du 2 janvier 2013 au 29 septembre 2016 se trouvent dans le tableau suivant :

Tableau 10 Les Bêtas des entreprises de l'échantillon

Société	Bêta
Air Liquide Tunisie	0,21803
ALKIMIA	0,02350
Société de Transport des Hydrocarbures par Pipelines - SOTRAPIL -	0,37104
Société Moderne de Céramique -SOMOCER-	0,96626
Société Tunisienne de Verreries - SOTUVER -	0,38081
Société Tunisienne Industrielle du Papier et du Carton - SOTIPAPIER -	0,44736
SOTEMAIL	0,45593
ONE TECH HOLDING	0,31623
Société Délice Holding	0,24993
Manufacture de Panneaux Bois du Sud - MPBS -	0,34822
Société de Fabrication des Boissons de Tunisie -SFBT-	1,33268
ARTES	0,38766

On remarque dans ce tableau les valeurs singulières suivantes :

- L'entreprise Alkimia présente un Bêta pratiquement nul. L'évolution de son rendement ne suit pas du tout celui du marché (c'était le cas de ICF c'est pourquoi nous l'avons retirés de l'échantillon).

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

- Il y a aussi, la Société de Fabrication des Boissons de Tunisie ayant le Bêta le plus élevé. En effet, la SFBT représente la plus grosse capitalisation boursière de tout le marché avec 12%, c'est pourquoi qu'on dit que son Bêta est offensif.
- c- Calcul des Bêtas désendettés**

L'opération suivante consiste à désendetter les bêtas précédent et ce au moyen de la formule de Hamada : $BU = BL / (1 + (1 - IS) * \text{Gearing})$. Il va falloir recenser les valeurs de fonds propres et la dette financière nette de chaque entreprise et en fixant à 20% le taux d'impôt sur les sociétés.

Il faudra aussi calculer la capitalisation boursière de chaque société pour savoir son poids en pourcentage dans le marché. Ces poids seront les coefficients de pondération des bêtas désendettés. La moyenne pondérée des bêtas désendettés nous donne la valeur du Bêta sectoriel du marché. Après calcul, on obtient la valeur de BU sectoriel qui est de 0,56848.

Tableau 11 Les Bêtas désendettés (BU) des entreprises de l'échantillon

Société	Beta L	FP (Million)	DFN (Million)	IS	Bêta U	% CAPI
Air Liquide Tunisie	0,21803	47	16	20%	0,17165	4,57%
ALKIMIA	0,02350	53	-11	20%	0,02834	1,39%
SOTRAPIL	0,37104	34	-13	20%	0,54048	0,72%
SOMOCER	0,96626	59	25	20%	0,72296	1,33%
SOTUVER	0,38081	44	40	20%	0,21945	2,12%
SOTIPAPIER	0,44736	36	7	20%	0,38816	2,41%
SOTEMAIL	0,45593	33	23	20%	0,29053	0,99%
ONE TECH HOLDING	0,31623	212	-210	20%	1,53172	1,23%
Société Délice Holding	0,24993	580	-580	20%	1,24831	18,23%
MPBS	0,34822	27	-1	20%	0,35977	0,56%
SFBT	1,33268	420	-133	20%	1,78343	58,74%
ARTES	0,38766	93	-121	20%	-9,92402	7,72%

Au moyen de la formule de Hamada on déduit la valeur de Bêta de la GCER qui est finalement de 1,1897. Ci-après une présentation succincte des calculs :

Tableau 12 Calcul du Bêta de la GCER

BU	FP GCER	DFN	IS	Gearing (DFN/FP)	Bêta GCER
0,56848	6 320 111	7 308 314	5,5%	1,1564	1,1897

A préciser que la valeur de la dette financière nette et le taux effectif d'impôt ont été calculés sur la base des états financiers de 2015. Nous les étudions en détail dans l'approche patrimoniale.

II-1-3 Coût de la dette, de fonds propres et de capital (WACC)

La valeur du Bêta de l'entreprise GCER étant connu, il ne reste que l'application des formules du modèle MEDAF pour déterminer les coûts de la dette, des capitaux propres et du capital.

a- Coût de la dette

Nous tirons le coût de la dette directement des états financiers de l'entreprise. Ce coût est le rapport des charges financières nettes sur la dette financière nette, il s'élève à 5,95%. Ci-après une présentation des calculs :

Tableau 13 Calcul du coût de la dette

Charges financières nette 2015	DFN	Coût de la dette GCER
434 896	7 308 314	5,95%

b- Coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres est obtenu selon le MEDAF par : $k_c = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$.

Avec :

Rf : taux de rendement sans risque (BTA 10 ans "6,3% mars 2026") observable dans la courbe des taux sur le site du conseil du marché financier tunisien (CMF) le jour d'évaluation¹⁴.

Prime de marché Rm-Rf : Rm est mesurable par le rendement annuel moyen du Tunindex sur les 10 dernières années ou bien pris directement sur un site dédié (Damodaran par exemple). Le Rm calculé donne 15,6%, soit une prime de marché (Rm-Rf) de 8,3%. Sur le site de Damodaran on prend directement la prime du marché tunisien qui s'élève à 8,08%.¹⁵

Ces trois éléments (Bêta, Rf et Prime de marché) étant trouvés, on passe directement au calcul du coût des fonds propres Kc comme suit :

Tableau 14 Calcul du coût des fonds propres

Rf	Prime (Rm-Rf)	Bêta	Kc
7,313%	8,08%	1,1897	16,926%

c- Calcul du coût du capital (WACC)

Selon Modigliani et Miller le coût du capital est la moyenne pondérée des coûts de la dette et des fonds propres. Ce coût s'élève à 10,86%, voici une présentation des calculs :

Tableau 15 Calcul du coût du capital (WACC) de la GCER

Fonds propres	DFN	Actif Économique	Kc	Kd	IS	WACC
6 320 111	7 308 314	13 628 425	16,926%	5,95%	5,5%	10,86%

Si nous prenions directement un Bêta sectoriel qui vaut 1 les résultats seraient différents et on aurait les coûts suivants :

- Un coût de dette inchangé de 5,95%

¹⁴ La courbe des taux du 29 septembre 2016 est téléchargeable depuis le site du CMF.

<http://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/publications/courbe-des-taux/courbe_taux_290916.pdf>

¹⁵ Consultable sur : http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>

- Un coût de fonds propres qui s'élève à 24,222%
- Un coût de capital (WACC) de 14,25%

Nous présentons comme souligné précédemment la méthode des compagnies des conseils et experts financiers CCEF qui donne rapidement la valeur du taux d'actualisation.

II-1-3 Coût du capital avec l'approche prospective des CCEF

Cette méthode tente de pallier au fait que le WACC ne tient pas compte des périodes d'instabilité future et des autres risques autres que celui du marché. Dans son rapport, la CCEF présente un modèle synthétique qui s'adresse aux très petites entreprises. Ce modèle commence par apprécier globalement le niveau du risque de la très petite entreprise. Le tableau suivant présente le mode de calcul de ce coefficient.

Tableau 16 Détermination du coefficient K de l'approche prospective de CCEF

Risques	Taux retenu période de transition	Taux retenu période de stabilité
1- Rendement minimum : Taux de rendement des OAT	4,00%	4,00%
2- Risque général d'entreprise	5,00%	4,00%
3- Risque sectoriel	2,00%	2,00%
4- Risque de non liquidité	2,00%	2,00%
5- Risque spécifique d'entreprise	9,38%	7,13%
Taux d'actualisation	22,38%	15,13%

Le coefficient K qui est de 15,13% est le taux maximal que prendre le coût du capital. Sur la base de ce coefficient qu'on peut mesurer les risques spécifiques associés à chacun des composantes suivantes :

- Le processus de fabrication
- La qualité du management de la société
- L'effet homme clef
- Les liens de dépendance Clients/Fournisseurs
- La qualité de l'outil de production
- La position concurrentielle de l'entreprise
- Le risque de défaillance
- Risques cachés et contraintes réglementaires.

Le tableau suivant montre l'appréciation du risque de chacun des composantes (voir les valeurs en bleu).

Tableau 17 Détermination du coût du capital de la GCER par l'approche prospective des CCEF

Risques	Principales bornes de valeurs			Valeur retenue	%	Risque spécifique
Process de fabrication						
Capacité de l'entreprise à maîtriser ou adapter son processus de fabrication pour générer ou conserver de la valeur dans le futur (savoir-faire de l'entreprise maîtrisé et protégé)	Nulle	Elevé	Absolue	15%	10%	0,2%
	0%	50%	100%			

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

Qualité du management Existence d'une stratégie de la direction à moyen et long terme et mise en œuvre des moyens financiers et humains pour la réalisation de cette stratégie.	Mauvaise	Moyenne	Très bonne	80%	20%	2,4%
	0%	50%	100%			
Hommes clés Risque de remise en cause de la pérennité de l'entreprise du fait de l'absence temporaire ou définitive d'une ou de quelques personnes (effet homme clé : importance du dirigeant).	Nulle	Elevé	Absolue	95%	20%	2,9%
	0%	50%	100%			
Liens de dépendance Clients/Fournisseurs Risque de dépendance de l'entreprise avec ses clients (et ses fournisseurs). Le risque est élevé si l'entreprise réalise l'essentiel de son activité avec un nombre réduit de clients.	Très faible	Moyenne	Très élevée	70%	20%	2,1%
	0%	50%	100%			
Qualité de l'outil de production Mesure le risque lié à la qualification du personnel, à l'état des machines, outils et équipements informatiques.	Mauvaise	Moyenne	Très bonne	80%	10%	1,2%
	0%	50%	100%			
Position concurrentielle de l'entreprise Mesure de risque lié à la position de l'entreprise sur son marché. Pour une entreprise monopolistique, le risque sera nul. A contrario, si l'entreprise ne capte qu'une faible part de son marché, le risque sera élevé.	Très faible	Médiocre	Très forte	50%	10%	0,8%
	0%	50%	100%			
Risque de défaillance En fonction de situation financière conjoncturelle de l'entreprise et de sa capacité conjoncturelle à lever des fonds.	Très faible	Moyen	Très important	50%	5%	0,4%
	0%	50%	100%			
Risque cachés et contraintes réglementaires Ensemble des risques cachés et contraintes réglementaires.	Nulle	Elevé	Absolue	80%	5%	0,6%
	0%	50%	100%			
TOTAL					100%	10,59%

Le coût du capital obtenu par cette approche est de 10,59%, proche du WACC obtenu par le MEDAF. Pour des raisons de prudence nous retenons les résultats obtenus statistiquement. L'évaluation de l'entreprise GCER se fera sur la base d'un WACC de 10,86% et d'un coût de fonds propres de 16,926%. Nous entamons dans la section suivante la première méthode : l'approche patrimoniale.

II-2 Évaluation de la GCER par l'approche patrimoniale

Nous présentons ici l'approche patrimoniale avec ces trois méthodes : Valeur mathématique comptable (VMC) appelée aussi valeur du livre (BookValue), valeur mathématique comptable corrigée et enfin la méthode de l'actif net comptable corrigé avec Goodwill.

II-2-1 Méthode de la valeur mathématique comptable (VMC)

La première méthode que nous présentons ici est la plus rapide à mettre en œuvre. Il suffit de consulter le bilan de l'entreprise et de prendre la valeur des fonds propres (sur le tableau suivant, notés ANC : Actif Net Comptable).

Tableau 18 Méthode de la valeur comptable corrigée (VMC)

Actif	V.comptable	Passif	V.comptable
Immo. Incorp. Nette	69917	Capital social	4000000
Immo. Corp. Nette	9152174	Autres fonds propres et résultats reportés	2320111
Immo. Fin. Nette	7035	<u>ANC</u>	<u>6320111</u>
Autes actifs. Non courants	0		
Stocks	3299779	Provisions	119729
Créances nettes	4581419	Emprunts	2880725
Autres actifs courants	254065	CMT	4431773
Valeurs disponibles	269597	Crédits fournisseurs	2750948
		Autres passifs non courants	0
		CCT Bancaires	1130701
Total des actifs	17633987	Total des passifs	17633987

Equity	6320111
Nombre d'actions	400000
Valeur nominale l'action GCER	10
Valeur de l'action GCER (VMC)	<u>15,8003</u>

Ainsi, la valeur mathématique comptable de l'action GCER s'élève à 15,8 dinars.

II-2-2 Méthode de la valeur mathématique comptable corrigée (VMCC)

La deuxième méthode : valeur mathématique comptable corrigée, tient compte de la valeur marchande des actifs et des passifs. Dans le cas de la GCER, le seul composant qui voit sa valeur du marché supérieure à sa valeur comptable est le terrain.

D'après le rapport de l'expert (documents internes à la GCER), le prix du mètre carré à la zone industrielle de Ksibet Sousse s'élève à 70 dinars. C'est pourquoi on doit rapporter l'écart de valorisation à la valeur de l'Equity.

La superficie du terrain est de 25682 m². Sa valeur est donc de 1797740 et non tel qu'il figure dans le bilan comptable à 943744 dinars. En tenant compte de l'incidence fiscale au taux

d'imposition de 5%, l'écart qui s'élève à 81 1296,2 sera porté à la valeur de l'actif net comptable qui devient maintenant corrigé, voir le tableau suivant :

Tableau 19 Méthode de la valeur mathématique comptable corrigée (en milliers de dinars)

Actif	Valeur compt.	Valeur Réévaluée		Passif	Valeur compt.	Valeur Réévaluée	
		Nette	Ecart			Nette	Ecart
Immo. Incorp. Nette	70	70	0	Capital social	4000	4000	0
Immo. Corp. Nette	9152	10006	854	Autres fonds propres et résultats reportés	2320	2320	0
- réévaluation Terrain	944	1798	854	Réserve de réévaluation	0	811	0
- Incidence fiscale	0	0	43		0	0	0
- réévaluation Terrain	0	0	811		0	0	0
Immo. Fin. Nette	7	7	0	<u>ANCC</u>	6320	7131	811
Autes actifs. Non courants	0	0	0		0	0	0
	0	0	0	Provisions	120	120	0
Stocks	3300	3300	0	Emprunts	2881	2881	0
Créances nettes	4581	4581	0	CMT	4432	4432	0
Autres actifs courants	254	254	0	Crédits fournisseurs	2751	2751	0
Valeurs disponibles	270	270	0	Autres passifs non courants	0	0	0
	0	0	0	CCT Bancaires	1131	1131	0
Total des actifs	17634	18445	811	Total des passifs	17634	18445	811

Equity	<u>7131407</u>
Nombre d'actions	400000
Valeur de l'action GCER (VMCC)	<u>17,8285</u>

La valeur corrigée de l'action GCER est de 17,8285 dinars.

II-2-3 Méthode de l'actif net comptable corrigé par le Goodwill

La troisième méthode que nous présentons ici reprend la valeur de l'action tel que calculé précédemment et lui ajoute la valeur du Goodwill. Ce dernier tient compte des superprofits futurs et nous allons avoir besoin du coût des fonds propres calculé dans la section précédente. A préciser seulement que le taux Rf pris est celui du BTA 4 ans et non 10 ans, car le mode de calcul du Goodwill ne prévoit pas une valeur terminale à l'entreprise. Sont présentées ci-après les quatre méthodes du calcul du Goodwill.

a- Méthode de la rente abrégée du Goodwill

Le tableau suivant explicite le mode de calcul du Goodwill selon la méthode de la rente abrégée.

Tableau 20 Méthode de l'actif comptable corrigé par le Goodwill

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ANCC	7 131	7 488	7 862	8 255	8 668	9 102
Rf (BTA 4 ans "5,25%" déc. 2018)		4,374%	4,374%	4,374%	4,374%	4,374%
Rentabilité de l'ANCC		328	344	361	379	398
RN		114	231	396	646	954

Rente du Goodwill	-214	-113	35	267	556
Rente actualisée (16,926%)	-157	-71	19	122	218
GOODWILL	131				

ANCC	7 131 407
EQUITY	7 262 760,4
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER (Rente abrégée)	<u>18,1569</u>

Dans cette méthode, nous avons supposé que l'actif net comptable corrigé augmentera linéairement à hauteur de 5% annuellement. La valeur de l'action GCER suite à l'incorporation de la rente abrégée du Goodwill s'élève à 18,16 dinars.

b- Goodwill par la méthode Allemande (des praticiens)

Le Goodwill par la méthode allemande suppose que le résultat net est constant éternellement. La somme de ces résultats actualisés nous donne la capacité bénéficiaire de la GCER. On soustrait la valeur de l'actif net comptable corrigé hors éléments incorporels et on obtient la valeur du Goodwill. Le tableau suivant montre les détails du calcul :

Tableau 21 Goodwill par la méthode allemande (des praticiens en milliers de dinars)

Méthode Allemande (des praticiens)	
RN constant (année 2020)	954
Rf	4,374%
Capacité Bénéficiaire	21 816
ANCC	9 102
Éléments incorporels	124
ANCC hors éléments incorporels	8 978
GOODWILL	6 419
EQUITY	13 550
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER (Méthode Allemande)	<u>33,876</u>

La valeur de l'action GCER selon la méthode allemande est de 33,88 dinars.

c- Goodwill par la méthode des anglo-saxons

La méthode anglo-saxonne procède comme la méthode allemande, voir le tableau 22

Tableau 22 Goodwill par la méthode des Anglo-saxons

RN constant (2020)	954
Rf	4,374%
ANCC	9 102
Éléments incorporels	124
ANCC hors éléments incorporels	8 978
Kcp	16,926%
GOODWILL	3 318
EQUITY	10 449
Nombre d'actions	400000

Valeur de l'action GCER (Méthode des Anglo-Saxons) 26,1227

d- Goodwill par la méthode de l'union des experts comptables

La dernière méthode du Goodwill est celle de l'union des experts comptables. Elle est similaire à la méthode des anglo-saxons sauf dans l'expression du taux d'actualisation. Les experts comptables utilisent le coût des fonds propres pour calculer le coefficient a_n avec $n=5$.

Tableau 23 Goodwill par la méthode de l'union des experts comptables

Méthode des Experts comptables	
RN constant	954
Rf	4,374%
ANCC	9 102
Éléments incorporels	124
ANCC hors éléments incorporels	8 978
Kcp	16.926%
Coefficient (a_n)	3,2048
GOODWILL	1 578
EQUITY	8 710
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER (Méthode des Experts comptables)	21,7745

La valeur de l'action GCER par le Goodwill calculé selon la méthode des experts comptables s'élève à 21,77 dinars.

Nous remarquons que les quatre méthodes du Goodwill donnent à la fin des valeurs différentes à l'action GCER. Les valeurs varient entre 18 et presque 34 dinars, c'est pourquoi nous prenons la moyenne des quatre méthodes soit 24,983 dinars.

Tableau 24 Synthèse des méthodes du Goodwill

Méthode	Valeur de l'action
Rente abrégée	18,157
Méthode Allemande (des praticiens)	33,876
Méthode des Anglo-Saxons	26,122
Méthode des Experts comptables	21,775
Valeur moyenne de l'action GCER par le Goodwill	24,983

II-2-4 Synthèse des méthodes patrimoniales

Ici s'achève l'approche patrimoniale avec ses trois méthodes : VMC, VMCC et ANCC avec Goodwill. Cette approche nous a permis d'avoir déjà une idée sur la fourchette de valeurs de l'action GCER.

Le tableau suivant montre les différents prix proposés par chacune des méthodes :

Tableau 25 Synthèse de l'approche patrimoniale

Méthodes de l'approche patrimoniale	Valeur de l'action
Valeur mathématique comptable	15,800

Valeur mathématique comptable corrigée	17,829
Actif net comptable corrigé par le Goodwill	24,983
Valeur moyenne de l'action GCER par l'approche patrimoniale	19,537

Le prix moyen proposé en utilisant les méthodes patrimoniales est estimé à 19,537 dinars, et la fourchette de valeurs est [15,80 – 24,983].

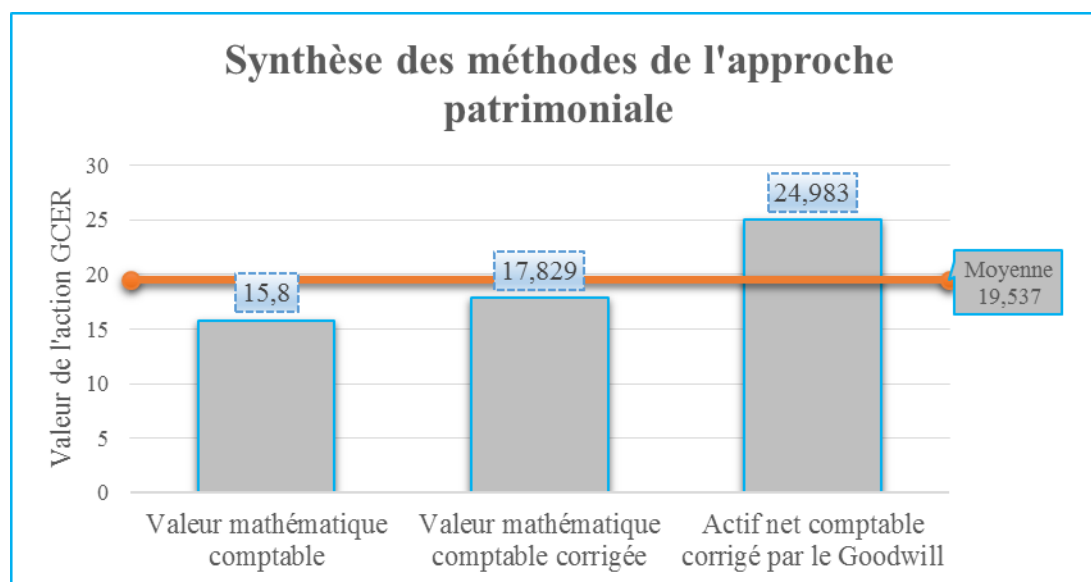


Figure 15 Synthèse de l'approche patrimoniale pour la valorisation de la GCER

Ici prend fin l'évaluation de la GCER par l'approche patrimoniale. Nous entamons dans la section suivante l'évaluation de cette entreprise par l'approche des comparables, et nous allons voir si la fourchette des valeurs de l'action GCER va rester inchangée ou bien on se rapprochera davantage vers une valeur acceptable par les deux parties.

II-3 Évaluation de la GCER par l'approche des comparables

Nous allons présenter dans cette section les résultats d'évaluation de la GCER par l'approche des comparables. On rappelle que dans cette approche on trouve deux catégories de multiplicateurs : la catégorie des multiplicateurs d'Equity, et la catégorie des multiplicateurs d'Actif économique. Chaque catégorie renferme trois multiplicateurs.

Les multiplicateurs de l'Equity permettant de donner directement la valeur de l'action sont le PER, le Dividend Yield et le PBV. Et les multiplicateurs de l'Actif économique qui permettent d'avoir la valeur de l'actif économique de notre entreprise cible (GCER) sont : le multiplicateur du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et l'EBIT.

Nous précisons que l'échantillon des comparables pris dans cette approche est exactement celui sur la base duquel nous avons calculé le paramètre Bêta. On rappelle que cet échantillon est composé de 31 entreprises et ces entreprises présentent toutes des multiplicateurs acceptables, tandis que les autres avaient : soit des multiplicateurs négatifs soit des multiplicateurs survalorisés. Ceci est dû à la situation du bilan de l'entreprise. Lorsque le résultat net, l'EBIT ou l'EBITDA est négatif, le multiplicateur est automatiquement négatif. Et lorsque l'entreprise réalise un bénéfice net maigre, son multiplicateur prendra aussi automatiquement une valeur grande voire astronomique, le cas de l'entreprise SOTEMAIL qui réalisa en 2015 un résultat net de 11344 dinars seulement. Cette société aux 26,2 millions

d'actions valant le 29 septembre 2016 1,48 dinars chacune voit son PER grimper¹⁶ à 3418. Ce cas devrait être corrigé soit par enlever carrément l'entreprise de l'échantillon soit par l'observation des résultats antérieurs (Bilan de 2014 pour la SOTEMAIL, faisant un résultat net de 2260483 et un PER de 17).

II-3-1 Méthode du multiplicateur de l'Equity

a- Multiplicateur du résultat net (PER)

Le premier multiplicateur qu'on présente ici est l'un des multiples les plus répandus et utilisés au monde. L'échantillon étudié a permis d'avoir une valeur moyenne du PER de l'échantillon et qui est de 11,79. En prenant la valeur du résultat net de GCER estimé pour 2020 à 954 mille dinars, en la multipliant fois ce PER on obtient la valeur de l'Equity : 11 248 mD. Enfin, en divisant par le nombre d'actions : 400 000 on a la valeur estimée de l'action GCER par le multiple PER.

Tableau 26 Valorisation de la GCER par le PER

Multiple PER	
X	<u>11,79</u>
Résultat net GCER 2020	954
Equity GCER 2020	11 248
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>28,12</u>

Le tableau nous indique que la valeur de l'action GCER est de 28,12 dinars. On remarque que cette valeur a dépassé la fourchette de valeurs obtenue dans l'approche patrimoniale.

b- Multiplicateur du dividende (Dividend Yield)

Le deuxième multiplicateur dans la catégorie des multiples d'Equity est le Dividend Yield. La valeur moyenne observée dans l'échantillon est de 5,66%. En considérant que le dividende distribué en 2020 est de 1 dinar, la valeur de l'action GCER sera alors estimée à 1 divisé par 5,56% ce qui donne 18,00 dinars.

Tableau 27 Valorisation de la GCER par le Dividend Yield

Multiple Dividend Yield	
X	<u>5,56%</u>
Dividende GCER 2020	1
Equity GCER 2020	7 199
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>18,00</u>

¹⁶ Le jour de rédaction de ce paragraphe le 26 octobre 2016, le cours de SOTEMAIL est passé à 1,77, le PER est à 4088 : un PER aberrant. Voilà pourquoi il faut assurer la pertinence du multiplicateur en choisissant efficacement les résultats de l'entreprise.

c- Multiplicateur de valeur mathématique (PBV)

Le troisième et dernier multiplicateur d'Equity est le Price to Book Value. Sur l'échantillon observé, ce multiple est de 1,69. En moyenne la valeur boursière de l'action est 169% sa valeur mathématique comptable.

Tableau 28 Valorisation de la GCER par le Price to Book value

Multiple Price to Book Value	
X	<u>1,69</u>
Book Value GCER 2015	6 320
Equity GCER 2020	10 703
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>26,76</u>

La valeur mathématique comptable de la GCER estimée pour 2020 est de 10703 mD. En multipliant fois le PBV et en divisant sur le nombre d'action on obtient la valeur de l'action GCER qui est de 26,76 dinars.

II-3-2 Méthode du multiplicateur de l'Actif économique

On présentera maintenant les trois multiplicateurs de l'actif économique, commençant par celui du chiffre d'affaires.

a- Multiplicateur du chiffre d'affaires

Le multiplicateur du chiffre d'affaires est le moins utilisé par les professionnels car il est réputé amplifier la valeur de l'action. Comme on le voit dans le tableau suivant, la valeur de l'action GCER par ce multiple dépasse 38 dinars, ce qui est sûrement surestimé. Cette valeur n'aura pas à fausser les calculs, car ce qui nous intéressera c'est la fourchette, à l'issue de laquelle seront basées les négociations de vente.

Tableau 29 Valorisation de la GCER par le multiplicateur du chiffre d'affaires

Multiple CA	
X	<u>1,77</u>
CA GCER 2020	16 385
Actif Économique GCER 2020	29 035
Dette Financière Nette 2020	13 767
Equity GCER 2020	15 267
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>38,17</u>

b- Multiplicateur de l'EBITDA

Le deuxième multiplicateur est celui de l'EBITDA. Sur l'échantillon observé, la valeur moyenne de ce multiple est de 8,37. Le tableau suivant montre la valeur de l'action GCER qui s'élève à 20,62 dinars.

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

Tableau 30 Valorisation de la GCER par le multiplicateur de l'EBITDA

Multiple EBITDA	
X	<u>8,37</u>
EBITDA GCER 2020	2 622
Actif Economique GCER 2020	21 933
Dette Financière Nette	13 767
Equity GCER 2020	8 166
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>20,41</u>

En effet, l'EBITDA de GCER estimé pour 2020 est 2 622 (en milliers de dinars). En multipliant fois 8,37, en soustrayant la dette financière nette qui s'élèvera à 13 767 mD on obtient la valeur de l'Equity : 8 166 mD, et par conséquent, une valeur d'action GCER de 20,62 dinars.

c- Multiplicateur de l'EBIT

Le multiplicateur de l'EBIT, est comme le PER, parmi les multiplicateurs les plus utilisés par les professionnels. La valeur moyenne de ce multiplicateur dans l'échantillon s'élève à 10,35. Avec ce multiple on estime à 5 928 mD l'Equity de la GCER. La valeur de l'action GCER par conséquent est 14,82 dinars.

Tableau 31 Valorisation de la GCER par le multiplicateur de l'EBIT

Multiple EBIT	
X	<u>10,35</u>
EBIT GCER 2020	1 904
Actif Économique GCER 2020	19 695
Dette Financière Nette	13 767
Equity GCER 2020	5 928
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER	<u>14,82</u>

Le tableau suivant fournit une synthèse des méthodes de l'approche par les comparables. La fourchette de valeurs de l'action GCER est [18,00 – 28,12].

Multiplicateur d'Equity	Multiple PER (✓)	28,12
	Multiple Dividend Yield (✓)	18,00
	Multiple Price to Book Value (✓)	26,76
Multiplicateur d'actif économique	Multiple CA (×)	-
	Multiple EBITDA (✓)	20,41
	Multiple EBIT (✓)	14,82
Moyenne de l'action GCER par les Multiples		21,62

Nous combinons les résultats obtenus par l'approche patrimoniale et l'approche des comparables, et on obtient une fourchette qui passe de [15,80 – 24,983] à [18,00 – 24,983].

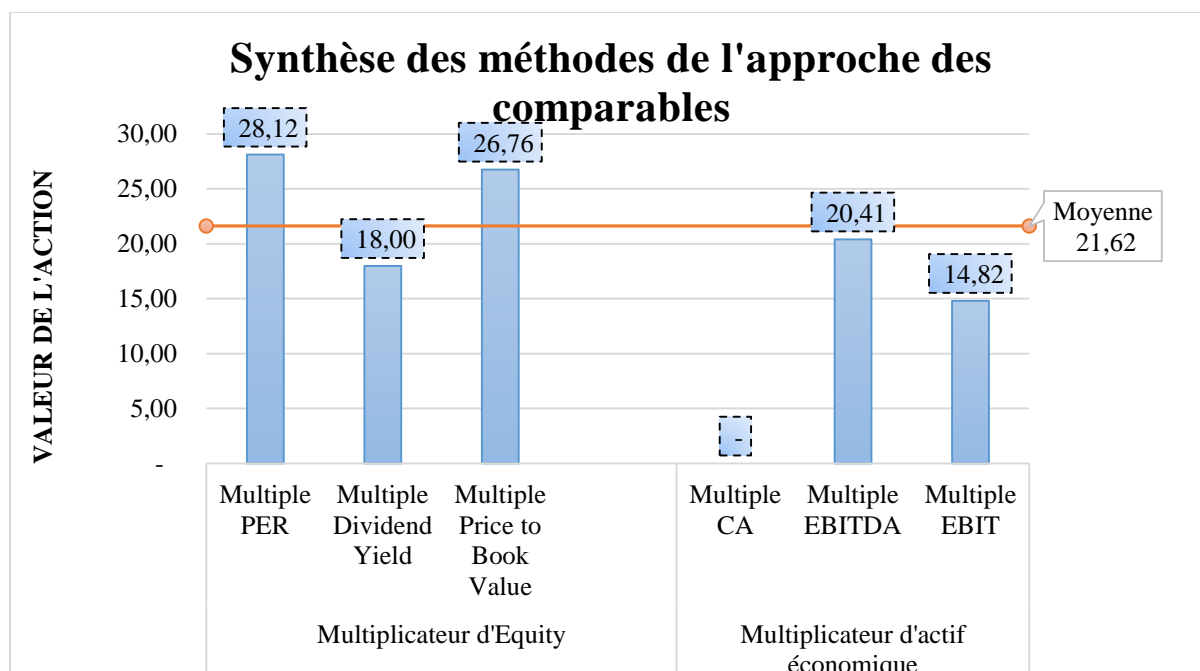


Figure 16 Synthèse de l'approche par les comparables

II-4 Évaluation de la GCER par l'approche des flux

Nous passons maintenant à la troisième et dernière approche d'évaluation : l'approche par les flux. En effet, cette approche propose deux catégories de méthodes : une méthode dite des flux financiers et une méthode dite des flux économiques.

Nous étudions d'abord les méthodes des flux financiers à travers ses trois essentielles méthodes : Fisher, Gordon & Shapiro et Bates. On passe ensuite aux méthodes des flux économiques : DCF, EVA MVA et Cash to Equity.

II-4-1 Méthode des flux financiers

Les méthodes des flux financiers sont de très anciennes méthodes mais qui restent encore utilisées par les professionnels. Nous exposons dans la première partie de cette section la méthode de Irving Fisher qui fut le premier à dire que la valeur de tout actif est la somme de ses revenus futurs.

a- Méthode de Irving Fisher

Le modèle de Fisher est aussi appelé DDM (Discounted Dividend Model). Il est simple à mettre en œuvre. Il nous faut prévoir les dividendes que versera l'entreprise dans l'horizon de l'étude et de les actualiser au taux du capital comme le montre le tableau suivant.

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

Tableau 32 Utilisation du modèle de Fisher dans la valorisation de la GCER

Année	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net	23 055	113 520	230 780	396 209	646 302	954 223
Nombre d'action	400000	400000	400000	400000	400000	400000
BNPA	0,058	0,284	0,577	0,991	1,616	2,386
Taux de distribution de dividende (p)	<u>20%</u>	<u>20%</u>	<u>20%</u>	<u>20%</u>	<u>20%</u>	<u>20%</u>
Dividende par action	0,0115	0,0568	0,1154	0,1981	0,3232	0,4771
Kc	16,93%					
Dividendes actualisés		0,0485	0,0844	0,1239	0,1729	0,2183
Somme des dividendes actualisés		0,6481				

Étant donné que le résultat de l'année 2015 est très maigre, nous remarquons la très faible valeur du bénéfice net par action de la première année et par conséquent la très faible valeur du dividende par action qui n'est que de 0,058 dinars.

Le modèle de Fisher procède ensuite au calcul de la valeur terminale en 2020 et pour cela trois méthodes sont envisageables : soit par l'ANCC, le Goodwill ou par le PER. Il se trouve que ces trois méthodes ont déjà été étudiées précédemment, ce qui nous permet d'utiliser directement les résultats.

Tableau 33 La valeur Terminale de la GCER pour le modèle du Fisher

Valeur Terminale 2020	-
-Méthode 1 : par l'ANCC	
=ANCC 2015	17,8285
+ $\Sigma(\text{Bénéfices}) - \Sigma(\text{Dividendes})$	4,6821
V. Terminale	22,5106
Valeur de l'action GCER (méthode 1) (✓)	23,1587
-Méthode 2 : par le Goodwill	
V. Terminale	3,2838
Valeur de l'action GCER (méthode 2) (✗)	3,9319
-Méthode 3 : par le PER 2015	
PER 2015	11,7878
V. Terminale	28,1205
Valeur de l'action GCER (méthode 3) (✓)	28,7686
Valeur moyenne de l'action GCER par la méthode de Fisher	25,9636

Les trois méthodes de calcul de la valeur terminale ont données des valeurs disparates variant entre 3,9 dinars à 28,77. Il est judicieux de prendre une valeur terminale moyenne en

dehors de celle obtenue par le Goodwill et de l'additionner à la somme des dividendes futurs. La valeur de l'action GCER par le modèle de Fisher s'élève alors à 25,96 dinars.

b- Méthode de Gordon & Shapiro

L'application du modèle de Gordon et Shapiro nous donnera une estimation rapide de la valeur de l'action GCER. Les dividendes étant perpétuels et croissant avec un taux constant, la valeur de l'action est tout simplement la division du dividende par action sur $(Kc-g)$. Les conditions que le résultat net est positif et que Kc soit supérieur à « g » sont vérifiées. Le tableau suivant explicite les calculs et donnent la valeur de l'action.

Tableau 34 Application du modèle de Gordon et Shapiro dans le cas de la GCER

Année	2015	2016
Résultat net	23 055	113 520
Nombre d'action	400000	400000
BNPA	0,0576375	0,2838
Taux de distribution de dividende (p)	<u>20,0%</u>	<u>20,4%</u>
Taux de croissance de dividende (g)		<u>2%</u>
Dividende par action	0,0115	0,0579
Kc	16,93%	
Valeur de l'action GCER		<u>0,3879</u>

Le modèle de Gordon & Shapiro nous donne une valeur très lésée de l'entreprise, ce qui nous oblige à le rejeter directement. Cependant, ce modèle est connu d'abord par sa simplicité et ensuite par les résultats qu'il fournit et il est toujours utilisé à titre indicatif.

c- Méthode de Bates

La dernière méthode des flux financiers est celle de Bates. Ce modèle utilise la notion du bénéfice durable et c'est sur la base de celui-ci qu'il détermine la valeur de l'action. Ce bénéfice est obtenu en trouvant le point d'intersection entre la courbe des bénéfices futurs et sa courbe de tendance logarithmique.

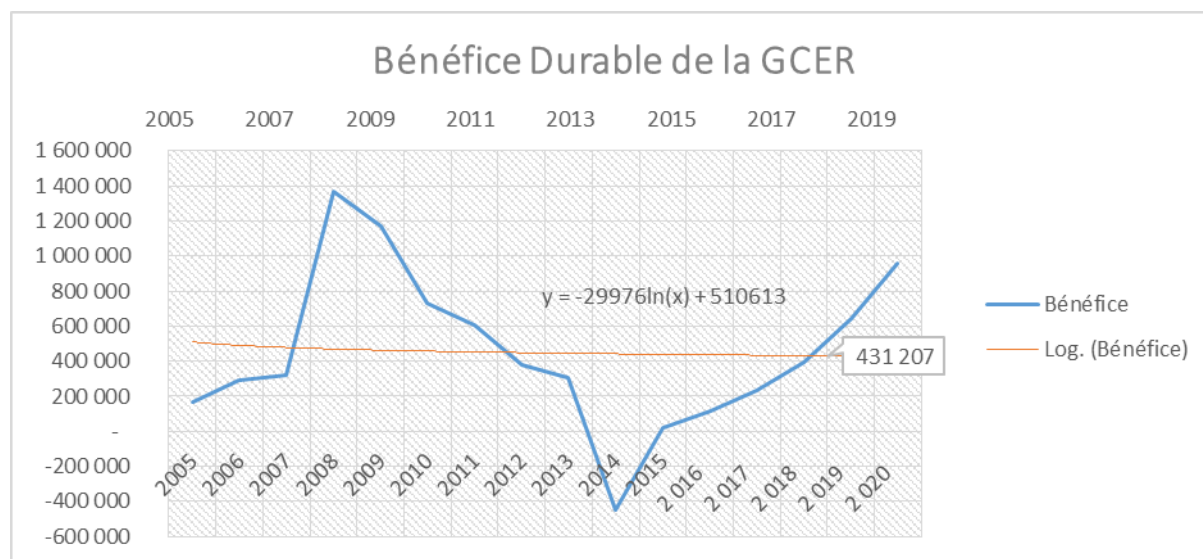


Figure 17 Bénéfice durable de la GCER

Mathématiquement c'est l'intersection de la droite reliant le bénéfice de 2018 à 2019 dont l'équation est $y = 250093,03x - 3105093,42$ et la courbe de la tendance dont l'équation est affichée sur le graphique.

Tableau 35 Valorisation de l'action GCER par le modèle de Bates

Croissance sur 5 ans	40%
Payout ratio	20%
PER à 5 ans	8
Coût du capital	16,926%
Coef K	1,197342168
1er membre	1,77
2e membre	19,69
PER actuel	21,46
Bénéfice durable	431 207,3
Nombre d'action	400000
Bénéfice par action	1,078018255
Valeur de l'action	23,13

Le tableau en haut montre les étapes de calculs en considérant une croissance annuelle du bénéfice à 40% (un taux conjoncturellement élevé vu le résultat maigre de 2015). Il a été également considéré un PER de sortie valant 8. Le modèle retourne un PER actuel de 21,46 ce qui permet de valoriser l'action GCER à 23,13 dinars tunisiens.

II-4-2 Méthode des flux économiques

Nous présentons maintenant la dernière catégorie des méthodes d'évaluation qui, cette fois, se base sur l'actualisation des cashs flows économiques futurs. C'est la catégorie de méthodes qui requièrent le plus d'attention et qui nécessitent un calcul judicieux des paramètres présentés au début de ce chapitre.

Également, les méthodes des flux économiques nécessitent l'établissement d'un plan d'exploitation prévisionnel. C'est sur la base de ce plan que nous allons fonder l'analyse par les DCF, EVA MVA et le Cash To Equity.

a- Méthode des Discounted Cashflows (DCF)

Nous allons nous servir du plan prévisionnel de la GCER pour dresser le tableau des cashs flow actualisés DCF sur les 5 prochaines années. Les DCF sont en effet les résultats d'exploitation desquels on soustrait : l'impôt théorique, les investissements (CAPEX), les variations du BFR et auquel on ajoute le montant des dotations aux amortissements.

Tableau 36 Application de l'approche des flux économiques DCF (en milliers)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat d'exploitation (EBIT)	664	754	931	1 166	1 500	1 904
IS Théorique (5%)	33	38	47	58	75	95
Dotations aux amortissements et Provisions	1 287	1 246	1 209	1 124	950	718

Investissements (CAPEX)	-	200	200	200	200	200
BFR en % du chiffre d'affaires		<u>39,45%</u>	<u>37,6%</u>	<u>36,2%</u>	<u>34,8%</u>	<u>33,5%</u>
BFR	4 406	4 931	5 031	5 181	5 331	5 481
Variation BFR		525	100	150	150	150
DCF		1 237	1 793	1 882	2 025	2 176
Coefficient d'actualisation		0,9020	0,8136	0,7339	0,6620	0,5971
DCF Actuali. (wacc = 10,86 %)		1 116	1 459	1 381	1 341	1 299
Somme des DCF Actualisé		6 596				

Ce tableau indique que la GCER génèrera 6,596 millions de dinars dans les cinq prochaines années. A la fin de 2020, il y a également une valeur terminale importante qui peut se calculer par trois méthodes : la méthode de Gordon & Shapiro, l'ANCC et la méthode du multiple PER (PER de sortie qui vaut 8). Le tableau suivant montre les trois valeurs possibles.

Tableau 37 Valeur terminale de la GCER par les DCF

Taux de croissance du Dividende "g" (Growth)	2,00%
PER de sortie	8
Valeur Terminale (GORDON & Shapiro)	14 952
Valeur Terminale (ANCC)	9 004
Valeur Terminale (PER)	7 634
Valeur de l'entreprise	21 548
Dette Financière Nette DFN 2015	7 308

En additionnant la valeur terminale actualisée et la somme des cashs flows actualisés puis en soustrayant la dette financière nette actuelle (de 2015) on obtient la valeur de l'Equity, comme suit (on a pris la valeur terminale obtenue par la méthode de Gordon & Shapiro :

Valeur de l'Equity	14 240
Nombre d'actions	400 000
Valeur de l'action GCER (DCF)	<u>35,6</u>

La valeur de l'action GCER par les DCF s'obtient en divisant l'Equity par le nombre d'action et on la trouve s'élever à 37,4 dinars. L'application d'un test de sensibilité nous indique de combien variera la valeur de l'action GCER si l'un des deux paramètres change.

Chapitre III : Évaluation de la société GCER

Tableau 38 Test de sensibilité de l'action GCER par les DCF

		WACC							
		9,36%	9,86%	10,36%	10,86%	11,36%	11,86%	12,36%	12,86%
g	0,00%	36,055	33,140	30,508	28,121	25,946	23,956	22,129	20,446
	0,25%	37,169	34,124	31,382	28,901	26,646	24,586	22,698	20,962
	0,50%	38,346	35,161	32,301	29,720	27,378	25,244	23,292	21,500
	0,75%	39,591	36,255	33,268	30,579	28,145	25,932	23,911	22,059
	1,00%	40,910	37,410	34,286	31,481	28,949	26,651	24,558	22,642
	1,25%	42,311	38,633	35,360	32,431	29,792	27,404	25,233	23,251
	1,50%	43,801	39,929	36,495	33,431	30,679	28,194	25,940	23,886
	1,75%	45,389	41,304	37,696	34,485	31,611	29,023	26,680	24,549
	2,00%	47,084	42,767	38,968	35,600	32,593	29,893	27,455	25,244

Ainsi, nous trouvons que la valeur de l'action varie significativement avec les variations du WACC et le taux de croissance des dividendes.

Les DCF nous fournissent à travers le test de sensibilité une large fourchette de valeurs : [20,446 – 47,084]. Cette fourchette va laisser inchangée la fourchette de valeur obtenue jusqu'ici. Mais si l'on considère la fourchette de valeurs obtenue par les différentes valeurs terminales la fourchette sera :

Tableau 39 Fourchette de valeurs obtenue par les valeurs terminales

Valeur Terminale (PER)	Valeur Terminale (ANCC)	Valeur Terminale (GORDON & Shapiro)
17,3	20,7	35,6

b- Méthode de EVA MVA

Nous présentons maintenant la méthode américaine EVA MVA conçue par Joel Stern et Bennett Steward. Elle est similaire aux DCF du fait qu'elle actualise des valeurs futures. La différence avec DCF c'est l'objet à actualiser. Comme nous l'avons présenté au chapitre 2 du présent mémoire, la méthode EVA s'intéresse à la richesse économique créée par l'entreprise. Pour cela on fait confronter le ROCE au WACC et si cela nous donne une valeur positive c'est que notre entreprise est en train de créer de la richesse, sinon, elle la détruit.

Dans cette méthode, nous allons également avoir besoin des paramètres qu'on a calculés dans la première section et du plan prévisionnel d'exploitation.

Tableau 40 Valorisation de la GCER par la méthode EVA

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	664	754	931	1 166	1 500	1 904
IS Théorique	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Equity	6 320	6 636	6 968	7 316	7 682	8 066
DFN	7 308	10 503	11 238	12 025	12 867	13 767
=Actif Économique	13 628	17 139	18 206	19 341	20 549	21 833
ROCE	4,6%	4,2%	4,9%	5,7%	6,9%	8,3%

Immobilisations	9 222	12 208	13 175	14 160	15 217	16 352
BFR	4 406	4 931	5 031	5 181	5 331	5 481
=Capitaux Engagés	13 628	17 139	18 206	19 341	20 549	21 833
Dette Financière Nette						
DFN	7 308	10 503	11 238	12 025	12 867	13 767
WACC	10,88%	10,02%	9,97%	9,92%	9,87%	9,82%
EVA		-1 001	-930	-811	-603	-335
Coef d'actualisation		0,90894	0,82694	0,75301	0,68632	0,62609
EVA actualisée		-910	-769	-610	-414	-210

Comme nous le voyons dans ce tableau, l'entreprise GCER n'est pas dans sa meilleure conjoncture. Elle se trouve avec des performances si maigre que le taux du rendement économique ROCE est inférieur de loin du WACC. On remarque toutefois que vers la fin de l'horizon de l'étude, le ROCE commence à prendre de la forme (presqu'il double) et que le WACC diminuera.

Reste la valeur terminale de l'entreprise qui, selon l'EVA, sera comme le montre le tableau suivant également négative (dès moment que l'EVA 2020 est négative, la valeur terminale : $EVA(2020) \cdot (1+g)/(WACC-g)$ est automatiquement négative). Le calcul de la valeur terminale par les deux autres méthodes (ANCC et Multiple PER) ne change pas trop les résultats.

Tableau 41 Valeur terminale de la GCER par la méthode EVA

Kc (coût des capitaux propres)	16,93%
Kd (coût de la dette)	5,95%
Somme des EVA actualisées	- 2 912
Taux de croissance du Dividende "g" (Growth)	2,00%
PER sortie	8
Valeur Terminale actualisée (Gordon & Shapiro)	- 2 410
Valeur Terminale (ANCC)	9 004
Valeur Terminale (PER)	7 634
Valeur de l'entreprise	- 5 323
Dette Financière Nette DFN 2015	7 308
Valeur de l'Equity	- 12 631
Nombre d'actions	400 000,0
Valeur de l'action GCER (EVA)	- 31,58

Avec les trois valeurs terminales, la valeur de l'action GCER sera comme suit :

Tableau 42 Valeurs de l'action GCER par les trois valeurs terminales de la méthode EVA MVA

	Valeur Terminale (Gordon & Shapiro)	Valeur Terminale (PER)	Valeur Terminale (ANCC)
Valeur de l'action	- 31,58	- 6,47	- 3,04

La valeur de l'action GCER par la méthode EVA est inférieure à zéro quelle que soit la valeur terminale retenue ce qui nous amène à la rejeter directement. Toutefois, nous avons eu

une idée sur l'activité de la GCER et des difficultés qu'elle vit ces dernières années. Ceci qui n'affectera guère la fourchette de valeurs actuelle.

c- Méthode des rendements (Cashes To Equity)

Nous passons à présent à l'application de la dernière méthode d'évaluation par les flux. Cette méthode sera utilisée dans la valorisation de la GCER lors de la revente des parts de la STB INVEST.

Le principe de la méthode est toujours le même que les DCF ou l'EVA MVA, seulement, il s'agit de l'actualisation des résultats nets futurs au taux WACC puis de multiplier la somme des RN actualisés par le multiple PER qui va être supposé constant, et bien sûr, nous ne soustrayons pas la valeur de la dette financière nette ici.

Tableau 43 Application de la méthode Cashes to Equity à la valorisation de la GCER

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
RN		114	231	396	646	954
Coefficient d'actualisation		0,9020	0,8136	0,7339	0,6620	0,5971
RN Actualisé (wacc = 10,86 %)		102	188	291	428	570

Somme des RN Actualisé	1 578,5
Taux de croissance de dividende "g"	2,00%
PER de sortie supposé constant	8,00
Valeur Terminale (GORDON & Shapiro)	6 556
Valeur Terminale (ANCC)	9 004
Valeur Terminale (PER)	7 633,8
Valeur de l'Equity	9 212,3
Nombre d'actions	400 000,0
Valeur d'une Action (Cashes To equity)	23,03

Comme le montre le tableau précédent, la valeur de l'action GCER en retenant la valeur terminale du multiple PER est estimée à 23,03 dinars. L'application d'un test de sensibilité nous apprendra davantage sur le comportement de la valeur de l'action suite aux variations des paramètres WACC et PER de sortie.

Tableau 44 Test de sensibilité de la méthode Cashes to Equity en faisant varier le WACC et le PER de sortie

		WACC							
		6,86%	7,86%	8,86%	9,86%	10,86%	11,86%	12,86%	13,86%
PER Sortie	5	16,5	16,3	16,2	16,0	15,9	15,7	15,6	15,5
	6	18,8	18,7	18,5	18,4	18,3	18,1	18,0	17,9
	7	21,2	21,1	20,9	20,8	20,6	20,5	20,4	20,3
	8	23,6	23,5	23,3	23,2	23,0	22,9	22,8	22,7
	9	26,0	25,8	25,7	25,6	25,4	25,3	25,2	25,0
	10	28,4	28,2	28,1	27,9	27,8	27,7	27,5	27,4
	11	30,8	30,6	30,5	30,3	30,2	30,1	29,9	29,8
	12	33,2	33,0	32,9	32,7	32,6	32,4	32,3	32,2

La valeur de l'action GCER varie en effet sensiblement aux variations du PER de sortie. Elle variera entre 15,5 et 33,2 dinars ce qui ne va pas changer la fourchette de valeurs. En tenant compte des trois valeurs terminales, la valeur de l'action GCER se trouvera comprise entre 20,3 et 26,5, voir la fourchette suivante :

Valeur Terminale (GORDON & Shapiro)	Valeur Terminale (PER)	Valeur Terminale (ANCC)
20,3	23,0	26,5

Ainsi, les méthodes classiques de l'évaluation sont jusqu'ici toutes présentées, reste comme dit en introduction, l'application du modèle de Merton qu'on présentera dans la section suivante. C'est suite aux résultats de ce modèle qu'on se prononcera enfin sur la fourchette de valeurs de l'action GCER.

II-5 Évaluation de la GCER par le modèle de Merton

Nous présentons ici la dernière méthode d'évaluation de ce présent mémoire. Il s'agit d'un modèle de risque crédit utilisé par les banques pour le calcul de probabilité de défaut des entreprises et leur perte attendue. Il se trouve que ce modèle fournit une mine d'informations parmi lesquelles : la valeur actuelle de l'entreprise.

Nous allons présenter toutes les informations qu'il retourne puis nous verrons s'il donne une valorisation similaire à ce que nous avons trouvé jusqu'ici. Pour commencer, nous réunissons les sept paramètres nécessaires à l'application du modèle de Merton, voir le tableau suivant :

Tableau 45 Paramètres du modèle de Merton du risque crédit

Paramètre	Valeur
S: Fonds propres	6 320
D (Dette financière nette)	7 308
Rf	7,313%
Sigma S (σ_S) : volatilité de l'action GCER	1,564
V ₀ : EQUITY	6 876
Sigma V (σ_V) : Volatilité des capitaux propres de la GCER	1,496
T: Échéance de la dette	5

Comme nous pouvons le voir sur le tableau, les deux cellules en vert sont les deux inconnues qu'on cherche. Leurs valeurs finales sont celles affichées dans le tableau, et cela, est fait après optimisation (c'est le résultat qu'on cherche). Pour le mode d'emploi, on remplit le tableau avec les données disponibles, et pour les deux inconnues on met des valeurs arbitraires. Pour la volatilité de l'action GCER (σ_S), on estime qu'elle est égale à la volatilité moyenne des actions de l'échantillon pris, pondérée évidemment par leur pourcentage de capitalisation.

Le mode de fonctionnement de ce modèle est emprunté du modèle d'évaluation des options européennes et dont Merton en est un des trois pionniers¹⁷. D'abord, on calcule les

¹⁷ Le modèle d'évaluation des options européennes fut fondé par Black Fisher et Sholes Myron en 1973, puis Merton Robert a participé avec Sholes M. dans l'amélioration du modèle et reçurent ensemble le prix Nobel en 1997 pour leurs travaux.

grandeurs « d1 » et « d2 » et leurs probabilités respectives (suivant la loi normale centrée et réduite), voir le tableau suivant :

Tableau 46 Les premiers calculs du modèle de Merton

Étapes de calculs	Résultats
$d1=(\ln(V/D)+(rf+0,5*\sigma_v^2)*T)/(\sigma_v*\text{racine}(T))$	1,763776
$d2=d1-\sigma_v*\text{racine}(T)$	- 1,581651
N(d1)	0,961115
N(d2)	0,056865
$D*\exp(-rfT)$	5 070 110
$V*N(d1)$	6 608 421
$D*\exp(-rfT)*N(d2)$	288 310

Le traitement est similaire au traitement de l'évaluation des options avec les seules différences : le prix d'exercice de l'option (souvent noté E ou K pour (striKe)) devient D (dette financière nette), et le call de l'option (souvent noté C) devient S (S dans le modèle de Merton est la valeur des capitaux propres), et enfin le sous-jacent (souvent noté S, à ne pas confondre avec la notation des fonds propres) devient V (pour valeur de l'entreprise).

Reste à faire une optimisation mathématique qui consiste à trouver les valeurs des paramètres V et σ_v qui annulent les deux expressions suivantes :

$S-[V0*N(d1)-D*\exp(-rfT)*N(d2)]$	0
$S*\sigma_s-V*\sigma_v*N(d1)$	0

Sur le fichier Excel, l'utilisation du Solveur est pratique pour ce genre de problèmes. Il faut pour cela, remplir toutes les cellules par les formules nécessaires, appeler Solveur puis choisir les deux cellules en vert comme cellule variables, et considérer une des cellules en bleu comme cellule d'objectif (valeur cible : 0), et l'autre comme contrainte (obliger le Solveur à trouver V et σ_v qui font que ces deux cellules en bleu soit nulles).

Pour une échéance de la dette financière nette de 5 années, le Solveur a trouvé les valeurs de σ_v et de V qui annulent nos deux cellules bleues avec V égale à 6,876 millions de dinars et un écart type de capitaux propres de 1,496. La valeur de l'action GCER qui correspond à une échéance de 5 ans est estimée à 17,19 dinars.

Nombre d'actions	400000
Valeur de l'action GCER	17,19

En effet, le modèle de Merton fournit plusieurs autres informations qu'on trouve dans le tableau suivant :

Tableau 47 Informations supplémentaires obtenues par le modèle de Merton

a) Probabilité de défaut : PD = N(-d2)	0,943135
b) Exposition en cas de défaut: EAD=D.exp(-rfT)	5 070 110
Quasi-ratio d'endettement = $d=D*\exp(-rfT)/V$	0,737386
1/d=	1,356141
N(-d1)	0,038885
c) Taux de perte en cas de défaut LGD =[1-1/d*N(-d1)/N(-d2)]	94,4087%

d) Espérance de perte=EL=PD*EAD*LGD	4 514 437
D0=V0-S0	555 674
EL=D*exp(-rfT) – D0	4 514 437
e) Spread de crédit : $s=R-rf=-1/T*\text{Log}[N(d2)+1/d*N(-d1)]$	44,2187%
Taux de rendement à l'échéance : R=rf+s	51,5317%

La probabilité que la GCER fasse faillite d'ici 5 ans s'élève à 0,943. C'est inquiétant comme information, on admet toutefois que c'est probablement dû au fort poids de la dette comparée aux fonds propres. A noter également que 0,94 est une probabilité cumulée, c'est-à-dire, c'est la probabilité qu'elle fasse défaut la 1^{ère} année, ou la 2^{ème} année, jusqu'à la cinquième année.

Aussi, si jamais elle fait faillite, le taux de perte sera de 94,4%. La perte attendue (Expected Loss) de la GCER s'élève à 4,5 millions de dinars et le taux que la banque doit appliquer devrait être à 51,5%. Bien sûr ces informations intéresseront la banque et non l'entreprise, et la vocation du modèle est de donner une appréciation de la perte attendue et donc de la provision que doit constituer la banque pour faire face à un risque maximal (approche de Value At Risk : VAR).

Un test de sensibilité qui fait varier une seule variable (l'échéance) nous montre la sensibilité de la valeur de l'action comme suit :

Tableau 48 Test de sensibilité du modèle de Merton

Test de sensibilité					
Échéance	1	2	3	4	5
Valeur de l'action	28,76	22,87	19,71	18,08	17,19

Nous avons alors jugé utile de prendre une valeur moyenne des cinq simulations, et la valeur moyenne de l'action GCER par le modèle de Merton s'élève à 21,32 dinars. La fourchette de valeurs que ce modèle propose est [17,19 – 28,76].

Valeur Moyenne de l'action GCER par le modèle de Merton	21,32
--	--------------

II-6 Synthèse de l'évaluation de la GCER : fourchette de valeurs

Ci-après une synthèse finale de l'évaluation de l'action GCER.

Tableau 49 Synthèse finale des méthodes d'évaluation

Approche	Méthode	Prix	Min	Max	Min retenu	Max retenu
Patrimoniale	<input checked="" type="checkbox"/> Valeur mathématique comptable VMC	<u>15,8003</u>	15,8003	15,8003	15,80	24,98
	<input checked="" type="checkbox"/> Valeur mathématique comptable corrigée VMCC	<u>17,8285</u>	17,8285	17,8285		
	<input checked="" type="checkbox"/> Par le Goodwill	<u>24,9825</u>	18,1569	33,8761		
	<input checked="" type="checkbox"/> Moyenne			<u>19,54</u>		
	<input checked="" type="checkbox"/> Multiple Price Earning Ratio PER	<u>28,1205</u>	28,1205	28,1205		
Par les comparables	<input checked="" type="checkbox"/> Multiple Dividend Yield	<u>17,9987</u>	17,9987	17,9987	17,9987	28,1205
	<input checked="" type="checkbox"/> Multiple Price to BookValue PBV	<u>26,7586</u>	26,7586	26,7586		
	<input type="checkbox"/> Multiple Chiffre d'affaires CA	-	-	-		
	<input checked="" type="checkbox"/> Multiple EBITDA	<u>20,6170</u>	20,6170	20,6170		
	<input checked="" type="checkbox"/> Multiple EBIT	<u>19,2107</u>	19,2107	19,2107		
	<input checked="" type="checkbox"/> Moyenne			<u>22,54</u>		
	<input checked="" type="checkbox"/> Discounted Cashes Flows DCF	<u>20,7298</u>	17,30363	35,59980		
Par les flux économiques	<input type="checkbox"/> Economic Value Added EVA	-	-	-	20,4456	47,0843
	<input checked="" type="checkbox"/> Cashes to Equity	<u>26,46</u>	20,335342	26,45681		
	<input checked="" type="checkbox"/> Moyenne			<u>23,59</u>		
	<input checked="" type="checkbox"/> Modèle de Irving Fisher	<u>25,9636</u>	23,8067	29,4167		
	<input type="checkbox"/> Modèle de Gordon & Shapiro	-	-	-		
Par les flux financiers	<input checked="" type="checkbox"/> Modèle de Bates	<u>23,1341</u>	23,1341	23,1341	23,1341	29,4167
	<input checked="" type="checkbox"/> Moyenne			<u>24,55</u>		
	<input checked="" type="checkbox"/> Valeur donnée par Merton Model	<u>21,32</u>	17,1895	28,7562		
Merton					17,1895	28,7562

Moyenne de l'action GCER	22,31	[23,134 ; 24,983]
---------------------------------	--------------	--------------------------

En effet, la valeur moyenne de l'action GCER s'élève à 22,31 dinars et la fourchette proposée compte tenu des fourchettes individuelles de chaque méthode est [23,134 ; 24,983]. L'amplitude de cette fourchette ne dépasse pas deux dinars ce qui constitue un avantage lors de la négociation.

Cette fourchette est obtenue en observant le graphique qui associe toutes les méthodes : il s'agit de l'intervalle commun à toutes. Comme on peut obtenir celle-ci algébriquement. La borne inférieure de la fourchette finale est le Max des bornes inférieures de chaque méthode et la borne supérieure est le Min des bornes supérieures.

Nous précisons aussi que ces intervalles sont obtenus par les tests de sensibilités qui faisaient varier simultanément tantôt le WACC et le taux de croissance des dividendes et tantôt le WACC et le multiple PER. Il était possible de constituer ces intervalles par les trois valeurs terminales qu'on pouvait obtenir soit par la méthode de Gordon et Shapiro, l'ANCC ou le multiple PER. Sur le fichier Excel contenant l'évaluation il suffit de cliquer sur la case option : Choix Valeur Terminale et le résultat sera identique.

Le WACC utilisé était comme précisé au départ celui obtenu par le MEDAF. Si l'on prenait celui de l'approche prospective des CCEF, le résultat serait également identique quoique les intervalles aient légèrement changés.

Une autre simulation consiste à utiliser un Bêta de marché de 1. La fourchette finale sera [17,999 ; 24,183], nous maintenons toujours le choix de Bêta obtenu statistiquement et on retient la dernière fourchette de valeur obtenue soit : [23,134 ; 24,983].

Le dernier test qu'on propose d'effectuer consiste à étudier l'effet d'évaluer la GCER à des dates différentes. Nous prenons à cet effet l'intervalle allant du 2 janvier 2016 au 4 novembre 2016 et on recalcule pour chaque date la valeur du Bêta du secteur et le taux de rendement sans risque observé sur le site du CMF.

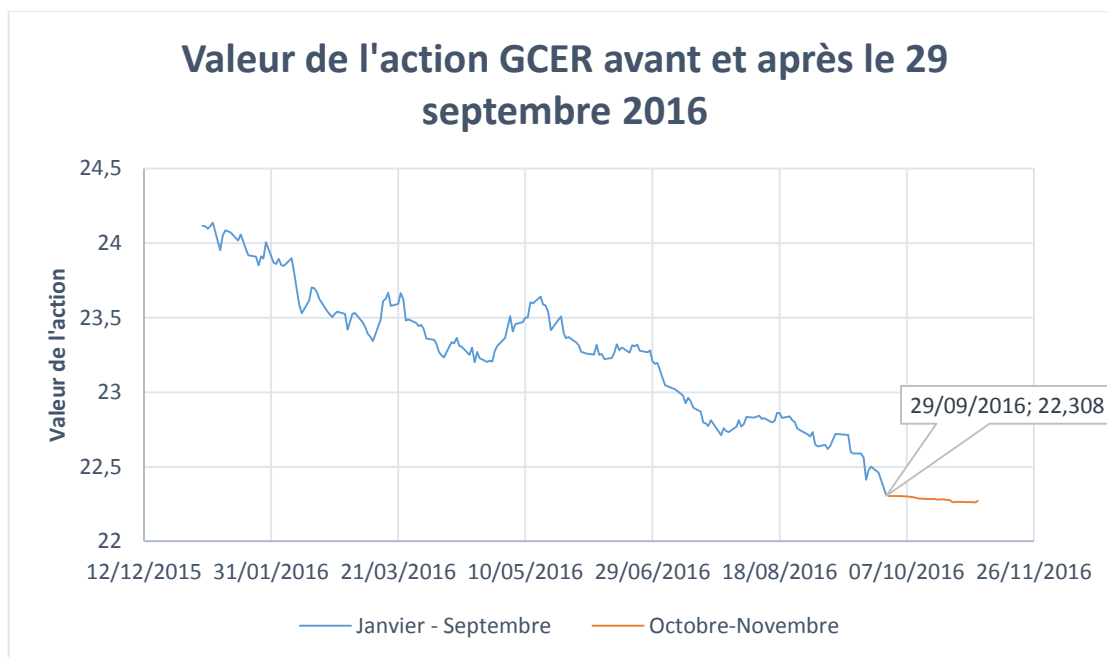


Figure 18 Valeur de l'action avant et après la date d'évaluation (valeur moyenne de toutes les méthodes)

Nous observons sur ce graphique que la valeur de l'action affiche une tendance à la baisse et qu'il vaut mieux que la STB INVEST cède vite ses parts. Si la GCER avait été évaluée vers le début de l'année elle aurait été valorisée avec deux dinars de plus que sa valeur au début du mois d'octobre.

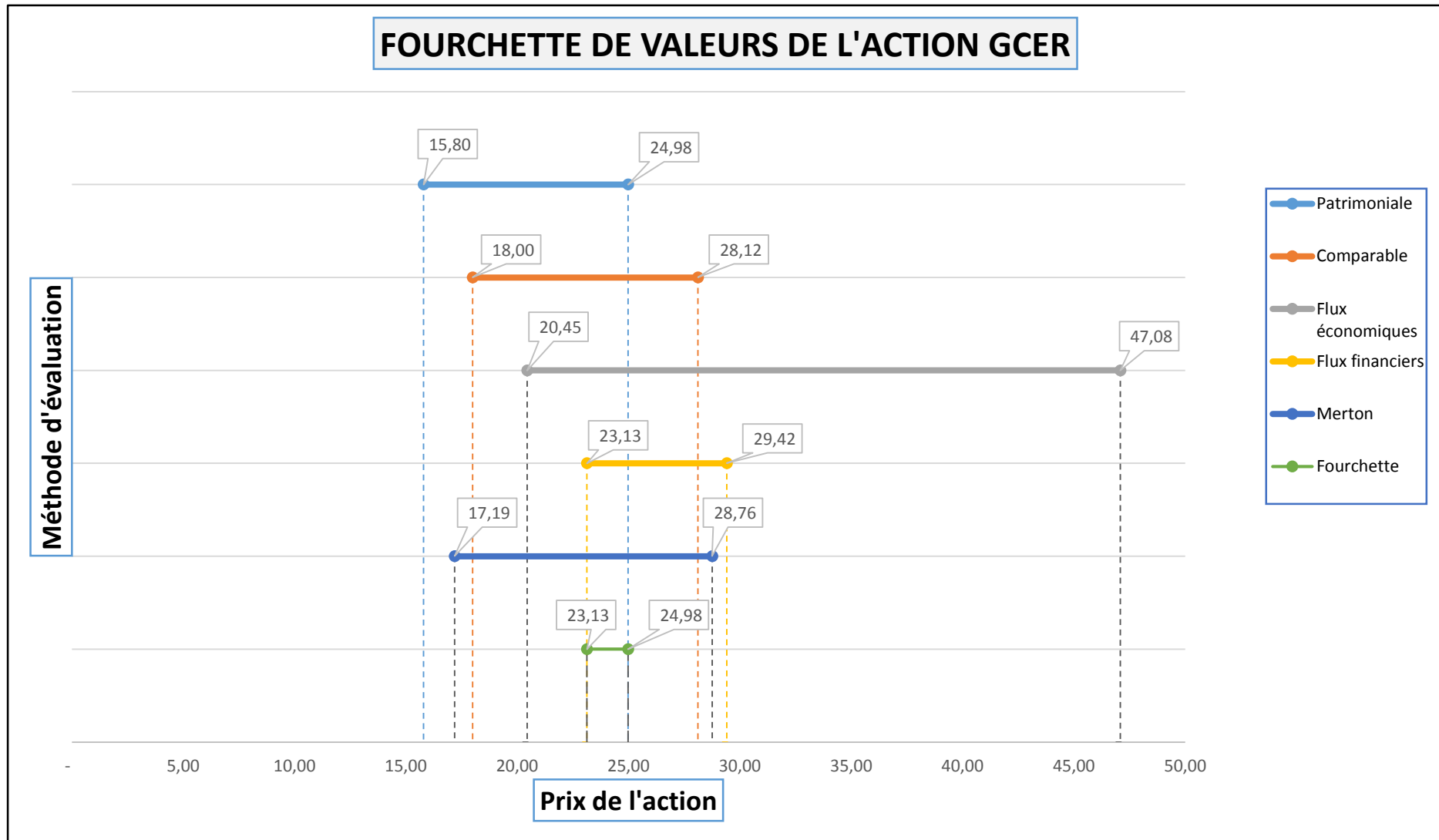


Figure 19 Fourchette de valeurs de l'action GCER (synthèse finale)

Conclusion

Nous avons présenté dans ce chapitre l'ensemble des méthodes d'évaluation utilisées en pratique. Nous avons vu en effet les trois approches classiques avec les tests de sensibilités qui vont avec. Nous avons ensuite projeté l'étude sur l'année 2016 pour savoir comment varierait la valeur moyenne de l'action de la GCER au jour le jour.

L'étude a permis de savoir qu'en effet la valeur de l'action a légèrement varié depuis le début l'année et que la fourchette finale traduit fidèlement la valeur réelle de l'action. Les différentes méthodes d'évaluation ont donné des valeurs différentes et c'est à l'acheteur et le vendeur de défendre la méthode qui les convient.

Notre objectif lors de la réalisation de ce travail était l'automatisation aussi étendue possible des traitements informatiques de l'évaluation. On s'est servi d'outils gratuits et disponibles à la portée même de l'étudiant. En effet, Excel seul était suffisant pour réaliser des calculs dynamiques et permettant de répondre à la problématique posée dans ce mémoire.

Conclusion générale

CONCLUSION GENERALE

Ici s'achève le présent mémoire. Nous avons étudié à travers lui un métier de la *corporate finance*, un métier qui attache une grande importance à la valeur et à l'enrichissement de l'investisseur. Nous avons pu apprendre à travers les trois chapitres qui le composent à évaluer la valeur d'une entreprise et ce selon pratiquement toutes les méthodes qui existent en théorie. Notre objectif était de répondre avec certitude à la principale question qu'on s'est posée au départ et qui consiste à savoir si les méthodes d'évaluation amènent-elles à un résultat abstrait de toute subjectivité humaine ou, s'agit-il en fin de compte d'un compromis entre l'acheteur et le vendeur.

Nous avons repris dans la partie empirique toutes les méthodes d'évaluation présentées au chapitre 2 et avons déterminé par chacune un intervalle de prix possibles pour la valeur de l'action de l'entreprise étudiée. Les résultats dans l'ensemble étaient cohérents et ont conduit à une fourchette de valeurs commune. Toutefois, certaines méthodes ont montré que la valeur de cette action vaut beaucoup plus qu'elle en vaut en moyenne tandis que d'autres ont banalisé le prix ce qui a conduit à leur rejet. La fourchette a été enfin assez équilibrée et se trouve à la médiane entre la volonté de l'acheteur et l'exigence du cédant.

Toutefois, les méthodes d'évaluation n'ont pas présenté dans leur ensemble le même niveau d'objectivité. L'approche patrimoniale pour sa part, fut la plus objective car la valeur s'obtient par une simple lecture des états financiers de l'entreprise avec des réévaluations opérées par un expert externe et indépendant de l'évaluateur. Le modèle de Merton aussi ne laisse pas l'opportunité à l'évaluateur de fixer les paramètres à sa guise. Le reste des méthodes, est fondé sur un plan prévisionnel, quoi qu'il tente de se rapprocher de la réalité et semble reproduire l'historique, la valeur de l'action après évaluation serait nettement fonction de cette prévision et une variation aussi légère soit-elle conduit inéluctablement à une variation dans l'estimation du prix.

Une autre cause de subjectivité vient du choix des entreprises similaires. L'entreprise objet d'évaluation n'a en réalité aucun comparable boursier au sens strict du terme. Il a fallu en effet considérer un échantillon, qui, selon les professionnels de l'établissement d'accueil STB INVEST est le plus pertinent. Nous pouvions en effet ajouter ou enlever de l'échantillon pris des entreprises de façon à changer la valeur de l'action en faveur de l'acheteur ou du vendeur. Le choix de l'échantillon étant justifié, la valeur de l'action obtenue avec des variations autour de la moyenne des paramètres utilisés dans chaque méthode a conduit finalement à une fourchette étroite ce qui a permis l'acceptation des résultats.

Nous avons en dernier lieu étudié le cas d'une cession antérieure ou ultérieure à la date d'évaluation. L'étude a montré qu'il était préférable de vendre plutôt car la tendance des cours des actions similaires à l'entreprise cible était en baisse et que le taux de rendement sans risque était en légère hausse ce qui a eu comme conséquence la diminution légère de la valeur de l'action.

L'étude empirique réalisée et présentée dans ce mémoire a été effectuée auprès de la STB INVEST et nous a permis de savoir comment ce métier est exercé par les professionnels. Nous avons démontré la possibilité d'utiliser des outils informatiques gratuits pour l'obtention de résultats meilleurs. Le fichier Excel joint à ce mémoire en est une preuve. Si l'on fait appel à des informaticiens pour automatiser davantage les procédures pour mettre à jour par exemple la base de données des cours boursiers le métier d'évaluation sera encore plus accessible et l'évaluation se fera dans des temps record. Ceci, sans parler bien sûr des sensibilités que cela permet de faire. On sera en mesure de savoir avec précision la valeur de l'action de l'entreprise à évaluer au jour

Conclusion générale

le jour, en ajoutant/retirant telle ou telle entreprise de l'échantillon, en prenant le taux sans risque BTA de 10 ans ligne 2024, 2026 ou n'importe qu'elle autre date, rien qu'en un simple clic. Nous laissons cette possibilité pour des études futures, il se pourrait qu'elle permette la réduction du coût des logiciels acquis par la banque et de réduire surtout la dépendance à des fournisseurs d'informations qui coûte excessivement cher.

Références bibliographiques

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

BELUZE, Pierre., GUILLEBERT, Brigitte., LEGRAIN, Thomas. *et al.* 2012. « *Mission d'évaluation, Guide pratique* ». Ordre des experts comptables. P213

CHARREAUX Gérard. 1996. « *Gestion financière* ». Édition Litec, Paris. P690

CHERIF, Mondher., DUBREUILLE, Stéphane. 2009. « *Création de valeur et capital-investissement* ». Édition Pearson Education. P217

DEGOS, Jean-Guy. 2010. « *Évaluation des entreprises Méthodes classiques* ». Collection e-theque. P100

Dominique JACQUET. 1997. « *Rentabilité et valeur, EVA MVA* ». Revue : Analyse financière. P18

GAMRA,. Zarrouk. « *Évaluation d'une entreprise, Cas de l'entreprise GCER*». Mémoire de Mastère. EHEC. Encadré par Mme : BEN OUDA Olfa. 2012-2013. Page : 17.

H. De La Brulerie. Août 2002. « *Analyse Financière* ». Edition Dunod. Paris. P144.

KARPICEK., Denis. 2010. « *L'évaluation d'entreprise en pratique Guide pratique pour les dirigeants de PME* ». CANADA. P84

PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. 2013. « *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* ». Édition : Eyrolles. P425

TOURNIER, Jean-Baptiste.,TOURNIER, Jean-Claude. 2003. « *Évaluation d'entreprise, Que vaut une entreprise ?* ». Paris, Éditions d'organisation, Groupe Eyrolles. P303

Webographie

MARION Alain. « *Évaluation par les comparables*». Association des expertes en évaluation d'entreprises (A3E) Lyon. Téléchargeable sur : [Http://www.a3elyon.fr/IMG/pdf/Lettre_trimestrielle_A3E_No1_T1_2009.pdf](http://www.a3elyon.fr/IMG/pdf/Lettre_trimestrielle_A3E_No1_T1_2009.pdf) Consulté le 01 septembre 2016

< http://www.tunisieindustrie.nat.tn/fr/download/CEPI/mono_ich.pdf>

Références bibliographiques

Sites Internet :

- <http://www.bvmt.com.tn/>
- <http://www.tunisievaleurs.com/>
- <http://www.bnacapitaux.com.tn/>
- <http://investing.com/>
- http://www.tunisieindustrie.nat.tn/fr/download/CEPI/mono_ich.pdf
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- http://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/publications/courbe-des-taux/courbe_taux_290916.pdf

Annexes

Annexe

Annexe n°1 :

Tableau de ratios (formules)

Ratio	Formule
	Ratios de structure
Ratio d'immobilisation	Immobilisations nettes/Total actif
Ratio d'âge des immobilisations	Amortissement total/Valeur brute immobilisations
Ratio des créances	Créances clients nettes/Total actif
Ratio d'autonomie financière	Capitaux propres/capitaux permanents
Ratio d'effet de levier	Dettes/Capitaux propres
Taux d'endettement moyen	Total passifs/Total actifs
	Ratios de rentabilité
Commerciale	Résultat net / Chiffre d'affaires
Économique	Résultat d'exploitation – impôt / Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation
Financière	Résultat net/Capitaux propres
	Ratios de synthèse
Ratio du fonds de roulement	Capitaux permanents/Immobilisations nettes
Ratio de liquidité générale	Actifs court terme/Passifs court terme
Ratio de liquidité immédiate	Liquidité et équivalent de liquidité/Passif court terme
Ratio de liquidité réduite	Actifs court terme – stocks/Passifs courants

Annexe n° 2

États financiers d la GCER 1/3 : le Bilan

Actifs		
Actifs non courants		
Actifs immobilisés		
Actifs incorporels		169419
<i>Moins amortissements actifs incorporels</i>		99502
<u>Actifs Incorporels nets</u>		<u>69917</u>
Actifs corporels		15651746
Terrain	943744	
Construction sur sol d'autrui	2839524	
Installations techniques	81041	
Matériels industriels	6603518	
Outillage industriels	212299	
Matériel de transport	642484	
Install.Gén. Agence.& Aménag.		
Divers	175305	
Mobilier et matériel de bureau	177286	
matériel informatique	262248	
Emballage identifiables	32300	
Immobilisation encours	1418603	
Immo. À statut Juridique. Particulier	2263394	
<i>Moins amortissements actifs corporels</i>		6499572
Construction sur sol d'autrui	1021053	
Installations techniques	34369	
Matériels industriels	3556823	
Outillage industriels	86886	
Matériel de transport	521873	
Install.Gén. Agence.& Aménag.		
Divers	135035	
Mobilier et matériel de bureau	91867	
matériel informatique	155595	
Emballage identifiables	19241	
Immo. À statut Juridique. Particulier	876830	
<u>Actifs corporels nets</u>		<u>9152174</u>
Immobilisations financières		14003
<i>Moins provisions</i>		6968
<u>Immobilisations financières nettes</u>		<u>7035</u>
Total actifs immobilisés		9229126
Autres actifs non courants		0
Total actifs non courants		9229126
Actifs courants		
Stocks		3334175

Matières premières	1407878	
Fournitures	159824	
Matières consommables	89488	
Fournitures de bureau	11448	
Produits en cours	932307	
Produits finis	733230	
<i>Moins provisions</i>		34396
<u>Stocks nets</u>		<u>3299779</u>
- Clients et comptes rattachés		5031415
Clients ordinaires locaux	727617	
Clients ordinaires étrangers	2069965	
Clients, retenues de garantie	1778830	
Clients, effets à recevoir	175	
Clients douteux ou litigieux	454828	
<i>Moins: Provisions</i>		449996
<u>Créances nettes</u>		<u>4581419</u>
Autres actifs courants		304300
Fournisseurs, avances et acomptes	106735	
Personnel, prêts	13984	
Etat, impôts & taxes	145314	
Charges constatées d'avances	38267	
Moins provisions		50235
<u>Autres actifs courants nets</u>		<u>254065</u>
<u>Placements courants & autres actifs financiers</u>		<u>222750</u>
<u>Équivalents de liquidité (chèque à l'encaissement)</u>		<u>38217</u>
<u>Liquidité</u>		<u>8630</u>
Banques	5630	
Caisses	3000	
Total actifs courants		8404860
Total des actifs		17633986
Capitaux propres et Passifs		
Capitaux propres		
Capital social	4000000	
Réserves	2738908	
Réserves légales	278908	
Réserves ordinaires	2460000	
Autres capitaux propres (fonds social)	6164	
Résultats reportés	-448015	
Capitaux propres avant résultat de la période		6297057
Résultat de l'exercice	23054	
Total des capitaux propres avant affectation		6320111
Passifs non courants		
Provisions	119729	
Emprunts	2880725	

Emprunts bancaires	2211494		
Emprunts leasing	669231		
Autres passifs non courant		0	
Total passifs non courants			3000454
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés		2750948	
Fournisseurs locaux	688408		
Fournisseurs étrangers	1263429		
Fournisseurs, effets à payer	645848		
Fournisseurs, factures non parvenues	105470		
Fournisseurs d'immobilisation	47793		
Autres passifs courants		977982	
Clients, avances et acomptes	80512		
Personnel, rémunérations dues	230159		
Personnel, oppositions	3748		
Etat, impôt et taxes	0		
Actionnaires, comptes courants	126691		
Organismes sociaux (CNSS)	383749		
Charges à payer	153123		
Produits constatés d'avances	0		
Autres passifs financiers		3453791	
Échéances à moins d'un an sur emprunts	327142		
Intérêts courus non échus	18954		
Préfinancement export	300000		
Financement stock	200000		
Financement en devise	929260		
Échéances à moins d'un an sur leasing	380435		
Financement GOD	1298000		
Concours bancaires		1130701	
Total des passifs courants			8313422
Total des capitaux propres et passifs			17633987

États financiers d la GCER 2/3 : L'Etat de résultats

Génie du composite Etude et
Réalisation
Route de Thrayet, 4041 - Sousse
S.A. au capital de 4.000.000 dinars

État de résultats

Pour la période allant du
01.01.2015 au 31.12.2015

(Exprimé en dinars tunisiens)

	Notes	31.12.2015	31.12.2014
Produits d'exploitation			
- Revenus	V.1	8877389	7828561
- Autres produits d'exploitation	V.2	220548	189859
Total des produits d'exploitation		9097937	8018420
Charges d'exploitation			
- Variation des stocks des produits finis & encours	V.3	704166	425733
- Achats d'approvisionnements consommés	V.4	3859178	3525779
- Charges de personnel	V.5	2877693	2501313
- Dotations aux amortissements et provisions	V.6	1286719	1315686
- Autres charges d'exploitation	V.7	1114217	810179
Total des charges d'exploitation		8433641	7727224
Résultat d'exploitation	-	664296	291196
- Charges financières nettes	V.8	434896	709883
- Autres gains ordinaires	V.9	0	3558
- Autres pertes ordinaires	V.10	195945	21210
Résultat des activités ordinaires avant impôt		33455	-436339
- Impôt sur les sociétés	V.11	10400	11675
Total des Passifs		23055	-448014

États financiers d la GCER 3/3 : Tableau de flux de trésorerie

Génie du composite Etude et
Réalisation
Route de Thrayet, 4041 -
Sousse
S.A. au capital de 4.000.000
dinars

État de flux de trésorerie	
<i>Pour la période allant du 01.01.2015 au 31.12.2015 (Exprimé en dinars tunisiens)</i>	
	31.12.2015 31.12.2014
Flux de trésorerie liée à l'exploitation	
Résultat net	23055 -448014
Ajustement pour:	
	131568
- Amortissements & provisions	1286719 7
- Plus value de cession d'Immobilisation corporelle et incorporelle	0 4404
	-
- Variation des stocks	1431875 95041
	-
- Variation des créances	1072960 206202
- Variation des autres actifs	268349 390266
- Variation des fournisseurs	1124959 -32850
- Variation des autres passifs	-164412 779953
- Charges d'intérêt/emprunt	0 29359
- Gains de change non réalisés	0 187291
<u>Flux de trésorerie provenant de l'exploitation</u>	<u>33835 9</u>
Flux de trésorerie liée à l'investissement	
	-
- Décaissement pour acquisition d'Immobilisations corporelles et incorporelles	- 161570
	1093565 5
- Encaissement suite à la cession d'Immobilisations corporelles et incorporelles	0 7500
- Encaissements des subventions d'investissements	0 0
- Décaissement pour acquisition d'Immobilisations financières	-9368 -2027
- Encaissement suite à la cession d'Immobilisations financières	27000 8846
	-
<u>Flux de trésorerie affectés à l'investissement</u>	<u>- 160138 6</u>
Flux de trésorerie liée au financement	
- Distribution de dividendes	0 -280000
- Décaissement action Fond Social	0 -51418
- Encaissements provenant des emprunts	0 922000
- Remboursement d'emprunts	-529990 -373762

Annexe

	1122944	570946
- Encaissements des moyens de financement à court terme	2	1
		-
	-	698658
- Décaissements des moyens de financement à court terme	9801103	8
- Décaissements en placements courants	0	0
		-
		<u>106030</u>
<u>Flux de trésorerie affectés au financement</u>	<u>898349</u>	<u>7</u>
Incidences des variations des taux de change sur les liquidités et équivalents de liquidité	0	0
<hr/>		
<u>Variation de trésorerie</u>	<u>-143749</u>	<u>-134354</u>
Trésorerie au début de période	-940105	-805751
		-
<u>Trésorerie à la clôture de la période</u>	<u>1083854</u>	<u>-940105</u>

Annexe n°3 : Plan d'exploitation prévisionnelle de la GCER

	Taux de croissance	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenus	7%	9097937	12500000	13375000	14311250	15313037,5	16384950,13
Achats consommés		3155012	5625000	6018750	6440062,5	6890866,875	7373227,556
Marge brute		5942925	6875000	7356250	7871187,5	8422170,625	9011722,569
Charges du personnel	7%	2877693	3250000	3477500	3720925	3981389,75	4260087,033
Autres charges d'exploitation	13%	1114217	1625000	1738750	1860462,5	1990694,875	2130043,516
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)		1951015	2000000	2140000	2289800	2450086	2621592,02
Dotations aux amortissements et provisions		1286719	1246000	1209000	1124000	950000	718000
Résultat d'exploitation (EBIT)		664296	754000	931000	1165800	1500086	1903592,02
Charges financières nettes	7%	434896	625000	668750	715562,5	765651,875	819247,5063
Autres revenus ordinaires		-195945	0	0	0	0	0
Résultat courant avant impôt		33455	129000	262250	450237,5	734434,125	1084344,514
Impôt sur les sociétés	12%	10400	15480	31470	54028,5	88132,095	130121,3417
Résultat net		23055	113520	230780	396209	646302,03	954223,1721

Annexe

Bilan prévisionnel de la GCER

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total des immobilisations incorporelles	69 917	92 553	99 884	107 352	115 370	123 973
Total des Immobilisations corporelles	9 152 173	12 115 195	13 074 876	14 052 476	15 102 013	16 228 178
Total des Immobilisations. Financières	7 035	10 110	10 818	11 575	12 385	13 252
Autres actifs non courants	-	-	-	-	-	-
Total des immobilisations	9 229 125	12 217 857	13 185 578	14 171 404	15 229 769	16 365 403
Stocks	3 299 779	3 692 934	3 767 821	3 880 152	3 992 483	4 104 814
Clients	4 581 420	5 127 278	5 231 251	5 387 211	5 543 171	5 699 132
Autres valeurs réalisables	254 065	284 336	290 102	298 751	307 399	316 048
Trésorerie active	269 597	387 445	414 566	443 585	474 636	507 861
Total des Actifs	17 633 986	21 709 850	22 889 318	24 181 103	25 547 459	26 993 258
Taux de croissance des immobilisations corporelles et incorporelles		32,38%	7,92%	7,48%	7,47%	7,46%
Total des fonds propres	6 320 111	6 636 117	6 967 922	7 316 318	7 682 134	8 066 241
Passifs non courants	3 000 454	4 312 028	4 613 870	4 936 841	5 282 420	5 652 189
Passifs courants d'exploitation	3 728 928	4 173 215	4 257 841	4 384 781	4 511 721	4 638 660
Trésorerie passive (D C T bancaires)	4 584 493	6 588 490	7 049 685	7 543 163	8 071 184	8 636 167
Total des Passifs et capitaux propre	17 633 986	21 709 850	22 889 318	24 181 103	25 547 459	26 993 258
% du BFR en chiffre d'affaires	48,43%	39,45%	37,6%	36,2%	34,8%	33,5%
Actifs économiques	13 628 426	17 139 080	18 206 093	19 341 162	20 548 717	21 833 484
<i>Immobilisations d'exploitation</i>	9 222 090	12 207 747	13 174 760	14 159 829	15 217 384	16 352 151
<i>BFR</i>	4 406 336	4 931 333	5 031 333	5 181 333	5 331 333	5 481 333
Ressources	13 628 426	17 139 080	18 206 093	19 341 162	20 548 717	21 833 484
<i>Fonds propres</i>	6 320 111	6 636 117	6 967 922	7 316 318	7 682 134	8 066 241
<i>Dettes nettes</i>	7 308 315	10 502 964	11 238 171	12 024 843	12 866 582	13 767 243
<i>Dettes nettes (évolution en %)</i>		43,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Equilibre financiers						
<i>FR</i>	98 475 -	1 259 603 -	1 592 968 -	1 906 669 -	2 252 829 -	2 633 721
<i>BFR</i>	4 406 336	4 931 333	5 031 333	5 181 333	5 331 333	5 481 333
<i>Trésorerie</i>	-4 307 861 -	-6 190 936 -	-6 624 301 -	-7 088 002 -	-7 584 162 -	-8 115 054

Annexe n°4

Caractéristiques du marché boursier tunisien (entreprises industrielles) 1/2 : Données relatives au calcul du Bêta

n°	Société	Beta L	FP	DFN	IS	BU	nbr action	cours	Dividende
1	ADWYA	0,5275836	35954255	10193421	20%	0,43004554	17600000	7,76	0,27
2	Air Liquide Tunisie	0,21803343	47326626	15984584	20%	0,1716528	1413449	126,51	5
3	ALKIMIA	0,02350063	52918716	-11288797	20%	0,0283365	1947253	27,99	5
4	AMS	0,55291041	3952071	41056591	20%	0,05938312	6577192	1,55	0
5	Carthage Cement	1,45562963	153048560	661010735	20%	0,32672829	172134413	1,86	0
6	CIMENTS DE BIZERTE	0,45854529	128694741	103400931	20%	0,27912983	30000000	2,78	0,1
7	ELECTROSTAR	0,5883331	22160253	60676816	20%	0,18440305	2450000	2,7	0
8	EURO CYCLES	0,52689541	32553880,4	8882144,05	20%	0,43249282	5400000	41,5	1,4
9	ICF	0,00752455	70784058	3663878	20%	0,00722536	2100000	22,5	0,8
10	OFFICE PLAST	0,28249767	10127163	1070477	20%	0,26047146	6242160	3,3	0,05
11	POULINA GROUP HOLDING	0,51490538	381171175	-337015799	20%	1,75931934	180003600	5,91	0,23
12	SIAME	0,40012767	23107948	-2944467	20%	0,44554561	14040000	2,36	0,12
13	SIPHAT	-0,0027884	19147758	15760605	20%	-0,0016813	1800000	9,87	0
14	SITS	0,79289524	34083372	9079805	20%	0,65360008	15600000	2,1	0,1
15	SOPAT	0,52582414	-9781311	27095906	20%	-0,43237247	18191250	1,09	0,05
16	SOTRAPIL	0,3710378	34060874	-13347887	20%	0,54048271	3747744	7,5	0,6
17	SOMOCER	0,96625678	59364005	24972579	20%	0,72295661	40656000	1,28	0,05
18	SOTUVER	0,38080582	44004786	40445205	20%	0,21944827	21802880	3,8	0,21
19	SOTIPAPIER	0,44735519	35502478	6767106	20%	0,38816489	26105500	3,61	0,2
20	SOTEMAIL	0,4559256	32729811	23291562	20%	0,29052706	26200000	1,48	0,04
21	TPR	0,39134591	97203287	-21728513	20%	0,4765708	50000000	2,88	0,2
22	Unimed	0,01241717	72929214	-14293661	20%	0,01472616	36953847	5,56	0,31
23	CELLCOM	0,04463803	15714618	1011611	20%	0,0424518	4461532	6,57	0,21
24	CEREALIS	0,24895961	12861207,8	-5230853,63	20%	0,36903268	4920000	3,21	0,085
25	CITY CARS	0,18722072	31374256,3	1975236,18	20%	0,17824335	30000000	15,38	0,92
26	Elbene Industrie	0,141431	18771369	24678287	20%	0,06893217	10000000	3,08	0

Annexe

n°	Société	Beta L	FP	DFN	IS	BU	nbr action	cours	Dividende
27	ENNAKL Automobiles	0,44649726	124039608	-132144014	20%	3,02238301	30000000	14,34	0,65
28	HEXABYTE	0,24366427	8070026	-5892506	20%	0,58592509	2083334	5	0,35
29	Land'or	0,59150899	15546452	33355751	20%	0,21775129	4700000	6,02	0,1
30	Magasin Général	0,51760916	62585639	-43583985	20%	1,1687125	11481250	23,3	0,45
31	MIP	-0,05923463	4242851	1140718	20%	-0,04874936	4398937	0,91	0
32	ONE TECH HOLDING	0,31622743	211754425	-210046544	20%	1,53172145	6242160	7,7	0,225
33	SAH	0,61138865	137463990	8968512	20%	0,5810607	43879431	12,31	0,285
34	Société Délice Holding	0,24992788	580444754	-580289741	20%	1,2483059	54907262	13	0,45
35	Société ESSOUKNA	0,33680156	33075668	35010474	20%	0,18237064	5050000	3,85	0,24
36	ASSAD	0,43456304	36557782,9	46633713,4	20%	0,2150777	12000000	4,25	0,3
37	MONOPRIX	0,2891644	54533225	-8654655	20%	0,33121682	19969373	9,71	0,4
38	TUNISAIR	0,62546606	142942000	564422000	20%	0,15039266	106199280	0,61	0
39	SOTETEL	0,41195421	15088757	10474421	20%	0,26486275	4636800	2,48	0,2
40	STIP	-0,17008425	-150229906	211790118	20%	1,33066819	4207823	1,62	0
41	Tawasol Group Holding	0,44669029	114542008	-109047629	20%	1,87390056	108000000	0,54	0,025
42	Telnet holding	0,66979753	13080975	-11666534,2	20%	2,33783214	11028000	2,97	0,3
43	UADH	0,13168787	83482288	-82716596	20%	0,63513763	36953847	3,1	0,065
44	AE-TECH	0,25172931	1683546	3202527	20%	0,09982125	2223334	1,04	0
45	MPBS	0,34821872	26551137,9	-1065907,09	20%	0,35977333	6150000	3,56	0,2
46	NEW BODY LINE	0,35015824	11339335	-6922393	20%	0,68441194	3864000	6,8	0,45
47	SERVICOM	0,12383222	23631424	-15049635	20%	0,25245025	3537000	7,39	0
48	SFBT	1,33268047	419685045	-132590030	20%	1,78342743	120000000	19,16	0,65
49	GIF	0,64584452	12748730,1	1490908,24	20%	0,5905909	10563994	1,36	0,045
50	SIMPAR	0,27040747	42444394	23697479	20%	0,18691917	1100000	38	1,5
51	STEQ	-0,11336545	16384120	-2018215	20%	-0,12575829	1400000	10,6	0,2
52	SOTUMAG	0,52633143	19706076	-9114415	20%	0,83546582	12000000	1,87	0,1
53	ARTES	0,38766019	93324471	-121212484	20%	-9,92402182	38250000	7,9	0,57

Caractéristiques du marché boursier tunisien (entreprises industrielles) 2/2 : Données relatives au calcul des multiples (Approche par les comparables)

		29/09/2016 ▼		x	x	x	x						
		x 1000		1000000	1000000	1000000	1000000						
n°	<u>Société</u>	<u>Nbr actio</u> <u>n</u>	<u>Cour</u> <u>s</u>	<u>CA</u>	<u>EBITDA</u>	<u>EBIT</u>	<u>RN</u>	<u>X CA</u>	<u>X EBITDA</u>	<u>X EBIT</u>	<u>X RN</u> <u>'PER'</u>	<u>X Div</u> <u>Yield</u>	<u>X</u> <u>PBV</u>
1	ADWYA	17160	7,76	89,87	14,67	9,81	6,49	1,482	9,078	13,574	20,531	3,48%	3,704
2	Air Liquide Tunisie	1413	126,5	29,69	9,48	4,55	7,75	6,022	18,858	39,294	23,073	3,95%	3,778
3	ALKIMIA	1947	27,99	154,19	9,61	5,60	14,55	0,353	5,673	9,729	3,747	17,86%	1,030
4	AMS	6577	1,55	26,37	6,79	4,27	1,01	0,387	1,501	2,387	10,139	0,00%	2,580
5	Carthage Cement	172134	1,86	198,47	18,34	7,20	5,83	1,613	17,456	44,448	54,919	0,00%	2,092
6	CIMENTS DE BIZERTE	44047	2,78	57,17	13,71	1,77	6,83	2,142	8,929	69,323	17,929	3,60%	0,951
7	ELECTROSTAR	2450	2,70	75,35	10,79	9,04	0,15	0,088	0,613	0,732	44,927	0,00%	0,299
8	EURO CYCLES	5400	41,50	74,83	12,50	13,13	13,29	2,995	17,925	17,073	16,860	3,37%	6,884
9	ICF	2100	22,50	93,83	4,75	2,66	0,61	0,504	9,942	17,753	77,265	3,56%	0,668
10	OFFICE PLAST	6242	3,30	12,72	1,46	0,91	0,70	1,620	14,082	22,720	29,220	1,52%	2,034
11	POULINA GROUP HOL	180004	5,91	1613,69	226,32	140,04	80,02	0,659	4,701	7,597	13,294	3,89%	2,791
12	SIAME	14040	2,36	27,94	3,68	2,68	2,13	1,186	8,995	12,386	15,555	5,08%	1,434
13	SIPHAT	1800	9,87	44,84	4,13	1,30	0,60	0,396	4,305	13,640	29,656	0,00%	0,928
14	SITS	15600	2,10	10,35	2,88	2,50	1,51	3,167	11,385	13,102	21,720	4,76%	0,961
15	SOPAT	18191	1,09	60,97	4,97	1,82	1,71	0,325	3,990	10,916	11,617	4,59%	-2,027
16	SOTRAPIL	3748	7,50	13,10	6,14	3,64	3,88	2,146	4,577	7,718	7,250	8,00%	0,825
17	SOMOCER	40656	1,28	72,47	17,49	14,63	5,07	0,718	2,975	3,556	10,259	3,91%	0,877
18	SOTUVER	21803	3,80	51,08	15,76	9,25	6,08	1,622	5,258	8,957	13,636	5,53%	1,883
19	SOTIPAPIER	26106	3,61	67,62	12,32	9,68	7,07	1,394	7,651	9,731	13,334	5,54%	2,654
20	SOTEMAIL	26200	1,48	39,30	9,31	4,74	2,26	0,987	4,165	8,181	17,154	2,70%	1,185
21	TPR	50000	2,88	96,62	16,85	13,43	7,85	1,490	8,544	10,722	18,346	6,94%	1,481
22	unimed	25450	5,56	60,32	22,22	16,14	13,08	2,346	6,367	8,768	10,822	5,58%	1,940
23	AE-TECH	2223	1,04	13,51	0,76	0,43	0,11	0,171	3,060	5,328	21,125	0,00%	1,373
24	CELLCOM	4462	6,57	54,12	6,09	4,12	3,10	0,542	4,811	7,117	9,460	3,20%	1,865

25 CEREALIS	4920	3,21	9,31	1,99	1,33	1,31	1,697	7,945	11,869	12,017	2,65%	1,228
26 CITY CARS	13500	15,38	142,99	16,30	15,80	15,27	1,452	12,739	13,145	13,599	5,98%	6,618
27 Elbene Industrie	10000	3,08	119,84	6,22	1,89	0,77	0,257	4,953	16,291	40,161	0,00%	1,641
28 ENNAKL Automobiles	30000	14,34	316,78	51,57	32,46	33,14	1,358	8,342	13,253	12,981	4,53%	3,468
29 HEXABYTE	2083	5,00	7,33	1,54	0,84	1,07	1,422	6,746	12,335	9,767	7,00%	1,291
30 Land'or	4700	6,02	66,25	9,82	6,00	2,29	0,427	2,882	4,716	12,349	1,66%	1,820
31 Magasin Général	11481	23,30	864,41	35,69	11,82	7,38	0,309	7,496	22,627	36,228	1,93%	4,274
32 MIP	4399	0,91	7,01	1,78	1,08	0,48	0,571	2,247	3,707	8,330	0,00%	0,943
33 MPBS	6150	3,56	34,04	4,27	3,27	2,64	0,643	5,125	6,704	8,302	5,62%	0,825
34 NEW BODY LINE	3864	6,80	6,41	0,94	1,52	1,62	4,100	27,930	17,337	16,252	6,62%	2,317
35 ONE TECH HOLDING	53600	7,70	470,98	40,82	24,17	15,71	0,876	10,111	17,078	26,277	2,92%	1,949
36 SERVICOM	3537	7,39	4,64	0,31	0,19	0,87	5,639	83,386	134,201	29,971	0,00%	1,106
37 SAH	43879	12,31	248,24	38,04	29,33	26,59	2,176	14,200	18,415	20,314	2,32%	3,929
38 SFBT	120000	19,16	353,76	89,79	71,32	112,47	6,499	25,608	32,238	20,444	3,39%	5,478
39 Société Délice Holding	54907	13,00	26,87	25,68	25,68	27,09	26,566	27,799	27,800	26,354	3,46%	1,230
40 Société ESSOUKNA	5050	3,85	10,04	3,98	4,21	2,00	1,937	4,890	4,615	9,717	6,23%	0,588
41 GIF	10564	1,36	12,17	1,06	0,38	0,49	1,181	13,596	38,288	29,449	3,31%	1,127
42 SIMPAR	1100	38,00	15,28	4,79	4,74	2,88	2,736	8,734	8,826	14,529	3,95%	0,985
43 ASSAD	12000	4,25	71,28	13,50	7,33	5,02	0,715	3,778	6,961	10,153	7,06%	1,395
44 MONOPRIX	19969	9,71	541,29	18,17	6,53	4,74	0,358	10,674	29,686	40,949	4,12%	3,556
45 TUNISAIR	106199	0,61	1220,07	61,48	-95,72	43,52	0,053	1,054	-0,677	1,489	0,00%	0,453
46 SOTETEL	4637	2,48	39,29	39,95	38,54	0,91	0,293	0,288	0,298	12,679	8,06%	0,762
47 STEQ	1400	10,60	44,60	3,88	3,34	0,61	0,333	3,820	4,449	24,411	1,89%	0,906
48 SOTUMAG	12000	1,87	9,79	2,64	1,44	1,41	2,293	8,504	15,617	15,895	5,35%	1,139
49 STIP	4208	1,62	89,75	8,64	6,28	-2,97	0,076	0,789	1,086	-2,294	0,00%	-0,045
50 Tawasol Group Holding	108000	0,54	3,40	2,71	2,40	3,32	17,146	21,518	24,260	17,590	4,63%	0,509
51 Telnet holding	11028	2,97	6,38	3,87	-8,89	-8,45	5,138	8,472	-3,683	-3,877	10,10%	2,504
52 UADH	36954	3,10	6,20	5,44	4,86	3,44	18,481	21,047	23,563	33,283	2,10%	1,372
53 Artes	38250	7,90	162,07	25,45	25,02	27,38	1,864	11,873	12,077	11,035	7,22%	3,238