

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

# SOMMAIRE :

## **Partie introductive**

### **1ere partie : Les marchés financiers**

1. La bourse des valeurs de Casablanca
2. Organisation et structures des marchés boursiers
  - A. Organisation
  - B. Les intervenants
3. Les types des marchés boursiers
4. Les indices boursiers
5. Les avantages d'introduction en bourse

## **2eme PARTIE : L'ingénierie financière**

- I. Définition
- II. Les opérations de l'ingénierie financière
- III. Les acteurs de l'ingénierie financière
- IV. Les outils de l'ingénierie financière
  1. Le diagnostic
    - a) Le diagnostic économique
    - b) Le diagnostic financier
      - Le retraitement de l'information
        - ✓ Retraitement du bilan
        - ✓ Retraitement des comptes de résultat
        - ✓ L'élaboration des indicateurs

- Les travaux d'approfondissement
  - ✓ Le tableau de financement
  - ✓ Le plan de financement (business plan)

2. L'évaluation

- a. La méthode DCF  
(Discounted Cash Flow)
- b. Les méthodes comparatives
- c. Les méthodes de régression
- d. Les méthodes combinées
  - ✓ La méthode indirecte
  - ✓ La méthode directe

3eme PARTIE : Cas pratique :

Présentation de UPLINE group

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

## **PARTIE INTRODUCTIVE :**

L'ingénierie financière est une discipline adoptée par les entreprises dans le but d'accompagner leur politique de développement et de croissance, soit par des opérations de rachat de fonds, de cession, de fusion ou d'introduction en bourse. Dans notre projet, nous nous sommes focalisées surtout sur l'introduction en bourse que nous avons essayé de développer à travers une étude des principales méthodes d'évaluation d'entreprise.

Pour toute demande de fonds, les entreprises ouvrent souvent leur capital à des investisseurs extérieurs, l'introduction en bourse est l'une des multiples moyens d'y parvenir.

La bourse de Casablanca, est le principal lieu où se rencontrent les demandeurs et les offreurs d'actions. Pour toute introduction, l'entreprise émettrice passe par des conseillers financiers spécialisés, qui font le rôle d'intermédiation boursière, ces sociétés peuvent être des banques, des assurances, ou des entreprises dont l'activité principale est l'intermédiation boursière.

Pour réussir leur introduction, les entreprises ont recours à des entreprises d'ingénierie financière, qui procéderont à des analyses et des diagnostics divers de leurs situations économiques et financières.

Cette évaluation se fait par plusieurs retraitements et plusieurs méthodes, à citer la méthode DCF (Discounted Cash Flow), les méthodes patrimoniales, méthodes des comparatives, ainsi que les méthodes de régression.

A travers ce projet, nous avons essayé dans un premier temps, de définir et donner une idée claire sur le marché boursier ainsi que la bourse de Casablanca, sur son rôle et ses intervenants. Par la suite, nous nous

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

sommes attardées sur la pratique de l'ingénierie financière et ses méthodes, et enfin nous avons fait une présentation de UPLINE Corporate Finance, filiale de UPLINE group ainsi que l'étude effectuée.

## **PREMIERE PARTIE : LES MARCHES FINANCIERS:**

Les marchés financiers sont les marchés où sont effectuées les transactions sur des actifs financiers et de plus en plus, leurs produits dérivés.

Au sens strict, le marché financier n'est qu'un compartiment de la Bourse, celui de l'émission des titres nouveaux, appelé « marché primaire »

Ce marché est le plus important pour l'économie dans la mesure où il permet aux entreprises qui le fréquentent de créer des actions ou des obligations afin d'augmenter leur capital ou de financer leurs investissements, et à l'État de lancer des emprunts. Le compartiment appelé « marché secondaire », qui concerne l'échange de titres déjà émis, l'achat et la vente de produits cotés en fonction de l'offre et de la demande, correspondent pour sa part à la notion précise de Bourse.

### **✚ La bourse de valeurs :**

La bourse de valeurs est un lieu où s'échangent les produits financiers, principalement les actions et obligations émises par les entreprises. Ces échanges donnent lieu à des cotations qui déterminent la valeur des titres des sociétés cotées. Il existe par ailleurs des bourses de valeurs qui ont un domaine spécifique d'activité. C'est le cas, par exemple, des bourses de valeurs limitées à la cotation des matières premières.

#### **I. La bourse de valeurs de Casablanca :**

La B.V.C est un marché réglementé par le dahir portant loi n°1-93-211 du 21 septembre 1993 et complétée par les lois n°34-96, 29-00, 52-01, 45-06<sup>1</sup>.

Elle est marquée par les dates suivantes :

✚ 1929 : création de la B.V.C

---

<sup>1</sup> Réglementation de la bourse. Page 8

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- ✚ 1948 : elle devient l'office de cotation des valeurs mobilières à l'occasion d'une première réforme.
- ✚ 1953-1967 : date de la forte baisse de l'activité de la bourse et les sociétés cotées à la bourse ont transféré leur capitaux vers la bourse de Paris.
- ✚ 1967 : elle est devenue établissement public ayant une personnalité civile et une autonomie financière sous l'autorité du ministère des finances.
- ✚ 1993 : la date de réforme de la bourse impliquant des changements profonds pour le marché financier marocain.
- ✚ 2000 : Adoption par la Bourse de Casablanca de la structure de Société Anonyme à Conseil de Surveillance et Directoire, conformément à la nouvelle loi sur la S.A., aux statuts de la Bourse de Casablanca et à son cahier des charges.
- ✚ 2002 : Lancement des nouveaux indices de la Bourse de Casablanca : MASI®, MADEX®, indices sectoriels, indices de rentabilité et indices en devises.

## **II. Organisation et structures des marchés boursiers :**

### **1. Organisation :**

La Bourse est un marché réglementé sur lequel sont publiquement négociées les valeurs mobilières, il comprend :

**Le Marché Central**: marché sur lequel est confronté l'ensemble des ordres de ventes ou d'achats pour une valeur mobilière inscrite à la côte de la bourse de valeurs.<sup>2</sup>

**Le Marché de Blocs**: marché sur lequel peuvent être négociées par entente directe les opérations sur des valeurs mobilières inscrites à la côte de la bourse des valeurs et qui portent sur des quantités supérieures ou égales à la taille minimum de bloc.

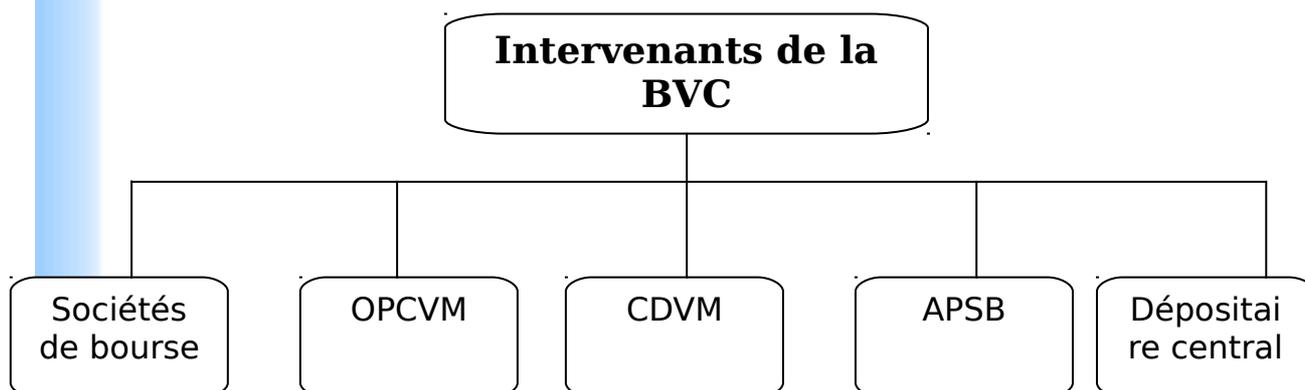
### **2. Les intervenants du marché financiers :**

---

<sup>2</sup> Réglementation de la bourse. Page 8

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---



**a) La société gestionnaire :**

C'est la société de la bourse de valeur de Casablanca (SBVC) en tant que société anonyme de droit privé. Son capital est détenu et à parts égales par l'ensemble des sociétés de bourse.

Sa mission principale est la gestion et le développement de la bourse des valeurs. En plus :

- ✚ Elle fixe des règles de fonctionnement du marché ;
- ✚ Elle veille à la conformité des opérations au règlement en vigueur
- ✚ Informer le CDVM de toute infraction relevée
- ✚ Prononcer la cote des valeurs mobilières.

**b) Les sociétés de bourse :**

Elles ont le monopole de la négociation des valeurs mobilières admises à la cote.

Leur mission :

- ✚ Placement des titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne
- ✚ Assurer la garde des titres
- ✚ Conseiller la clientèle

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

**c) Les organismes de placement public des valeurs mobilières (OPCVM) :**

Ils sont mis en place en 1995, leur but est de mobiliser l'épargne et l'affecter à l'investissement. Ce sont des « organismes de gestion du portefeuille de valeurs mobilières ».

Ils présentent les avantages suivants :

- ✚ Simplicité : ils se chargent de la gestion du portefeuille
- ✚ Souplesse : en cas de désinvestissement, les OPCVM rachètent les parts. Donc ils offrent la liquidité aux investisseurs
- ✚ Sécurité : car le portefeuille est diversifié et varié et la gestion est assurée par des professionnels.

Les OPCVM ont marqué une croissance due à :

- ✚ La performance du marché depuis 1995
- ✚ L'intérêt croissant des investisseurs et des épargnants
- ✚ La baisse des taux d'intérêt

**d) Le CDVM :**

**Conseil déontologique des valeurs mobilières** : Création effective en juillet 1994, le CDVM est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière.

Sa mission :

- ✚ Veiller au bon fonctionnement, à la transparence et à la pérennité du marché financier
- ✚ Assurer la protection des épargnants

**e) L'association professionnelle des sociétés de bourse (APSB) :**

Fondée en 1995. Elle regroupe l'ensemble des intermédiaires opérant à la BVC.

Sa mission :

- ✚ Veiller au respect par ses membres des dispositions légales

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- ✚ Représenter et étudier les questions relatives à l'exercice de la profession
- ✚ Informer les adhérents sur toutes les modifications du métier et son environnement.

**f) Le dépositaire central (MAROC LEAR) :**

La dématérialisation des titres a incité à la création de cet intervenant dont la mission est :

- ✚ Assurer la conservation de valeurs mobilières
- ✚ Faciliter la circulation
- ✚ Simplifier l'administration

**III. Les types des marchés boursiers :**

En vertu des nouvelles dispositions de la loi 52-01, la Bourse de Casablanca dispose, depuis le 26 avril 2004, de 5 marchés de cotation à savoir :

- ✚ Trois Marchés Actions.
- ✚ Un Marché Obligataire.
- ✚ Un Marché des Fonds (en cours de finalisation).

**1. Les Marchés Actions :**

	<b>Marché principal</b>	<b>Marché développement</b>	<b>Marché croissance</b>
<b>Profil des entreprises</b>	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
<b>Montant minimum à émettre</b>	75 millions de Dirhams	25 millions de Dirhams	10 millions de Dirhams
<b>Nombre de titre minimum</b>	250000 actions	100000 actions	30000 actions

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

<b>à émettre</b>			
<b>Capitaux propres minimum</b>	50000 millions de Dirhams	-	-
<b>Chiffre d'affaire minimum</b>	-	50000 millions de Dirhams	-
<b>Nombres d'exercices certifiés</b>	3	2	1
<b>Comptes consolidés</b>	Oui (dans le cas où l'entreprise dispose de filiales)	-	-
<b>Convention d'animation</b>	-	1 année	3 années

## 2. Le Marché Obligataire

Emprunt obligataire	
Montant minimum à émettre	20 millions de Dirhams
Maturité minimale	2 années
Nombre d'exercices certifiés	2

## 3. Le Marché des Fonds

Organismes de placements en capital risque et fonds de placements collectifs en titrisation	
Montant minimum à émettre	20 millions de Dirhams

## IV. Les indices boursiers :

**MASI et MADEX** sont les indices boursiers marocains, qui ont pour but d'informer les épargnants marocains sur la situation et l'évaluation

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

quotidienne de la bourse de Casablanca.

Ils sont calculés de manière scientifique sur la base d'un échantillon représentatif d'actions cotées en bourse.

### **1. MASI :**

Moroccan All Shares Index (MASI) est un indice de capitalisation il est le principal indice boursier de la bourse de Casablanca, composé de toutes les valeurs cotées sur la région casablancaise. Il est ainsi un indice large, permettant de suivre de façon optimale le développement de l'ensemble de la population de valeurs de la côte.

### **2. MADEX :**

Moroccan Most Active shares Index (MADEX), est indice compact, composé des 52 valeurs les plus actives de la côte, en terme de liquidité mesurée sur le semestre précédent, intégrant donc les valeurs cotées en continu sur la place casablancaise. Ce dernier se révèle ainsi un instrument particulièrement adapté à la gestion de portefeuille.

### **V. Les avantages d'introduction en bourse :**

L'introduction en bourse permet à l'entreprise de

- ✚ Financer ses projets grâce à
  - Une diversification optimale de vos sources de financement.
  - L'obtention de crédits auprès des autres établissements financiers à des conditions avantageuses.
  - Des montages financiers sur mesure qui répondent aux besoins réels des entreprises.
- ✚ Bénéficier d'avantages fiscaux notables pendant 3 ans :
  - Réduction de 50% de l'impôt sur les sociétés (IS) si l'opération se fait par augmentation de capital d'au moins 20% avec abandon du droit préférentiel de souscription.
  - Réduction de 25% sur l'impôt sur les sociétés si l'entreprise est introduite par cession de capital au public.
- ✚ Satisfaire ses actionnaires :
  - Les sauvegarder de la liquidité de leur patrimoine.

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- Une meilleure visibilité quant à l'évolution future de leur entreprise.
- La création d'une valeur marchande incontestable opposable à des tiers.
  - ✚ D'avoir une crédibilisation envers le public :
    - La certification et la diffusion de ses comptes
    - L'obtention d'un gage de transparence
    - La démonstration effective de ses engagements dans son développement.
  - ✚ D'avoir une pérennité :
    - La résolution de ses problèmes de succession.
    - La sauvegarde de son contrôle majoritaire, par une ouverture limitée de son capital.
    - La mise en place d'un système de gouvernance d'entreprise crédible.
  - ✚ Gagner une notoriété :
    - La communication faite par autour de son introduction en bourse.
    - Une visibilité permanente dans le champ médiatique, notamment à travers la publication de ses états financiers.
    - La diffusion des cours de ses actions dans les médias.
  - ✚ Valoriser et mobiliser ses collaborateurs :
    - Leur réservant une partie des titres à des conditions avantageuses.
    - Les motivants par la distribution du dividende de leur travail.

Les impliquant davantage dans le développement de la société.

## **DEUXIEME PARTIE : L'INGENIERIE FINANCIERE**

### **I. Définition :**

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

L'Ingénierie Financière (IF) est une spécialisation qui se trouve à la croisée des domaines de l'actuariat, du financier, de l'économique, du juridique et du fiscal. Elle relève de la finance sur mesure dite de haut de bilan.

L'ingénierie financière est :

« l'ensemble des leviers qu'il est possible ou nécessaire de mobiliser pour optimiser le maintien ou la prise du contrôle». **Desbrières 1993**<sup>3</sup>

L'ingénierie financière (IF) peut être appréhendée comme un ensemble d'outils et d'opérations permettant:

- ✚ À des dirigeants de structurer ou de restructurer leur financement, d'accompagner le développement de leur firme par des opérations de croissance externe ou de la transmettre dans des conditions satisfaisantes;
- ✚ À des investisseurs de prendre le contrôle d'entreprises saines ou en difficultés tout en minimisant leurs apports;
- ✚ À des actionnaires majoritaires de faire appel à des capitaux extérieurs sans perdre le contrôle de leur société. **GENSSE - TOPSACALIAN (2001)**<sup>4</sup>

Les activités de l'ingénierie financière (IF) sont:

- l'innovation dans les instruments financiers tels que des mixe entre fonds propres et différents titres de créances (obligations, obligations convertibles, emprunts bancaires, etc.) ou éventuellement des apports en quasi fonds propres (titres de capital, compte courant associé, compensation de créances, ORA obligations remboursables en actions, etc.) .
- les solutions créatives aux problèmes rencontrés en finance. Elles englobent, entre autres, des stratégies innovatrices de gestion de trésorerie et de gestion de la dette.<sup>5</sup>

Pour remplir sa mission, l'ingénierie financière doit réunir l'art et la manière de combiner et d'organiser des domaines de compétences divers,

---

<sup>3</sup> C. Cadiou « Ingénierie d'affiliation : tête de groupe et création de valeur », ouvrage à paraître 2001.

<sup>4</sup> P. Gensse, P. Topsacalian, " Ingénierie financière ", Economica 2001. Page 7.

<sup>5</sup> Finnerty 1988.

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

notamment **la stratégie industrielle, la compétence sectorielle, le droit, la fiscalité, l'analyse financière et l'évaluation.**

## **II. Les opérations de l'ingénierie financière :**

L'ingénierie financière traite diverses problématiques qui s'expriment tout au long de la vie de l'entreprise et de son développement et qui portent sur :

- Les Mergers and Acquisitions (M&A) (Rachats, Cessions, fusions, etc..).
- Les cessions partielles d'actifs, de branches complètes d'activité, de filiales. Les restructurations de tours de tables.
- Les programmes de réorganisation des groupes industriels (créations de pôles d'activités, recentrage sur les métiers de base, etc.).
- Le développement des stratégies de la création de valeur et le recours aux optimisations juridico fiscales (créations de holdings, de sous holdings, régime de faveur fiscale etc.)
- Les introductions en bourse avec ou sans augmentation de capital, les opérations financières sur actions cotées : augmentation de capital, OPA OPE, OPR, OPV.

## **III. Les acteurs de l'ingénierie financière et leurs intérêts :**

### **Actionnaires :**

- Consolidation et organisation de la société
- Acquisition et transmission du capital et du pouvoir,
- Croissance externe.

### **Dirigeants :**

- Développement et pérennité de l'entreprise
- Mise en œuvre des stratégies (commerciale, opérationnelle, financière...)
- Assurer le financement des besoins de l'entreprise.

### **Conseillés :**

- Accompagnement des entreprises dans les différents processus précités

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- Assistance des entreprises dans la construction du business plan relatif à l'opération
- Travaux d'analyse et d'évaluation des différents scénarii de développement dictés par la stratégie de l'entreprise.

#### **IV. Les outils de l'ingénierie financière :**

Les caractéristiques des opérations de l'ingénierie financière se regroupent sous un aspect organisationnel qui se présente comme suit :

- Définition des initiateurs de l'opération (actionnaires, dirigeants, investisseurs....)
- Comprendre la problématique de l'initiateur et ses enjeux
- Recueil des éléments d'information nécessaires pour appréhender la société, son environnement, ses marchés, ses activités, sa situation financière et ses perspectives de développement.
- Analyse des informations recueillies
- travaux d'évaluation
- montage de l'opération

##### **1) Le diagnostic :**

Le diagnostic est le fondement technique de la compréhension global de l'entreprise dans ses aspects culturels, managériaux, économiques et financiers.

Outre, le diagnostic est une synthèse toujours imparfaite d'une réalité complexe.

##### **A. Le diagnostic économique :**

Le diagnostic économique consiste à apprécier les exigences de l'environnement à travers l'étude et l'analyse de l'activité et des moyens engagés. L'analyse de l'activité de l'entreprise consiste à détecter les influences globales de la conjoncture économique, sociale et politique (déflation, fluctuations des prix, chômage, grèves, variation des taux d'intérêts...). L'analyse des moyens suppose une démarche descriptive (état des lieux, comparaison avec la concurrence) complétée par une

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

démarche prospective destinée à estimer la cohérence entre les prévisions d'activité et les moyens humains, matériels et financiers.<sup>6</sup>

Il a pour but d'expliquer des performances ou des contre-performance de la firme face à la concurrence.

**B. Le diagnostic financier :**

Le diagnostic financier a pour finalité de se faire une opinion sur la pérennité de l'entreprise et l'évolution possible de sa valeur. Une étude détaillée des comptes est notamment menée pour mesurer la récurrence des flux économiques et financier ainsi que des soldes intermédiaires de gestion. Une analyse du bilan, du compte de résultat et du business plan est notamment mener pour appréhender : la structure financière de l'entreprise à travers les grands équilibres, la récurrence économique des soldes intermédiaires de gestion et la validation du plan stratégique et des prévisions de l'entreprise par rapport à l'environnement économique, au passé et au moyen de l'entreprise. <sup>7</sup>

Le diagnostic financier nécessite le recueil d'un certain nombre de données relatifs à l'entreprise et à son environnement, quoi qu'il est largement fondé sur les chiffres comptables publiés par la firme, il implique aussi la collecte d'information sur le secteur, les marchés, les concurrents, etc.

**a) Le retraitement d'information :**

Un diagnostic financier doit reposer sur une analyse critique de l'information comptable tant il est vrai que l'activité d'une entreprise est toujours saisie au travers des prismes déformants<sup>8</sup>.

Le modèle comptable est, en effet, une simplification, une construction de la réalité selon un point de vue déterminé, celui des propriétaires. Il en résulte une série de distorsions structurellement dues aux conventions comptables (utilisations du principe de l'objectivité de prudence et de réalisation, exemple : enregistrement des acquisitions à

---

<sup>6</sup> P. Gensse, P. Topsacalian, " Ingénierie financière ", Economica 2001. page 15.chapitre 1

<sup>7</sup> Mourad Hassaan « Evaluation des entreprise », page 9

<sup>8</sup> J.Lebraty et R.Teller, « ingénierie du diagnostic global d'entreprise », Edition Liaisons, 1994

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

leurs coût historique, une plus-value est comptabilisé lorsqu'elle est certaine dans son existence et dans son montant, et une moins-value dès qu'elle semble probable selon le mécanisme des amortissements et des provisions) d'autre distorsion sont dues à la créativité comptable et financière trouvent leurs origines dans les parties souples de la règle comptable (les travaux d'inventaire introduisent une marge de liberté, une part de subjectivité dans l'élaboration des comptes).

Dans ces conditions, le lecteur des comptes aura du mal à se faire une idée exacte de la situation et des performances de l'entreprise d'autant plus qu'il ne sera pas facile de distinguer parmi les opérations enregistrées par la comptabilité, celles qui sont économiquement et financièrement justifiées et celles qui relèvent de l'habillage, d'où la nécessité d'un retraitement des informations concernant le **bilan** et le **compte de résultat**.

**✚ Le retraitement du bilan :**

Le bilan du Plan Comptable Générale (PCG) est un compromis entre une conception juridique ou patrimoniale et une conception économique ou fonctionnelle de la comptabilité générale ; celle-ci hésite entre le rôle de preuve de ses origines et le rôle d'outil de gestion que l'on essaie de lui assigner en liaison avec la comptabilité analytique et la gestion prévisionnelle<sup>9</sup>.

Ainsi, il en sort que le retraitement du bilan est indispensable grâce aux informations figurants dans les annexes afin d'obtenir un bilan juridique permettant d'apprécier le patrimoine de l'entreprise (le bilan patrimonial) et un bilan économique pour mieux connaître son fonctionnement (bilan fonctionnel).

**■ Le bilan patrimonial :**

**Principe** : le patrimoine d'une entreprise est composé, d'une part, de droits de propriétés et de créances et, d'autre part, d'obligations. En

---

<sup>9</sup> P. Gensse, P. Topsacalian, " Ingénierie financière ", Economica 2001. Page 21. Chapitre 1

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

termes comptables, il est mesuré par **l'actif net** (ou capitaux propres), **différence entre l'ensemble des actifs et l'ensemble des dettes.**

$$\text{Actif net} = \sum \text{Actifs} - \sum \text{Dettes}$$

Le bilan comptable fournit l'information de base. Mais les valeurs comptables sont le plus souvent des valeurs historiques. En matière d'évaluation patrimoniale, il convient de retenir des valeurs actuelles et représentatives de la réalité de l'exploitation. Il est donc indispensable de :

- ✚ vérifier la présence réelle des éléments du patrimoine à la date d'évaluation (d'un côté, certains actifs présents dans le bilan ont pu être cédés ; d'un autre côté, d'autres ne figurent pas au bilan, l'entreprise n'ayant pas souhaité par exemple porter à l'actif immobilisé des travaux importants qui d'un point de vue économique ont abouti à la création ou l'amélioration d'immobilisations) ;
- ✚ apprécier l'utilisation effective. Il est indispensable de distinguer les biens liés à l'exploitation de ceux qui en sont indépendants. Les biens hors exploitation peuvent être cédés sans dommage pour l'activité et seront évalués dans cette perspective. En revanche, pour les biens d'exploitation il est bon de distinguer :
  - ceux qui sont indispensables à la bonne marche de l'entreprise et qui dans une perspective de continuité d'exploitation prennent leur valeur à travers leur fonction
  - ceux qui ne sont pas actuellement utilisés mais qui seraient utilisables ultérieurement.
  - ceux qui sont inutilisés et en vérité inutilisable
  - vérifier l'état actuel des biens (leur âge, la qualité de leur entretien, leur degré d'obsolescence technique ...)
  - apprécier les possibilités de transformation dans l'avenir. Par exemple, une implantation en centre ville qui ne permet aucun accroissement à l'avenir des bâtiments actuels peut entraîner une obligation de déménagement coûteux. Un matériel utilisant des

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

standards techniques très spécifiques peut contraindre les choix d'évolution technologique ultérieurement.

Le bilan patrimonial permet de comparer le degré de liquidité des actifs et le degré d'exigibilité des dettes. Un actif est liquide en fonction de sa rapidité d'être transformé en monnaie sans pertes de valeur, on distingue ainsi, par ordre de liquidité croissante, les valeurs immobilisées, les valeurs d'exploitation (les stocks), les valeurs réalisables (les créances) et les disponibilités. Une dette est exigible lorsqu'elle doit être remboursée rapidement, compte non tenu de sa durée d'origine mais du temps restant à courir jusqu'à l'échéance, on classe donc au passif les sources de financement par selon leur exigibilité croissante : capitaux propres, dettes à long terme et dettes à court terme.

■ **Le bilan fonctionnel :**

**Principe** : L'analyse fonctionnelle du bilan classe les éléments de l'actif (EMPLOIS) et du passif (RESSOURCES) selon les fonctions auxquelles on peut les rattacher :

- investissement et financement (éléments durables)
- cycle d'exploitation (éléments circulants)

Qui correspondent également à des CYCLES (cycles longs d'investissement et financement et cycles courts d'exploitation).

L'analyse fonctionnelle du bilan correspond donc à une analyse structurelle de l'entreprise, de type économique.

Cette analyse se fait à partir du bilan comptable **avant répartition** (c'est à dire y compris le résultat de l'exercice dans les capitaux propres), on présente le bilan fonctionnel condensé en grandes masses faisant apparaître :

**Au passif :**

- RESSOURCES STABLES (DURABLES) : ressources propres, ressources empruntées.
- PASSIF CIRCULANT : dettes circulantes, trésorerie passive.

**A l'actif :**

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- EMPLOIS STABLES : actif immobilisé.
- ACTIF CIRCULANT : stocks, créances, trésorerie positive.

L'élaboration du bilan fonctionnel se fait **à partir des valeurs d'origine brutes** du bilan comptable.

- Les amortissements et provisions pour dépréciation sont donc éliminés de l'actif soustractif et rajoutés aux capitaux propres du passif (ainsi que les provisions pour risques et charges)
- Les concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque sont retranchés des dettes financières et considérées comme de la trésorerie de passif.

 **Le fond de roulement fonctionnel :**

La différence entre les ressources liées au cycle de financement (capitaux propres, dettes financières) et les immobilisations (cycle d'investissement) constitue le **fond de roulement fonctionnel (FRF)**.

**FRF = ressources stables - emplois stables**

 **Le Besoin en Fond de Roulement (B.F.R):**

Le cycle d'exploitation regroupe les opérations d'achat, de production et de vente des produits de l'entreprises ainsi que les règlements de flux correspondant, les décalages dans le temps entre ces diverses opérations expliquent l'existence des stocks, des créances clients, des dettes fournisseurs. L'apparition d'un **besoin de financement** ou d'un **excédent de financement** est liée à la nature de l'activité, des crédits accordés aux clients et des dettes obtenues des fournisseurs.

Les emplois d'exploitation (stocks, créances d'exploitation), lorsqu'ils ne sont pas entièrement financés par des ressources d'exploitations (dettes envers les fournisseurs) engendrent un besoin de financement, le **besoin en fond de roulement d'exploitation**.

**BFRE = emplois d'exploitation - ressources d'exploitation**

 **La trésorerie :**

La trésorerie (T) constitue des emplois de trésoreries (disponibilités, valeurs mobilières de placement) et des ressources de trésorerie

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

(concours bancaires courants) peut être excédentaire ( $E > R$ ) ou déficitaire ( $E < R$ ).

$$T = FRF - BFR$$

Le Fonds de Roulement (FRF) doit être normalement suffisant pour faire face au besoin de roulement (BFR), l'équilibre se faisant avec la **Trésorerie**.

- si le fonds de roulement est supérieur au B.F.R. la **trésorerie est positive**, l'entreprise **dispose de disponibilités**
- à l'inverse, si le fonds de roulement est inférieur au B.F.R. la **trésorerie est négative**, l'entreprise fait appel aux concours bancaires courants et aux découverts bancaires (soldes créditeurs de banque) : la **situation de trésorerie** de l'entreprise **n'est pas bonne**.

 Le retraitement du compte de résultat :

La deuxième pièce maîtresse des comptes d'une société est le compte de résultat. Si le Bilan n'était qu'une photographie à un instant donné des biens et des engagements de l'entreprise acquis tout au long de sa vie. Le compte de résultat lui, ne s'intéresse pas au passé mais uniquement à l'année qui vient de s'écouler.

L'objectif du compte de résultat : en recensant précisément les charges et les produits de l'entreprise au cours de l'année il permet de **déterminer précisément ce qui a contribué à un bon résultat ou à une perte**.

Les indicateurs préconisés par le Plan Comptable Général (PCG) sont les Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) et la Capacité d'Autofinancement (CAF).

 Les Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) :

Les Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) comprennent le calcul de :

-  **MARGE COMMERCIALE** : premier solde calculé par les entreprises commerciales (ou de négoce)

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- ✚ **PRODUCTION DE L'EXERCICE** : premier solde calculé par les entreprises industrielles et/ou prestataires de services
- ✚ **VALEUR AJOUTEE** : mesure la richesse créée par l'entreprise, son poids économique et constitue un critère de taille intéressant. Elle exprime l'effet des politiques commerciales et d'approvisionnement sur les résultats.
- ✚ **EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION** : représente le résultat engendré par le cycle d'exploitation avant amortissement et provisions. Il permet d'apprécier la performance économique. Sa comparaison avec la valeur ajoutée souligne l'impact de la politique de personnel sur les résultats.
- ✚ **RESULTAT D'EXPLOITATION** : mesure les performance industrielles et commerciales, la ressource dégagé par les opérations de gestion courantes.
- ✚ **RESULTAT COURANT** : représente la performance de l'activité économique et financière de l'entreprise, il résulte des opérations ordinaires d'exploitation et de financement, sa comparaison avec le résultat d'exploitation fournit une indication de l'effet de la politique financière sur la performance de l'entreprise.

Il est nécessaire de procéder à un certain nombre de reclassement qui sont présentées comme suit :

- les frais du personnel intérimaires doivent être retranchés de la consommation en provenances des tiers et le montant de la participation des salariés doivent être rattachés aux charges de personnel ;
- les charges de sous-traitance doivent être séparées pour être affectées soit en coût d'achat soit en charges de personnel ce qui difficile à réaliser dans le fait ;
- les bien financés par le crédit-bail qui sont traités par la comptabilité comme s'ils avaient été acquis par endettement, les loyers sont divisés en deux parties l'une étant assimilée à des

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

dotations aux amortissements et l'autres à des charges financières ;

- Lorsque les subventions d'exploitation présentent le caractère d'un complément du prix de vente, il est important de les rajouter à la production.

■ **La capacité d'autofinancement (CAF) :**

La performance d'une entreprise peut être appréciée par sa capacité d'autofinancement (CAF) c'est-à-dire la ressource créée au cours de l'exercice qu'elle est susceptible de conserver pour s'autofinancer. C'est le revenu qui reste acquis à par l'entreprise après rémunération de l'ensemble de ses partenaires : personnels, créanciers, administration publiques, actionnaires<sup>10</sup>.

Selon le Plan Comptable Général, la CAF est égale à la différence entre les produits et les charges décaissées (exception faites des cessions d'actif). Pour les entreprises qui ont recours au crédit-bail, il peut être judicieux de corriger la CAF comptable de la fraction des redevances crédit bail correspondant aux amortissements.

<b>SIG du PCG</b>	<b>SIG corrigés</b>
Ventes de M/ses - coût d'achat des M/ses vendues	Ventes de M/ses - coût d'achat des M/ses vendues
<b>A- Marge commerciale</b>	<b>A- Marge commerciale</b>
Production vendue +Production stockée +Production immobilisée	Production vendue +Production stockée +Production immobilisée <b>+Subvention d'exploitation</b>
<b>B- Production de l'exercice</b>	<b>B- Production de l'exercice</b>
Achat de matières et autres approvisionnements	Achat de matières et autres approvisionnements

<sup>10</sup> P. Gensse, P. Topsacalian, " Ingénierie financière ", Economica 2001, page 32, chapitre 1

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

± Variation de stocks de matières premières + Autres achats de charges externes	± Variation de stocks de matières premières + Autres achats de charges externes <b>- Loyers de crédit-bail</b> <b>- Frais de personnel intérimaire</b> <b>- frais de sous-traitance (frais de personnel)</b>
<b>C- Consommations</b>	<b>C- Consommations</b>
<b>D- Valeur ajoutée (A + B - C)</b> + Subvention d'exploitation - Impôts et taxes - Salaires et charges sociales	<b>D- Valeur ajoutée (A + B - C)</b> - Impôts et taxes - Salaires et charges sociales <b>- Frais de personnels intérimaires</b> <b>- Frais de sous-traitance (frais de personnel)</b> <b>- Participation des salariés</b>
<b>E- Excédent brut d'exploitation</b>	<b>E- Excédent brut d'exploitation corrigé</b>
+ Reprises sur provisions et transfert de charges d'exploitation - Dotation aux amortissements et aux provisions + Autres produits - Autres charges	+ Reprises sur provisions et transfert de charges d'exploitation - Dotation aux amortissements et aux provisions + Autres produits - Autres charges <b>- Partie en capital du loyer de crédit-bail</b>
<b>F- Résultat d'exploitation</b>	<b>F- Résultat d'exploitation corrigé</b>
± Quote-part de résultat sur opérations faites en commun + Produits financiers - Charges financières	± Quote-part de résultat sur opérations faites en commun + Produits financiers - Charges financières <b>- Frais financiers du loyer de crédit-bail</b>
<b>G- Résultat courant</b>	<b>G- Résultat courant corrigé</b>
Produits exceptionnels	Produits exceptionnels

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

- Charges exceptionnelles	- Charges exceptionnelles
<b>H- Résultat exceptionnel</b>	<b>H- Résultat exceptionnel corrigé</b>
- Participation des salariés	- Impôts sur les bénéfices
- Impôts sur les bénéfices	
<b>I - Résultat de l'exercice</b>	<b>I - Résultat de l'exercice corrigé</b>

<b>CAF du PCG</b>	<b>CAF corrigée</b>
Résulta net de l'exercice	Résulta net de l'exercice
+ Valeur comptable des immobilisations cédées	+ Valeur comptable des immobilisations cédées
- Produits des cessions d'immobilisation	- Produits des cessions d'immobilisation
+ Dotations aux amortissements	+ Dotations aux amortissements
+ Dotations aux provisions	+ Dotations aux provisions
- Reprises de dotations aux provisions	- Reprises de dotations aux provisions
- Quote-part de subvention virée au compte de résultat	- Quote-part de subvention virée au compte de résultat
<b>= CAF</b>	<b>= CAF</b>
	+ Part du loyer de crédit-bail correspondant aux amortissements
	<b>= CAF corrigée</b>

✚ L'élaboration des indicateurs :

Pour analyser la situation financière ou les performances des entreprises on compare entre elles les grandeurs caractérisant le bilan et les comptes de résultat. A fin de rechercher les indicateurs susceptibles de faciliter le repérage des dysfonctionnements dans l'entreprise une réflexion sur les finalités de l'action financière est indispensable

L'analyse financière à pour objectif de s'assurer de la capacité de l'entreprise à satisfaire aux principales contraintes financières qui

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

s'imposent à elle en matière de **croissance, rentabilité et d'équilibre financier.**

■ Les indicateurs de croissance :

Il s'agit d'estimer à la fois la croissance de l'activité et celle des moyens.

❖ **Croissance de l'activité :**

Elle est mesurée par la variation relative du chiffre d'affaires, en termes nominaux mais aussi en termes réels c'est-à-dire après élimination de l'incidence de l'inflation.

Ces chiffres d'affaires traduisent essentiellement le dynamisme commercial ; aussi faut-il les compléter par l'analyse de la croissance nominale et réelle de la valeur ajoutée.

❖ **Croissance des moyens :**

La croissance des moyens humains et matériels mis en œuvres par la firme pour réaliser son activité courante est appréhendée par deux séries d'indicateurs :

- L'augmentation relative des effectifs moyens et du nombre d'heures ouvrées de personnel ;
- L'accroissement relatif du capital investi (emploi stable du bilan fonctionnel ajouté au BFRE).

■ Les indicateurs de rentabilités :

La rentabilité peut être estimée de point de vue de l'entreprise (rentabilité économique) ou de celui de l'actionnaire (rentabilité financière).

La rentabilité commerciale ou rentabilité des ventes est le taux de marge brute sur les ventes hors taxes.

$$\text{Taux de marge brut} = \text{Marge brute} / \text{Vente (HT)}$$

La rentabilité économique est la rentabilité de l'actif économique c'est-à-dire du montant du capital investis, elle mesure l'efficience du capital productif.

$$\text{RE} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{actif économique}$$

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

$$\text{Actif économique} = \text{AI} + \text{AC} - \text{PC}$$

La rentabilité financière ou Return Of Equity (ROE) est la rentabilité des capitaux propres, rapport entre **le résultat net** et **les capitaux propres** tirés du bilan patrimonial. Afin d'avoir une meilleure représentation du gain récurrent pour l'actionnaire, le résultat net doit être retenu hors éléments exceptionnels. **Il s'agit donc du résultat courant après impôt.**

$$\text{ROE} = \text{résultat net} / \text{capitaux propres}$$

La création de valeur réalisée par l'entreprise se mesure en comparant la rentabilité financière (ROE) et le coût des capitaux propres (Ck).

L'EVA (Economic Value-Added) est la différence entre le revenu (Re) net d'impôt (t) tiré de l'exploitation et la rémunération des capitaux engagés (CE) au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

$$\text{EVA} = \text{Re} (1-t) - \text{CMPC} * \text{CE}$$

$$\text{CMPC} : K \times [v / (v + D)] + r \times (1 - T) \times [D / (v + D)]$$

K : coût des fonds propres ( $K = R_f + (R_m - R_f) \beta + R_s$ )

$r \times (1 - T)$  : coût des dettes financières diminué d'impôts.

v : valeur de marché des fonds propres (valeur d'entreprise)

D : valeur de marché des dettes financières nettes

$D/(V+D)$  : structure d'endettement

■ Les indicateurs d'équilibre :

La survie de l'entreprise suppose le maintien de l'équilibre financier. Selon une lecture patrimoniale ou fonctionnelle, cet équilibre est assuré à une double condition.

- L'autonomie financière doit être préservé, ce qui suppose des capitaux propres supérieurs aux dettes à long terme (plus d'un an).
- Le taux d'endettement compare l'endettement net aux capitaux propres ( $D_n/K$ ) pour apprécier le poids de la dette.

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

- Le ratio DLT/CAF exprime la capacité de remboursement qui doit rester inférieur à 3 ou 4 selon le secteur.
- L'actif circulant doit être supérieur aux dettes à court terme.

**✚ Les travaux d'approfondissement :**

L'approfondissement du diagnostic est réalisé grâce à l'analyse historique et prévisionnelle des flux financiers. Cette démarche constitue une étape nécessaire avant l'évaluation d'une entreprise, elle permet de neutraliser les distorsions de l'information comptable car les flux sont moins affectés par les conventions comptables que les montants figurants au bilan.

**■ le tableau de financement :**

Le tableau de financement du PCG est fortement inspiré de la conception fonctionnelle du bilan. Celui-ci constitue une photographie, à la clôture de l'exercice, du déroulement des différents cycles et permet d'évaluer l'équilibre ou le déséquilibre de financement de l'entreprise. Toutes fois il est insuffisant pour l'évolution de l'équilibre financier de l'entreprise.

Le tableau de financement est un complément de l'analyse statique donnée par le bilan fonctionnel et propose une analyse dynamique de l'équilibre financier. Il permet de décrire les modifications intervenues au cours d'un exercice dans son mode de financement.

Le tableau de financement du PCG étudie l'évolution de l'équilibre fonctionnel et permet d'identifier l'origine des variations observées grâce à la représentation cyclique qui est faite de l'activité de la firme (cycle d'investissement, de financement et d'exploitation).

**Tableau de financement**

Ressources stables de l'exercice (CAF, augmentation des capitaux propres, augmentation des dettes, cessions d'immobilisations)

-Emplois stables de l'exercice (Investissement, désendettement, dividendes, etc.)

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

**=Variation du fonds de roulement**

-variation du besoin en fonds de roulements

**=Variation de la trésorerie**

Cette présentation souffre des défauts déjà signalés de l'approche fonctionnelle.

■ **Le plan de financement (business plan):**

Le plan de financement est un tableau prévisionnel pluriannuel qui fait une projection des performances de l'entreprise dans l'avenir (3 à 5 ans), il regroupe les dépenses d'investissement et les moyens de financement envisagés dans le futur. Il permet de contrôler la cohérence du projet, de vérifier si sa réalisation est possible : il sert aussi d'outil lors des négociations avec les apporteurs des fonds externes (actionnaires, organismes financiers...). Sa construction s'impose dans tout dossier d'ingénierie financière.

D'un point de vue formel, il est proche du tableau de financement, mais les informations qui y figurent résultent d'une modélisation (CAF, BFRE) ou de décisions financières (investissement, endettement, apports de fonds propres, distribution de dividende, etc....).

Le rapprochement des deux documents et l'observation des écarts entre prévisions et réalisations facilitent le contrôle de la politique financière.<sup>11</sup>

**Plan de financement**

**EMPLOIS**

- Investissements
- Augmentation du BFRE
- Remboursement d'emprunts
- Dividendes distribués

**RESSOURCES**

- Internes (CAF, cessions d'actifs)

---

<sup>11</sup> P. Gensse, P. Topsacalian, " Ingénierie financière ", Economica 2001, page 45, chapitre 1

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

-Externes (augmentation de capital, dettes nouvelles, diminution du BFRE, etc.)

ECART ANNUEL (ressources - emplois)

Trésorerie initiale

Trésorerie finale

L'élaboration du plan de financement se fait en deux étapes, la première consiste, à partir d'une prévision au niveau d'activité, à chiffrer les divers emplois nécessaires puis les ressources mises à la disposition de l'entreprise par son activité (CAF, cession d'actifs, etc.) c'est-à-dire les ressources internes. Le solde fait apparaître les concours à rechercher à l'extérieur. La deuxième étape est l'équilibrage à travers le recours à l'emprunt et/ou à l'apport de capitaux propres.

## **2) L'évaluation :**

L'évaluation représente un passage obligé puisqu'elle permet la concrétisation de l'opération grâce à la détermination de la valeur de l'entreprise. Mais la valeur ainsi déterminée ne reste finalement qu'une valeur de référence ou de base pour la détermination du prix final.

La valeur déterminée de l'entreprise n'est pas une fin en soi, car elle reste très sensible aux éléments subjectifs que le contexte est susceptible d'apporter, d'une part, (performances, rapport de force et motivations des parties, typologie de l'acheteur..) et à la méthode d'évaluation utilisée d'autre part. car chaque méthode présente des particularités bien distinctes.

Différentes méthodes d'évaluation peuvent être citées telles que : La méthode DCF, les méthodes comparatives, les méthodes patrimoniales, les méthodes des flux économiques et financiers.

### **A. La méthode DCF (Discounted Cash Flow):**

**Principe :** La méthode des flux futurs de trésorerie, également désignée sous le terme de Discounted Cash Flow (DCF), est très largement admise en matière d'évaluation d'actif et traduit financièrement qu'un actif «vaut ce qu'il rapporte ». Cette méthode consiste à calculer, par

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

actualisation, la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus d'une activité.

Un des principaux attraits de cette méthode est de mettre en lumière l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation (croissance, rentabilité investissements et ce, sur une longue période: les flux de trésorerie sont en effet modélisés puis projetés sur le long terme.)

Dans cette approche, la valeur d'entreprise (VE) correspond à la somme de ses cash flows disponibles prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (CMPC).

**+ Les Cinq Étapes :**

- Modéliser les flux de trésorerie attendus
- Estimer le Cash Flow normatif
- Calculer le coût moyen pondéré du capital
- Déterminer la valeur de l'entreprise
- Déterminer la valeur des fonds propres.

**+ Le Cash Flow :**

<b>CF d'exploitation</b>	<b>Free Cash Flow</b>	<b>FCF to Equity</b>
<b>Résultat Net</b>	<b>EBE (EBITDA)</b>	<b>EBE (EBITDA)</b>
+ dotations nettes aux amortissements et aux provisions sur actifs immobilisés	- impôt normatif sur le résultat d'exploitation (EBIT)	- impôt normatif sur le résultat d'exploitation (EBIT)
- plus-values de cession d'actifs	- variation du besoin en fonds de roulement	- variation du besoin en fonds de roulement
+ moins-values de cession d'actifs	- investissements nets des désinvestissements	- investissements nets
-variation du besoin en fonds de roulement	<b>= FCFF</b>	- Désendettement
<b>= Flux de trésorerie</b>		<b>= FCFE</b>

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

<b>d'exploitation</b>		
-----------------------	--	--

**✚ Modéliser les flux de trésorerie attendus :**

Les éléments réunis lors du diagnostic stratégique et financier constituent, avec le business plan (prévisions d'activité) établi par la société, le point de départ d'une évaluation selon la méthode du DCF. Lorsqu'elles sont disponibles, ces prévisions sont souvent établies sur un horizon relativement court (de 3 à 5 ans).

Le rôle de l'évaluateur est d'examiner ces prévisions, afin de les critiquer ou de les prolonger si nécessaire. Dans certains cas, il pourra même être amené à établir ou à assister les dirigeants dans l'établissement de ces prévisions.

L'objectif recherché, dans cette première étape, est de disposer d'un modèle exempt d'erreurs matérielles et reflétant des hypothèses d'activité réalistes, cohérentes et pertinentes.

**✚ Estimer le Cash Flow normatif :**

Après avoir examiné les prévisions établies à 3 ou 5 ans, l'évaluateur doit estimer la performance financière que la cible est en mesure de maintenir à long terme.

Le flux de trésorerie « normatif » permet le calcul de **la valeur terminale**, qui correspond à la valeur de l'actif économique de la cible à la fin de l'horizon de prévision explicite.

Le calcul du flux normatif se base en général sur le dernier Cash Flow des prévisions, corrigé.

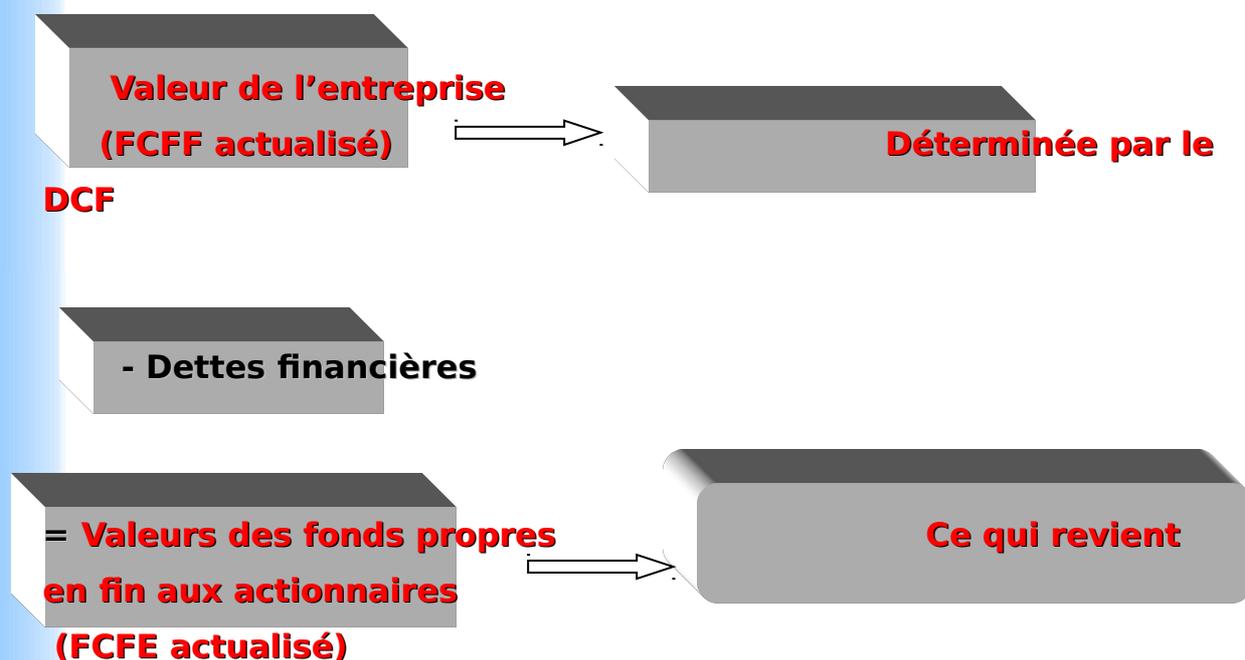
Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

Les différents retraitements peuvent conduire à un cash Flow normatif sensiblement différent du dernier Cash Flow, notamment lorsque le dernier cash Flow a été déterminé en tenant compte d'une croissance forte et d'investissements importants.

✚ **Détermination de la valeur des Fonds Propres :**

La valeur des fonds propres est la somme des cash flows actualisés et de la valeur terminale actualisée est égale à la valeur d'entreprise, qui correspond donc à tous les cash flows attendus de l'activité de l'entreprise.



**A retenir :**

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

La méthode DCF est très utilisée actuellement car elle repose sur une idée simple : une entreprise n'a de valeur que si, un jour, elle rapporte de l'argent.

Toutefois, elle a ses limites puisqu'elle repose sur la capacité de l'entreprise à réaliser réellement ses prévisions.

**B. Les méthodes comparatives :**

Les méthodes comparatives reposent sur un concept simple à savoir que des sociétés comparables se valorisent sur la base de critères proches voire identiques.

L'échantillon des sociétés comparables ne peut être constitué que d'entreprise du même secteur exerçant des métiers similaires.

L'enjeu économique, le secteur, le métier, les produits, le type de clientèle constitue des paramètres essentiels de similitude.

C'est ainsi que pour déterminer la valeur de l'entreprise on lui applique des critères ou des ratios extraits de références de valorisation connues d'un échantillon d'entreprises comparables.

Parmi les critères les plus utilisés, on distingue le **Price Earning Ratio**. Il représente le nombre d'années de bénéfice que l'on est disposé à payer pour acquérir le titre.

Le P.E.R reste aujourd'hui un outil d'estimation très fréquemment employé dans la mesure où il permet des comparaisons inter-entreprises, soit dans le cadre d'un secteur d'activité, soit dans celui du marché boursier.

Son calcul est fait à partir du rapport cours/bénéfice par action.

$$\mathbf{PER = capitalisation boursière / bénéfice net}$$

Par conséquent, la valeur de l'entreprise se dégage ainsi :

$$\mathbf{VE = P.E.R * bénéfice par action}$$

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

De nombreux facteurs peuvent venir fausser les cours (augmentation du capital prévue, vente de paquets d'actions, etc.) de plus, les anticipations des investisseurs jouent beaucoup sur ces chiffres.

Pour son application à l'évaluation des sociétés non cotées en bourse, il reste cependant nécessaire de contrôler que le risque d'activité (produits, croissance, marchés, etc.) Et la politique financière (structure du capital, distribution, croissance de la rentabilité) qu'il représente sont sensiblement les mêmes que ceux des entreprises à évaluer. Dans le cas contraire, on ne peut l'utiliser.

Même s'il est d'une mise en œuvre très simple, le P.E.R présente de réelles insuffisances.

Il manque de précisions et n'intègre à aucun moment l'entreprise, ce qu'elle est, ce qu'elle possède, ce qu'elle est susceptible de devenir.

Le patrimoine n'intervient nullement, pas plus que le besoin et les perspectives de l'entreprise. Il ne repose que sur le résultat net.

C'est pour allier à ces insuffisances que d'autres critères comparatifs sont fréquemment utilisés. Ils sont cités à titre d'exemple :

- Le multiple de CAF (Capacité d'Auto Financement)
- Le multiple d'EBE (Excédent Brut d'Exploitation)
- Le multiple RE (Résultat Net)
- Le multiple FP (Fond propre)<sup>12</sup>

Dans ce cas, la démarche est identique à celle du PER. La seule différence réside du choix du multiple.

On dira ainsi qu'une entreprise vaut X fois son chiffre d'affaire ou Y fois sa capacité d'auto financement.

Sur le marché boursier, au côté du PER, le multiple de CAF est très utilisé.

En revanche, pour les petites sociétés commerciales on rencontre fréquemment un multiple de chiffre d'affaire.

Les méthodes comparatives sont les plus difficiles à manier et analyser. Leur absence total de support théorique offre à l'évaluateur un espace de liberté important

---

<sup>12</sup> Mourad HASSAN « L'évaluation de l'entreprise », Chapitre 3, Page 18/19

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

Ainsi, se sont les choix de comparaisons qui fabriquent la valeur obtenue. Ces méthodes occultent l'endettement de l'entreprise et sa capacité à faire face à l'avenir.

Certes, pour les professionnels, elles constituent des outils appréciables pour évaluer mais elles sont empreintes d'approximation, du subjectif, de choix, cruciaux plus ou moins visibles. De plus, elles nécessitent des fortes connaissances sectorielles.

L'édifice de ces méthodes ne repose, en fait, que sur la réelle comparabilité des entreprises et des éléments qui les constituent, et c'est sans doute ce qu'il y a de plus difficile à cerner.

### **C. Les méthodes de régression :**

Plusieurs modèles existent parmi lesquels, le modèle Whitbeck et Kisor ; Le modèle de Bower et enfin le modèle de marché.

Le Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers (MEDAF) se fonde sur l'idée de décomposer le risque d'une action en deux parties, la première concerne l'action elle-même et la deuxième liée au marché financier.

Il souffre, cependant, de certaines limites, parmi lesquelles :

- L'utilisation d'un indice composite comme élément de référence pour mesurer le rendement du portefeuille.
- Les problèmes liés à la période de référence à retenir et de la périodicité à choisir. En pratique, une période de trois à cinq ans et une périodicité de deux ou quatre semaines sont retenues.
- La non stabilité du coefficient bêta.
- La non disponibilité de ce coefficient pour tous les titres cotés et sur toutes les places financières.

### **D. Les méthodes combinées :**

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

Elles sont dites combinées car elles allient, d'une part, les méthodes statiques de la valeur de l'entreprise (approche patrimoniale) et, d'autre part, les approches dynamiques (fondées sur le rendement).

**Valeur de l'entreprise = Valeur patrimoniale + Valeur dynamique**

Ces méthodes considèrent que l'entreprise a une valeur de base permettant d'obtenir une rentabilité normale (la valeur patrimoniale) et qu'elle peut en outre bénéficier d'une rente économique (la valeur dynamique).

Cette dernière est donnée par le calcul du **goodwill** ou d'un **badwill** dans le cas d'un manque à gagner.

Le **goodwill** peut être défini comme la valeur des éléments incorporels de l'entreprise pris en compte pour apprécier sa capacité bénéficiaire : part de marché, notoriété, performance de gestion, etc. Ces éléments incorporels peuvent apparaître ou pas au bilan.

Trois grandes méthodes de calcul doivent être distinguées :

- Les méthodes indirectes, dites méthodes des patriciens ou méthode allemande.
- Les méthodes directes avec deux approches différentes, celle des experts comptables européens et celle des Anglo-Saxons.

Pour chacune d'elles, on déterminera soit la valeur globale de l'entreprise (méthode brute), soit des fonds propres (méthode nette).

- La méthode de l'Economic Value Added (EVA). Elle est définie comme la différence entre le revenu net d'impôt tiré de l'exploitation et la rémunération de l'actif économique au coût du capital.

**a) La méthode indirecte :**

Cette méthode tire son nom du fait que l'on calcule le « goodwill » de façon indirecte.

**+ La méthode indirecte nette :**

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse**

---

La valeur des fonds propres « FP » est supposée égale à la moyenne entre la valeur de rentabilité (VR) et l'actif net comptable corrigé (ANCC) sans les éléments incorporels (qu'on notera ANCC).

La formule du calcul de la valeur des fonds propres peut alors s'écrire :

$$\mathbf{Fp = (VR + ANCC) / 2}$$

La valeur de rentabilité est calculée à partir du ratio :

$$\mathbf{VR = B/kc}$$

Où :

**B** : le bénéfice de la période.

**Kc** : représente la rémunération attendue par l'actionnaire.

Le goodwill (ou le badwill) est évalué indirectement par différence entre la valeur des fonds propres et l'actif net comptable corrigé (sans incorporel).

$$\mathbf{GW = Fp - ANCC}$$

Cette méthode apparaît très arbitraire du fait de l'emploi d'une moyenne entre deux valeurs des fonds propres.

**b) La méthode directe :**

Deux approches sont possibles pour estimer directement le goodwill, la méthode des experts comptables européens et celle dite des Anglo-Saxons.

**+ La méthode des experts-comptables européens :**

Elle est calculée à partir de la formule

$$\mathbf{FP = VS + (Rt - iVS) / (1 + i)^t}$$

Où, pour la partie patrimoniale :

VS (ANCC) : Actif Net Comptable Corrigé ;

Et pour la partie dynamique :

**Rt** : est le résultat prévisionnel à la période t ;

**N** : l'horizon prévisible de la rente ou du manque à gagner ;

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

***IVS*** : la rentabilité que l'on pourrait tirer si l'on plaçait l'actif net au taux sans risque ;

***i*** : le taux de rémunération attendue par l'investisseur.

Le goodwill est ainsi déterminé par actualisation d'un super profit (ou perte, en cas de badwill) qui est égal à la différence entre le résultat courant prévisionnel après impôt et la rémunération, au taux sans risque du marché  $i$ , de l'actif corrigé.

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

**3EME PARTIE : ETUDE SUR LE TERRAIN**

**I. Présentation de l'entreprise UPLINE Group :**

Créée en 1992, **UPLINE Group** a longtemps développé ses activités autour des métiers de l'intermédiation boursière, l'ingénierie financière, l'analyse et recherche, la gestion d'actifs, le capital investissement, l'assurance et la promotion et la gestion immobilière.



Les principaux actionnaires dans UPLINE Group sont : La Banque Centrale Populaire à hauteur de 50.1% du capital et la Maghreb Investments Limited à hauteur de 25% du capital.

UPLINE Group dispose une multiple filière spécialisée dans différents domaines, parmi lesquelles on cite :

- ✚ La filiale UPLINE Securities spécialisée dans l'intermédiation boursière et le conseil financier qui détient 6.25% du capital de la bourse.
- ✚ La filiale UPLINE Capital Management spécialisée dans la gestion des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM).
- ✚ La filiale UPLINE Corporate Finance spécialisée dans le conseil et l'ingénierie financière.

Projet de fin d'étude :  
**La pratique de l'Ingénierie financière dans le cadre d'une  
introduction en bourse**

---

- ✚ La filiale UPLINE Investment spécialisée dans la gestion des fonds.
- ✚ La filiale UPLINE Assurance spécialisée dans le conseil et le courtage en assurance.

## **II. Description de l'étude effectuée:**

Notre projet de fin d'étude porte sur la pratique de l'ingénierie financière dans le cadre d'une introduction en bourse, ainsi pour enrichir et concrétiser notre travail, nous avons contacté la société UPLINE Corporate Finance, filiale de UPLINE Group, dont l'activité principale est l'ingénierie financière.

Après plusieurs essais de contacter le corps administratif de UPLINE Corporate Finance, on a pu obtenir un rendez-vous avec M. AIT ALLA Soufiane qui nous a facilité l'accès à l'information concrète concernant les marchés financiers marocains et qui nous a expliqué la réalité des opérations effectuées par les sociétés au préalable d'une introduction en bourse du côté juridique qu'économique ainsi que les étapes d'une introduction en bourse.

### **1ere étape : Définition de l'opération :**

La définition de l'opération constitue l'étape introductive à une introduction en bourse, en effet il s'agit de :

- Déterminer la nature de l'opération : émission ou cession des titres de capital.
- Déterminer l'émetteur qui désigne toute personne morale faisant appel public à l'épargne.
- Déterminer l'initiateur qui désigne toute personne physique ou morale qui initie une opération d'appel public à l'épargne. Dans le cas d'une émission des titres, l'initiateur est l'émetteur desdits titres. Dans le cas d'une cession de titres il s'agira du vendeur desdits titres.
- Déterminer les titres de capital : actions ou autres titres ou droit donnant accès au capital ou aux droits de vote transmissible par inscription en compte ou tradition.

### **2eme étape : l'obligation d'information :**

Toute personne morale qui envisage de faire appel public à l'épargne ; soit à l'occasion de l'émission ou de la cession de titres de capital, soit au

moment de l'introduction de ses titres de capital à la Bourse des Valeurs ou sur tout autre marché réglementé, au Maroc ou à l'étranger ; est tenue d'établir, au préalable, en faisant recours à un conseiller financier spécialisé un document d'information destiné au public et dénommé "**note d'information**". Ladite note est soumise au visa du CDVM.<sup>13</sup>

### **3eme étape : l'élaboration de la note d'information :**

La note d'information doit porter, notamment, sur l'organisation de l'émetteur, sa situation financière et l'évolution de son activité, ainsi que sur les caractéristiques et l'objet de l'opération envisagée. Elle doit notamment permettre d'apprécier les perspectives d'évolution de l'émetteur. Elle est établie conformément au modèle-type « standard » ou conformément au modèle-type « simplifié ».

La note d'information doit comporter toutes les informations relatives à la société émettrice, notamment le corps administratifs, la présentation du secteur et de l'activité de l'entreprise, les analyses et les retraitements des états de synthèse de la société, les perspectives, les stratégies et les prévisions de l'entreprise ainsi les facteurs du risque opposant à la société ou le secteur d'activité.

Ces travaux peuvent durer une période de 2 à 6 mois.

### **4eme étape : traitement du dossier :**

Le CDVM indique à l'émetteur, l'initiateur ou l'organisme conseil les énonciations à modifier et les renseignements complémentaires à insérer dans la note d'information afin de la rendre conforme à la réglementation en vigueur. Il peut demander toute explication ou justification, notamment au sujet de la situation, de l'activité et des résultats de l'émetteur ou de son groupe. Ainsi qu'il peut effectuer des visites auprès de l'émetteur et organiser des rencontres avec les dirigeants et les responsables de l'émetteur, le cas échéant avec son organisme conseil, les commissaires aux comptes ou tout autre conseiller de l'émetteur. Le secret professionnel ne peut être opposé au CDVM.

---

<sup>13</sup> [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma)

Lorsque la note d'information est conforme à la réglementation en vigueur, le CDVM appose son visa sur ladite note et en adresse un original à l'émetteur, l'initiateur ou l'organisme conseil. En cas de non-conformité de la note à la réglementation, le CDVM motive sa décision et avise par écrit l'émetteur, l'initiateur ou l'organisme conseil dans un délai n'excédant pas 2 mois.

### **5ème étape : publication de l'opération :**

Après obtention du visa du CDVM, un extrait de la note d'information est publié dans un journal d'annonces légales. La publication a lieu au moins trois (3) jours ouvrés avant le début de la période de souscription ou d'acquisition des titres objet de l'opération.

La société UPLINE Corporate Finance a mis sous notre disposition des fiches types des méthodes de calcul effectués dans le cadre de ses travaux d'évaluation, qui ont fait le sujet de notre application. Ces fiches qui font l'objet des [annexes1, 2 et 3](#).

# Conclusion :

*“Il nous faut peu de mots pour exprimer l’essentiel,  
Il nous faut tous les mots pour le rendre réel”  
P. ELUARD*

La pratique de l’ingénierie financière reste une discipline très demandée par des entreprises de grandes tailles, car elle nécessite la transparence, la crédibilité, la pertinence et l’exactitude de l’information afin d’aboutir à une valeur réelle de l’entreprise.

L’ingénierie financière repose sur des travaux de diagnostic qui ont une finalité de représenter les informations comptables sous une vision financière reposante sur la réalité concrète de l’information à fin de faciliter l’évaluation de l’entreprise qui reste une approche subjective dépendante de l’angle de vision de l’évaluateur et de sa perspective ainsi que l’objet poursuivi par l’entreprise.

Il ressort de notre étude que l’évaluation est un enjeu fondamental dans la vie de l’entreprise où elle intervient activement dans tous les événements importants tel que la cession, l’acquisition ou la modification du périmètre du contrôle de l’entreprise.

Cependant, cette offre de service n’a pas encore atteint son âge adulte au Maroc. À l’origine de ce constat, le fait que le marché marocain n’a pas connu un nombre considérable de regroupements, d’appel public à l’épargne et de privatisations qui aurait pu favoriser l’émergence d’un véritable marché d’ingénierie financière.



# Annexes :

Annexe 1 : Fiche de calcul du Business

Plan

Annexe 2 : Fiche de calcul de coût du capital.

Annexe 3 : Fiche de calcul de la méthode DF

# **BIBLIOGRAPHIE :**

- **Réglementation de la bourse.**
- **C.Cadiou, « INGENIERIE D’AFFILIATION : Tête de groupe et création de valeur.**
- **P.Gensse, P. Topascalian, « INGENIERIE FINANCIERE », Economica**
- **Finnerty 1998.**
- **J.Lebraty et R.Teller, « ingénierie du diagnostic global d’entreprise », Edition Liaisons, 1994.**
- **Mourad Hassan « Evaluation des entreprise ».**



# WEBOGRAPHIE :

- [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- [fr.Wikipedia.org](http://fr.Wikipedia.org)
- [www.Banque-France.fr](http://www.Banque-France.fr)
- [www.manager-go.com](http://www.manager-go.com)
- [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma)

# Glossaire

- **AC** : Actif circulant
- **AI** : Actif immobilisé
- **ANCC** : Actif net comptable corrigé
- **APSB** : association professionnelle des sociétés de bourse.
- **BFR** : Besoin en fonds de roulement
- **BFRE** : Besoin en fonds de roulement d'exploitation
- **BVC** : bourse des valeurs de Casablanca.
- **CAF** : Capacité d'autofinancement
- **CDVM** : conseil déontologique des valeurs mobilières.
- **CE**: Capitaux engagés
- **CMPC**: Coût moyen pondéré du capital
- **DCF** : Discounted Cash Flow
- **DLT** : Dette à long terme.
- **EBE**: Excédent brut d'exploitation
- **EBIT** : earnings before interest and taxes
- **EBITDA** : Earning before interest tax depreciation and amortization
- **EVA**: Economic value-added.
- **FCFE**: Free cash flow to equity
- **FCFF** : Free cash flow to the firm
- **FP** : Fonds propres

- **FRF** : Fonds de roulement fonctionnel
- **GW** : Goodwill.
- **IF** : Ingénierie Financière.
- **M&A** : Mergers and Acquisitions
- **MEDAF**: Modèle d'équilibre des actifs financiers
- **OPA** : offre public d'achat
- **OPCVM** : Organisme de placement public des valeurs mobilières
- **OPE** : offre public d'échange
- **OPR** : offre public de rachat
- **OPV** : offre public de vente
- **PC** : Passif circulant
- **PER**: Price earning ratio
- **RE** : Rentabilité économique
- **Re**: Revenue
- **ROE**: Return of Equity (rentabilité financière).
- **SA** : Société anonyme
- **SIG** : Solde intermédiaire de gestion
- **VE** : Valeur d'entreprise.

# Annexe 1

<b>Business Plan de la Société XXX</b>				
<b>Paramètres</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Croissance du CA	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%
Taux de BFR (%CA)	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Taux d'immobilisation (%CA)	70,0%	70,0%	65,0%	65,0%
Taux d'intérêt	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Taux de distribution	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Taux d'impôt	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Taux d'amortissement	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Taux marge brute exploitation	17,0%	18,0%	18,0%	19,0%
Ventes n-1	15 000			
Immo nettes n-1	10 000			
Capitaux propres n-1	7 600			
Dettes financières n-1	2 000			
<b>Compte de Résultat</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Ventes	15 750	16 380	16 871	17 378
EBE	2 678	2 948	3 037	3 302
- DAP	- 1 577	- 1 687	- 1 682	- 1 670
- Charges d'intérêt	- 184	- 255	- 234	- 199
= Résultat courant	916	1 006	1 120	1 433
- Impôt	- 275	- 302	- 336	- 430
= Résultat net	641	704	784	1 003
<b>Affectation du Résultat</b>				
Dividendes	257	282	314	401
Mises en réserve	385	423	470	602
<b>Bilan</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<i>Capitaux investis :</i>	12 128	12 776	12 316	12 686
Capitaux propres	7 985	8 407	8 878	9 480
Dettes financières	4 143	4 369	3 438	3 206
<i>Capitaux employés :</i>	12 128	12 776	12 316	12 686
Immobilisations nettes	11 025	11 466	10 966	11 295
BFR	1 103	1 310	1 350	1 390
<b>Tableau de flux</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
résultat net	641	704	784	1 003
+ Intérêts après impôt	129	179	164	140
+ DAP	1 577	1 687	1 682	1 670
- Variation du BFR	- 53	- 50	- 39	- 40
- Investissements	- 2 602	- 2 128	- 1 183	- 1 999
= Flux Trésorerie Disponibles	- 307	392	1 408	773
<b>Rentabilités</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Rentabilité économique	6,35%	6,91%	7,70%	9,01%
Rentabilité capitaux propres	8,03%	8,38%	8,83%	10,58%



