

Le Capital Investissement : Un nouveau mode de financement

Cas : Financiere algero-Europeenne de participation, finalp.

Élaboré par:

Dr. TARI Mohamed Larbi*.

Dr. REDDA Khadidja**.

Résumé :

Le Capital Investissement demeure une ressource financière et économique essentielle aux entreprises, aux côtés des emprunts bancaires ou des financements privés ou islamiques. Le Capital Investissement soutient les entreprises dans différents domaines. Il apporte le financement et les capitaux nécessaires à leur développement, il accompagne leur management lors des décisions stratégiques, et il leur permet aussi d'améliorer leurs potentiels de création de valeur au profit de leurs clients, de leurs actionnaires et de tous leurs collaborateurs, dirigeants et salariés.

Mots clés:

Capital Investissement, ressource financière, entreprise, développement.

Abstract:

The Capital-investment remains an essential financial and economic resource for enterprises, beside the bank loans, private or Islamic financings. The Capital-investment supports enterprises in various fields. It provides financing and capitals necessary for their development, it accompanies their management during strategic decisions, and it also allows them to improve their potential for creating value for the benefit of their customers, shareholders and all their employees, managers and employees.

Key words:

Capital-investment, financial resource, enterprise, development.

ملخص:

يعد رأس المال المستثمر من أهم الموارد المالية و الإقتصادية للمؤسسات، جنباً إلى جنب مع القروض البنكية، التمويل الخاص وكذا الإسلامي. و يجدر الذكر أن رأس المال المستثمر على دعم المؤسسات في جميع المجالات، فهو يوفر لها التمويل اللازم لتطورها، كما أنه يساعد إدارة الأعمال في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، هذا إضافة إلى أنه يسمح لها بخلق الثروة لحساب متعاملليها من زبائن، مساهمين، مسيرين وعمال.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المستثمر، موارد مالية، مؤسسة، تطور.

* maitre de conférences « A » à l'Ecole Supérieure de Commerce.

** doctorante à l'Ecole supérieure de Commerce.

INTRODUCTION :

L'Algérie est dans une étape très importante de son développement économique ou elle n'a pas le droit à l'erreur, du fait de sa dépendance à la rente pétrolière et à l'import qui devient pesant sur la balance commerciale. Pour cela, l'Algérie se doit de résoudre son problème par l'adoption de politiques de financement et de développement des entreprises productives, Les PME jouent un des rôles les plus prépondérants pour cela.

On dénombre plusieurs dispositifs d'aide à la création des PME, tels que l'ANSEJ (Agence Nationale pour le Soutien de l'Emploi des Jeunes), l'ANDI (Agence Nationale de Développement d'Investissement) et aussi le Capital-Investissement. Ce dernier est utilisé pour le financement de création et du développement des PME, et c'est ce qui nous a poussé à essayer de le définir et à apporter plus de lumière sur sa pratique en Algérie qui reste méconnu.

Eu égard aux statistiques le concernant, il était inéluctable que le Capital-Investissement ait un potentiel immense, il est devenu un acteur majeur dans l'économie financière mondiale vu les chiffres qui ne cessent de progresser, il se présente comme une alternative sérieuse aux marchés financiers et aux banques. Ce constat interpelle la problématique principale suivante : ***dans le contexte environnemental Algérien est-ce que la pratique de ce mode de financement aura l'impact escompté ?***

Pour pouvoir apporter des éléments de réponses à notre problématique, nous jugeons utile de la subdiviser en deux questions secondaires :

- Peut-on considérer le Capital Investissement comme une alternative financière pour la promotion des PME ?
- Y a-t-il une pratique réelle du Capital Investissement en Algérie ? Comment peut-on la qualifier ?

Pour répondre à ces questions, nous émettrons les hypothèses suivantes :

- Oui, le CI pourra être un mode de financement alternatif du fait des différents avantages qu'il présente ;
- Malgré les avantages du CI, il reste toujours méconnu en Algérie.

Notre article a pour objectif de présenter et mettre plus de lumière sur le Capital-Investissement, ainsi que ses démarches techniques et son rôle actif, qui le distingue des autres modes de financement.

Pour traiter ces éléments, nous allons adopter une **méthodologie descriptive analytique**. La descriptive sera pour présenter les aspects théoriques du CI, et

l'analytique concernera l'étude empirique relative à la présentation d'une entreprise qui a fait l'objet de traitement au niveau de la FINALEP.

Pour une meilleure faisabilité, nous devons scinder le présent travail en deux parties :

- La première aura pour vocation de présenter l'aspect théorique du Capital-Investissement, autrement dit elle sera consacrée à la présentation du concept du Capital-Investissement ainsi que ses caractéristiques, ses aspects techniques et sa démarche de prise de décision.
- La deuxième partie, quant à elle, sera entièrement dédiée à l'application du Capital-Investissement en Algérie, il s'agira à un premier temps de la présentation de l'organisme d'accueil en l'occurrence la « **FIN**ancière **AL**géro**EU**ropéenne de **P**articipation», et dans un second temps, on s'intéressera à la pratique du Capital-Investissement au sein de la FINALEP ou nous allons traiter un segment du capital investissement qui est le Capital-Développement.

La première partie : LES ASPECTS THEORIQUES DU CI :

1. Définition du Capital-Investissement (C-I) :

Pour (Cyril Demaria¹, 2010), un financement par Capital-Investissement peut être défini comme: « Des investissements négociés en fonds propres ou quasi-fonds propres, à durée maximale définie, impliquant des risques spécifiques, espérant une rentabilité élevée et réalisée pour le compte d'investisseurs qualifiés ».

1.1. Un investissement négocié en fonds propres ou quasi-fond propre : les fonds propres représentent la somme des capitaux apportés à la société par ses actionnaires, et les bénéfices non distribués laissés à sa disposition (réserves). L'investissement en fonds propres peut consister en l'augmentation (capital-risque, capital développement), le remplacement (capital-remplacement et capital-transmission), voire la reconstitution (redressement) des capitaux propres de l'entreprise.

1.2. A durée maximale définie : indépendamment du type d'instrument utilisé (actions cotées, actions non cotées, mezzanine ...), une prise de participation est généralement effectuée pour une durée de cinq à sept ans. Ceci signifie donc, qu'en investissant dans une entreprise, l'investisseur en capital doit prévoir quand et comment il liquidera cet investissement.

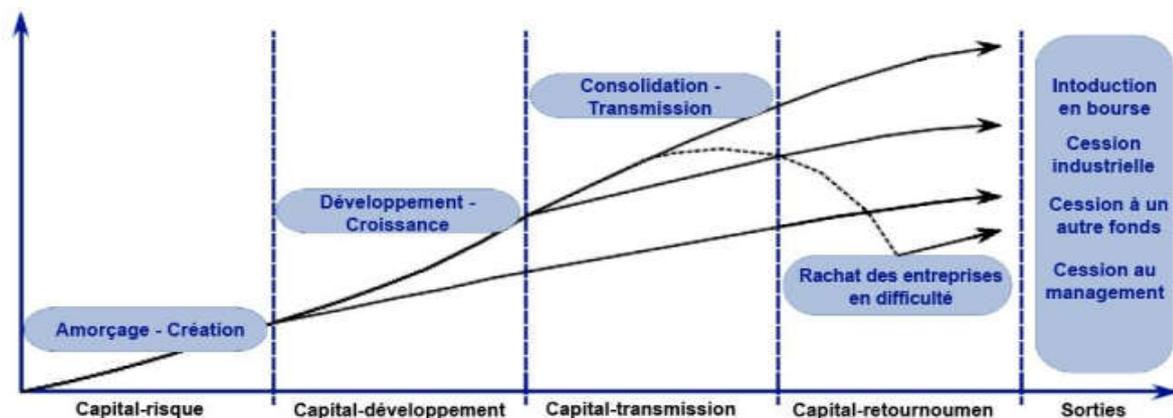
1.3. Impliquant des risques spécifiques : ces investissements présentent des risques spécifiques, car il s'agit d'entreprise dans des situations particulières, en création ou en restructuration. Ils sont par ailleurs soumis à des cycles propres au secteur du *private equity*.

1.4. Espérant une rentabilité élevée : en contrepartie des risques encourus, les investisseurs espèrent retirer un rendement de leur investissement supérieur à celui des valeurs cotées comparable, (cet investissement offre ainsi théoriquement une prime sur le rendement des titres cotés).

1.5. Réalisé pour le compte d’investisseurs qualifiés : compte tenu de la durée de vie d’un fonds (généralement 10 ans), des risques qu’impliquent le placement de ce type d’investissement, et pour appliquer une saine gestion, la majeure partie des Fonds communs de placements à risque (FCPR) ou leurs équivalents anglo-saxons (*Limited partnerships* ou LP), sont souscrits par des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire, des caisses de retraite (*pension fund*), des assurances, ou des banques ...

NB : il y’a plusieurs appellation du Capital Investissement, selon le cas, la situation et les besoins de l’entreprise et c’est ce qui explique brièvement la figure suivante :

Figure N°01 : Capital Investissement approprié pour chaque stade de vie de l’entreprise :



Source : élaborée par l’Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC), 2006.

2. Comparaison entre le financement par capital investissement, financement islamique et financement bancaire : La comparaison entre ces trois types de financement sera résumée dans le tableau ci-dessous :

Tableau n°01 : Tableau comparatif des trois modes de financement précités :

	Capital Investissement	Financement Islamique	Financement bancaire
Nature du financement	Fonds propres et quasi-fonds propres	Fonds propres et quasi-fonds propres.	Prêt (Fonds empruntés auprès de la clientèle, du marché monétaire ou de la banque centrale)
Décision du financement	Qualité des dirigeants, couple produit/marché et perspectives de plus value.	Qualité des entrepreneurs et perspectives de plus-value et surtout la conformité aux normes de la Charia	Capacité de remboursement : cash flows et autres garanties tangibles
Durée de l’investissement ou de prêt	Non définie, mais limitée à quelques années (à moyen et long terme)	Non définie.	Définie contractuellement (à court et moyen terme)
Liquidité des titres	Très faible	Moyen	Faible

Intervention dans la gestion	Active : le capital investisseur est soucieux de rentabiliser l'affaire. Il participe à son administration et assure un contrôle périodique.	Active : le capital investisseur est soucieux de rentabiliser l'affaire. Il participe à son administration et assure un contrôle périodique.	Passive : le banquier ne se préoccupe que du remboursement des échéances aux dates convenues.
Compétence	Multiples	Multiples	Financières
Taille de l'entreprise	Seules les PME-PMI ont besoin de son concours, les grandes entreprises sont exclues de son Champ d'intervention.	Des individus ou des projets à petite échelle.	Préfère plutôt financer les grandes entreprises plus bancables et disposant des garanties requises.
Age de l'entreprise	Tous les stades de développement de l'entreprise.	Tous les stades de développement de l'entreprise.	Préfère financer le développement, n'aime pas financer les créations.
Motif de l'engagement	Rentabilité à moyen terme et long terme par des plus-values de cession.	Rentabilité à moyen terme et long terme par des plus-values de cession.	Remboursement à l'échéance du crédit.
Rémunération	Non contractuelle (plus-value) Et contractuelle (commission).	Non contractuelle (plus-value) Et contractuelle (commission).	Contractuelle (intérêt)

Source : tableau élaboré par les chercheurs.

3. Les intervenants dans le capital-investissement : L'industrie du C-I se structure autour de trois acteurs principaux et d'un ensemble d'acteurs mineurs, à savoir :

3.1. Les investisseurs : Les principaux investisseurs en C-I sont les filiales des banques commerciales, suivies par les fonds de pension, compagnies d'assurance, des fonds publics, des familles et des particuliers aisés. On assiste depuis peu à l'émergence d'une nouvelle catégorie d'investisseur : les institutions financières de développement.

3.2. Les gestionnaires : La plupart de ces gestionnaires sont issus du monde de l'entrepreneuriat et gèrent les investissements, de l'industrie, des banques d'affaires ou du conseil. Ils sont le plus souvent affiliés à une société de gestion spécialisée indépendante qui peut être réunie à des institutions financières (compagnies d'assurance, holding de banques, banques d'affaires). Il est nécessaire pour un fonds de C-I d'appuyer sa réputation, pour lever de nouveaux fonds. Les gestionnaires se rémunèrent sur la base de frais de gestion prélevés sur les montants investis et sur une part des profits dégagés par leur investissement.

3.3. Les entreprises candidates : Les entreprises ciblées par des fonds de Capital-Risque sont généralement des entreprises jeunes, souvent des entreprises innovantes développant des activités susceptibles de connaître une forte croissance dans le futur. Elles peuvent également être des entreprises en

création, encore au stade de Recherche & Développement et des premières tentatives de commercialisation, ou des entreprises plus mûres à la recherche d'opportunités de croissance.

3.4. Agents et consultants : À mesure de la croissance du Capital-Investissement, tout un secteur d'activité s'est mis en place, spécialisé dans l'intermédiation et la production d'information. Ces agents sont spécialisés dans les levées de fonds, l'intermédiation entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion, l'évaluation et la sélection des fonds.

4. DEMARCHE STRATEGIQUE DU CAPITAL INVESTISSEMENT :

4.1. BUSINESS PLAN ET ETUDE :

Le business plan est le document de référence qui permet à l'investisseur d'avoir une idée juste du projet, et c'est à partir de ce document que l'investisseur décidera éventuellement de son financement, ou bien son rejet. *Le Business Plan* revêt une telle importance que les Américains le considèrent comme « *the door opener*² » (G. Mougnot, 2002), et sans *Business Plan* il n'y a pas de C-I.

4.1.1. Définition : il existe peut-être autant de définitions du *business plan* qu'il existe d'entrepreneurs. La plupart du temps on réduit ça à un exercice ennuyeux, formel, chiffré... et pourtant le *business plan* est dans la plupart des cas l'un des meilleurs amis de l'entrepreneur.

En effet, le plan d'affaires (son petit nom en langue française), c'est avant tout un outil permettant au créateur de rassembler en un seul et même endroit l'état de sa réflexion, sur tous les axes qui constituent le projet. Il comprend deux parties :

- a- Une qui est qualitative, reprend les choix et les stratégies de l'entreprise ;
- b- l'autre, quantitative, contient les tableaux chiffrés résultant de ces choix (Comptes d'exploitation prévisionnels, bilans prévisionnels, tableaux de financement et de trésorerie).

4.1.2. Les différents rôles du business plan³ : le *Business Plan* est un document de 20 à 50 pages, conçu pour deux usages :

A- Usage interne : l'utilité du *business plan* se fera sentir dans le côté managérial :

- Aligner les objectifs de l'équipe à long terme ;
- Prévoir et anticiper les grandes étapes du développement de l'entreprise ;
- Se forcer à se plonger dans les chiffres ;
- Assurer la viabilité de votre entreprise ;
- Tester votre idée.

B- Usage externe : le côté externe se manifestera dans le cas de besoin partenarial qui soit financier, commercial ou industriel :

- Convaincre les banquiers, investisseurs, collectivités territoriales ;

- Recruter des associés ou des collaborateurs de “haut niveau” ;
 - Trouver des clients.

4.1.3. Les éléments du Business Plan : chaque *business plan* doit être adapté à la nature du projet et à ses destinataires, il comporte différentes parties :

A- L'exécutive summary : il détermine une première sélection, il présente en une page les porteurs du projet, les objectifs stratégiques, les ressources disponibles et recherchées. Sa lecture débouchera soit sur le rejet, faute de clarté, d'originalité, ou de rentabilité suffisante soit l'approfondissement du reste du projet. Dès lors le *business plan* sera présenté à un expert.

B- Le business model ⁴ : il permet de comprendre rapidement quelles sont les ressources permettant la fabrication du service/produit, comment se passe la création de valeur, l'organisation d'accès aux clients et quels sont les flux financiers en jeu.

C- L'analyse stratégique : elle sera constituée de trois étapes :

- a- La définition de la mission de l'entreprise
- b- L'analyse et le diagnostic de l'environnement⁵ (Mathieu Brémont, 2009)
- c- La stratégie marketing

D- Les moyens d'exploitation : son but est de prouver la faisabilité de l'opération et d'expliquer comment l'entreprise espère réaliser ses prévisions de vente, en utilisant des outils divers : le plan d'action marketing, l'approvisionnement, la production, les ressources humaines, la structure juridique.

E- L'analyse financière : basée sur les divers états financiers passés ou prévisionnels, elle a pour objectif la compréhension et la prévision des futurs états financiers de l'entreprise.

F- La conclusion : vous devez relire votre plan selon l'optique de votre lecteur potentiel et faire un rappelle aux six pages clés dans votre business plan.

G- Les annexes : pour apporter plus de clarté, il est préférable de constituer les documents originaux et probants. Par exemple : Les CV des porteurs du projet, l'étude de marché, les justificatifs de prévision de ventes... etc.

4.1.4. Étude du business plan : la réception du *business plan* par le Capital-Investisseur est accompagnée par un accord de confidentialité. Dès lors commence l'étape de l'étude.

Cette étude consiste à étudier l'aspect technico-économique et financière du projet, et juger les aptitudes des hommes qui vont le gérer.

a- L'étude technico-économique : elle consistera à :

- 1- Faire un constat de l'environnement économique externe en l'occurrence les concurrents et leurs stratégies ;

- 2- Faire un constat interne ; celui des points forts et des points faibles ;
- 3- S'assurer de la complémentarité entre le projet et son environnement.

b- L'étude financière : l'investisseur financier doit analyser et mesurer la santé financière de l'entreprise, et cela avec l'étude des différents documents comptables.

Il doit mettre en avant trois points qui sont :

- 1- L'étude des marges ;
- 2- La structure financière ;
- 3- Le financement du bas de bilan.

c- Le jugement sur les hommes : c'est le diagnostic le plus délicat pour les Capital-Investisseur vu que c'est un diagnostic révélateur, sachant que la majorité des projets ayant échoués lors de financement par Capital-Investissement ont pour origine l'incapacité des entrepreneurs à les mener à bien et à motiver leurs équipes. La difficulté qui va se faire ressentir est comment bien cerner la personnalité des hommes ou femmes porteurs du projet et savoir ses intentions futures envers le projet et les investisseurs.

d- La phase d'audit et d'expertise (*due diligence*) : le terme anglo-saxon « due diligence » signifie que le Capital-Investisseur procédera aux vérifications des informations contenues dans le *business plan*, outre les autres investigations sur l'équipe dirigeante et le secteur.

Cette phase intervient juste avant la signature du contrat d'investissement entre le Capital-Investisseur et l'entrepreneur, c'est un travail de détective minutieux qui a pour objet de minimiser au maximum les risques liés à l'investissement.

NB : seuls les auditeurs externes qui sont habilités à faire ce type d'audit. Ainsi ils seront chargés de faire : un **audit comptable et financier** afin de s'assurer de la bonne santé financière de l'entreprise, un **audit juridique**, un **audit fiscal**⁶ (Jean-Marc Tariant, 2000) et un **audit social**.

4.2. VALORISATION DES ENTREPRISES :

Valoriser une entreprise consiste à calculer sa valeur financière en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société. L'évaluation doit aboutir à deux constats essentiels :

- La participation en pourcentage du capital investisseur lui assurant une position minoritaire.
- La possibilité de réaliser des plus-values à la sortie.

Les principales méthodes utilisées pour valoriser une entreprise sont les méthodes suivantes : la méthode des comparables (les multiples : CA, EBIT, PER...), patrimoniales et la méthode des multiples. Elles vont toutes se baser sur les données fournies par le *Business Plan* révisé⁷.

4.2.1. La méthode des comparables (la méthode des multiples) : via cette méthode, la société cible sera valorisée par référence à une ou à un panel d'entreprises comparables dont la valeur est connue. Son principe est simple : Une entreprise a une valeur car elle dégage un bénéfice, du chiffre d'affaires et de la trésorerie. On part donc du postulat qu'une entreprise vaut un multiple d'un inducteur de valeur dégagé par celle-ci. Ce multiple est celui d'une société comparable à la cible ou déterminé à partir d'un benchmark⁸ de sociétés choisies.

Le multiple se calcule comme suit :

Multiple = Valeur de l'entreprise VE ou Valeur des fonds propres (V) ÷ Inducteur de valeur

La mise en œuvre de la méthode des multiples passe par quatre étapes :

A- Constitution de l'échantillon des comparables : cette étape est primordiale car la pertinence du benchmark conditionne directement celle de l'évaluation. Plusieurs critères sont utilisés pour optimiser le choix de l'échantillon : le métier, le profil de rentabilité, l'âge de la firme, la taille de la firme, le problème de développement...

Tous ces critères conditionnent le risque et le rendement d'un investissement et ont donc un impacte direct sur les niveaux de valorisation.

Voici les agrégats les plus prisés par les analystes financiers et le multiple associé :

Tableau N° 2 : Principaux agrégats utilisés dans la méthode des comparables :

Inducteur de valeur	Multiple
Le chiffre d'affaire CA	VE / CA
L'excédent brut d'exploitation EBITDA	VE / EBITDA
Le résultat d'exploitation EBIT	VE / EBIT
Les flux de trésorerie disponibles FTD	VE / FTD
Le résultat net	Capitalisation boursière / résultat net (PER : Price Earnings Ratio)

Source : THAUVRON.A, Evaluation d'entreprises, ECONOMICA Paris, 2007, p182

VE étant la valeur de marché de l'entreprise (Capitalisation boursière + Endettement net en valeur de marché). Les multiples du CA de l'EBITDA de l'EBIT et des FTD sont dits opérationnels, alors que le PER est un multiple boursier.

B- Les ajustements : après avoir calculé les différents multiples, les praticiens du domaine suggèrent souvent quelques ajustements :

- **La décote de liquidité :** Les titres de sociétés non cotées étant beaucoup moins liquides que ceux cotées, une décote de liquidité s'impose car la prime implicite de liquidité est incluse dans les multiples des sociétés cotées. Le niveau moyen traditionnellement retenu est de l'ordre de 20% à 30%.

- **La décote de taille** : Les sociétés ouvertes au public sont généralement plus grandes que celles qui sont entre des mains privées. Ainsi des décotes sont généralement appliquées (15% à 30%) pour des sociétés de petite taille.
- **La décote de contrôle** : Il ne faut pas oublier que le panel de référence transactionnel incorpore les primes de contrôle notamment dans le cas d'OPA ou de M&A. Cette prime atteint en moyen 20%.
- **L'analyse de régression** : Cette méthode consiste à faire une représentation graphique par la méthode **Moindres Carrés Ordinaires** puis mettre en évidence une relation linéaire ($y = ax + b$) entre un multiple de valorisation (variable endogène) et Corriger le multiple sectoriel moyen obtenu sur la base de l'échantillon.

4.2.2. La méthode patrimoniale⁹ (Pascale Barneto, 2009) : cette méthode a un caractère assez statique du fait qu'elle ne se base pas sur la rentabilité future de l'entreprise, aussi, cette méthode considère l'entreprise comme une juxtaposition des actifs et des dettes. De ce fait l'utilisation du bilan est essentielle. Cette méthode englobe d'autres méthodes telle que :

4.2.2.1. La situation nette réévaluée : Cette méthode consiste à ne retenir que les valeurs réelles de l'actif et du passif en éliminant les non valeurs et en retraitant les postes en tenant compte de leur valeur du marché (pour les stocks notamment). On calculera donc l'*Actif Net Corrigé* (ou réévalué) :

Actif Net Corrigé (ANC) = Actif économique en valeur de marché – Dettes en valeur de marché

L'évaluateur ne doit pas omettre d'intégrer les éléments hors bilan tel que le crédit-bail et les actifs immatériels qui seront évalués selon la méthode du *Goodwill*.

4.2.2.2. The goodwill (Survaleur) : Au-delà des valeurs de marché des actifs et passifs tangibles du bilan, il peut exister une valeur supplémentaire, par nature incorporelle, appelée « *Goodwill* ». Elle représentera l'efficacité de l'entreprise dans l'usage de ces actifs. Le *goodwill* peut s'écrire donc :

Le goodwill = Rentabilité effective – Rentabilité normal (en %) x Capitaux mis en œuvre

$$GW = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{RNC_t - ANCR_t \times I}{(1+t)^t}$$

4.2.2.3. Les méthodes intrinsèques : Les modèles d'actualisation des flux de trésoreries sont les plus utilisés par les praticiens du capital – investissement. Ils sont conformes à la théorie financière, et ont l'avantage de tenir compte de la valeur intrinsèque de l'entreprise qui résulte essentiellement de ses performances futures. Cependant, des difficultés subsistent dans la pratique, et sont liées à la qualité des prévisions de cash-flows, au choix du taux d'actualisation, et au choix du taux de croissance à l'infini. Parmi ces méthodes intrinsèques, on distingue :

a- Les modèles de valorisation par actualisation des dividendes : les « *Dividend Discount Models* » sont les plus intuitifs des modèles de valorisation des actions. Ils supposent que la valeur d'une action dépend des flux de dividendes perçus par l'actionnaire et le prix de revente du titre qui est lui-même fonction des dividendes qui seront versés les exercices suivants. La valeur de l'action est donc égale à la valeur actualisée des dividendes futurs, sur un

horizon infini, soit : $V_{\text{action}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+i)^t}$

b- Valorisation par actualisation des flux de trésorerie : la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie ou cash-flows est considérée comme la plus pertinente car elle est la plus cohérente avec la théorie financière et la plus pragmatique dans la pratique.

Il conviendra pour évaluer sa valeur d'actualiser ses flux qu'elle générera de l'année considérée jusqu'à l'infinie : $V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FT_t}{(1+k)^t}$. L'évaluateur calculera

donc une valeur sur la période explicite de prévision à la quelle il ajoutera une valeur terminale : $V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FT_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n}$

C'est le modèle **DCF** (*Discounted Cash-Flows*). Les flux à retenir sont les *Free cash-flows* ou *Free Cash-Flows to the Firm* (**FCFF**) qui mesurent la performance opérationnelle de l'entreprise ou d'une branche d'activité.

$$V_{cp} = V_a - V_d = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FT_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n} - V_d$$

Les *free cash-flows* se calculent comme suit¹⁰ (Pascale Barneto, 2009):

EBITDA + Produits de trésorerie et d'équivalent de trésorerie +/- autres produits et charges opérationnels - impôts - Augmentation du BFR à financer - Acquisitions d'immobilisations corporelles (nettes des cessions) = Flux de trésorerie libre.

c- Le modèle APV (*Adjusted Present Value*) (VAN) : l'APV (ou VAN ajustée) permet de palier à l'hypothèse de stabilité de la structure financière et donc du coût du capital dans le temps. L'APV peut être résumé en trois points :

- Evaluation des DCF par actualisation des FCF au coût des fonds propres, sous hypothèse d'un financement à 100% par fonds propres ;
- la valeur des économies d'impôts provenant des dettes;
- Somme des deux valeurs :

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FT_t}{(1+k_d)^t} + \frac{VT_n}{(1+k_d)^n} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_{t-1} \times k_d \times Tl}{(1+k_d)^t}$$

Avec :

ka : coût des capitaux propres, sous hypothèse d'un financement intégralement par fonds propres. Ce taux est calculé par le MEDAF en utilisant un bêta désendetté.

kd : coût de la dette.

$Dt-1$: dette en début d'année courante.

TI : taux d'impôts sur les bénéfices des sociétés.

d- Taux de rendement interne (TRI) : le TRI (*Internal Rate of Return-IRR*) est une mesure de performance permettant de prendre en compte l'impact du temps sur l'investissement.

La formule du TRI est la suivante :

$$\text{Taux d'actualisation} = (\text{flux année } n / \text{flux année initiale})^{1/n} - 1$$

Il est complémentaire aux méthodes des multiples, pour son utilité à mesurer la performance et surtout l'impact temporelle sur le rendement.

4.3. CRITERES DE DECISION :

A ce stade la relation entre le capital investisseur et l'entrepreneur a franchi un pas considérable, ainsi la probabilité de rejet devient très faible. Les critères de décision pour l'entrepreneur sont basés sur plusieurs axes :

4.3.1. Le management : les Américains sont à cheval sur ce genre de critères, ils affirment qu'il suffirait d'un business plan et d'une fiche de référence pour décider d'un investissement.

4.3.2. Le couple produit/marché : les caractéristiques du produit et son adaptation au marché est l'un des soucis du capital investisseur du fait que sa doit être le fer de lance de l'entreprise. En fin, le capital investisseur prendra le soin de vérifier que le taux de croissance de l'entreprise financée est supérieur à celui du marché dans lequel elle est destinée à évoluer.

4.3.3. La stratégie : la stratégie adoptée par l'entrepreneur doit être adaptée à ses ressources, tant humaines que financières, et étudiée sous ses divers aspects : Aspect industriel et économique : inclus le choix qu'aura l'entrepreneur à faire quant au recours à la sous-traitance.

4.3.4. Les aspects financiers : le capital investisseur aura trois questions auxquelles il devra trouver une réponse :

- quelle serait l'éventuelle rentabilité dégagée par le projet ?
- quel est le niveau de rentabilité optimale pour la société de Capital-Investissement ?
- à quelle hauteur engager la société ?

4.3.5. Les possibilités de sortie : la sortie du capital de la société cible est une étape cruciale lors de financement par C-I, ce pourquoi l'investisseur accorde

une grande importance à la liquidité future de sa participation et doit assurer au maximum sa sortie.

4.4. LE MONTAGE FINANCIER ET JURIDIQUE DU C-I

Après une multitude de réunions entre les Capital-Investisseurs et les entrepreneurs, qui ont pour but de sortir avec une décision en ce qui concerne la prise de participation dans l'entreprise candidate. Pour une entreprise qui a remplie tout les critères d'une décision favorable, il sera logique de passer à la prochaine étape, qui va finaliser les procédures de participation par le montage financier et juridique.

4.4.1. LE MONTAGE FINANCIER :

L'opération de prise de participation est fondée sur un ensemble de contrats entre les deux pôles ayant pour but de protéger la participation détenue par le capital-investisseur, et de contribuer à la mise en place des conditions d'un partenariat efficace. Ce partenariat se complète par le choix d'instruments financiers qui dépend du stade de développement de l'entreprise et des caractéristiques du projet à financer. Chaque niveau de risque dans un projet implique un choix d'instrument précis, ce qui justifie l'une des spécificités du Capital-Investissement qui consiste l'intégration de différents types de titres financiers au sein des contrats de prise de participation. Ces titres donnent soit un accès immédiat ou différé au capital.

4.4.1.1. Les titres qui ouvrent un accès direct au capital : le C-I utilise quatre types de titres pour accéder directement au capital¹¹ (Eric STEPHANY, 2003) :

- a- *Les actions ordinaires (simples) ;*
- b- *Les actions de priorité ou privilégiées ;*
- c- *Les actions à droit de vote double (ADVD) (Pierre BATTINI, 1998);¹²*
- d- *Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote (ADP) ;*
- e- *Les certificats d'investissement(CI).*

4.4.1.2. Les titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital : appelés « titres hybrides », ils donnent à leurs détenteurs un accès différé au capital de l'entreprise par le biais de conversion, de remboursement ou de présentation d'un bon de souscription.

- a- *Les obligations convertibles en actions (OCA¹³) (Jean-Marc TARIANT, 2001) ;*
- b- *Les obligations remboursables en actions (ORA ;)*
- c- *Les bons autonomes de souscription d'action (BSA) ;*
- d- *Les actions à bons de souscription d'actions (ABSA) ;*

e- *Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) ;*

f- *Les stock-options (plan d'options sur actions).*

4.4.1.3. Les autres titres utilisés : il existe d'autres types de titres utilisés dans le cadre d'une prise de participation par le Capital-Investissement.

a- *Les comptes courants d'actionnaires ;*

b- *Les prêts participatifs.*

4.4.2. LE MONTAGE JURIDIQUE

4.4.2.1. Les protocoles : les financiers attachent un grand intérêt à deux protocoles particuliers : la garantie de passif et le pacte d'actionnaires.

a- La garantie de passif : la garantie de passif ne peut intervenir que dans le cas où l'entreprise financée existe déjà et possède un passé comptable. Autrement dit, cette garantie ne peut être invoquée que dans les opérations de Capital-Développement ou de Capital-Transmission. Elle est donnée par les actionnaires majoritaires de la société aux investisseurs financiers pour garantir le passif.

b- Le pacte d'actionnaire : le pacte d'actionnaires est un document juridique qui vise essentiellement, à contrôler la géographie du capital, et à organiser les pouvoirs de l'investisseur minoritaire. D'autres clauses particulières peuvent être réservées pour répondre à d'éventuelles préoccupations. Le pacte d'actionnaires signé entre les actionnaires fondateurs, les dirigeants, et le groupe financier est soumis à l'approbation d'une Assemblée Générale.

Deuxième partie : LA PRATIQUE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN ALGERIE

1- PRESENTATION DE LA STRUCTURE D'ACCUEIL « FINALEP » : FINALEP/Spa

(Financière Algéro-Européenne de Participations/société par actions) est une société mixte Algéro-européenne spécialisée dans le capital-investissement. Elle a été créée en avril 1991 avec un capital de 73.750 MDA dans le sillage des réformes engagées du système bancaire et financier algérien (La loi n° 9010 du 14 avril 1990 sur la monnaie et le crédit), afin de promouvoir ce mode de financement en Algérie. Son capital était réparti entre les partenaires algériens majoritaires de 60% (40% pour la Banque de Développement Local, 20% pour le Crédit Populaire d'Algérie) et les partenaires européens à hauteur de 40% (28,74% détenus par l'Agence Française de Développement et 11,26% par la Banque Européenne d'Investissement). La FINALEP, a pour mission principale la prise de participations dans le capital de PME.

2- CAS PARATIQUE : CAPITAL-DEVELOPPEMENT (SAFAX)¹⁴

Après avoir traité l'aspect théorique du C-I dans la partie précédente, nous exposons dans cette partie un cas réel de financement par Capital-

Investissement recueilli auprès de la FINALEP. Dans le cadre de cette étude, nous présenterons une analyse financière et non-financière du projet.

3. PRESENTATION GENERALE DU PROJET

3.1. Présentation globale de la société : il s'agit de la société située à Alger « *SAFAX SPA* », dont l'activité a débuté au 26/05/1991. *SAFAX SPA* est une société d'économie mixte algéro-française, qui fut agréée en 1990 par le conseil de la monnaie et du crédit, les premiers statuts ont été établis le 18/05/1991 pour un capital social d'Un Million DA (1.000.000 DA), dont l'objet social est : « Entreprise industrielle spécialisée dans la fabrication d'ensembles électroniques ». Depuis 1991, sa production est orientée vers la fabrication d'ensembles électroniques utilisés dans le domaine de la conversion d'énergie. Ces produits peuvent être classés en deux familles :

- Les chargeurs / onduleurs (produits finis)
- Les transformateurs (produits intégrales)

Le 27/02/1998, il y a eu modification ; le capital est passé de 1.000.000 DA à 5.000.000 DA par incorporation des résultats en instance d'affectation.

3.2. Situation stratégique générale de la société : la société répondant à des besoins spécifiques, et pour lesquels il y a une grosse demande. Elle s'opère donc sur un créneau porteur et se retrouve en situation de quasi-monopole sur le marché algérien. Il est à noter que la société est aussi agréée pour plusieurs grandes marques mondiales. Ceci se traduit par un portefeuille client important qui est composé de :

- Un certain nombre de grossistes revendeurs.
- Le ministère des Postes et télécommunications.
- Le Ministère de la Défense Nationale.
- SONATRACH.
- SONALGAZ.
- Un certain nombre d'opérateurs économiques privés.

La société possède de fortes barrières à l'entrée, qui résultent du savoir-faire dont elle dispose dans un domaine de haute technicité, ce qui rend ce marché relativement difficile à pénétrer. De plus la forte notoriété du dirigeant assure un plan de charge assez important.

3.3. Étude technico-économique du projet : le projet d'investissement de *SAFAX* concerne l'acquisition de nouveaux outils de production qui lui permettront de développer leur offre de produits existante. Les nouveaux produits sont les suivants :

a- **Armoires INTÉGRALES** : Caractéristiques dimensionnelles; Hauteurs : 24U, 36U, 42U, 47U ; Largeurs : 600 mm (800 mm sur demande) ; Profondeurs : 600, 800 et 1000 mm.

Structure auto porteuse grâce à un châssis rigide, configurable à la carte selon votre application, cette baie accepte les climatiseurs en porte, panneau, toit ; elle est conçue pour une gestion des entrées/sorties.

b- **Armoire de distribution série APG / APM** : Cette armoire pied de grue est destinée aux chantiers importants avec, entre autres, l'installation de grue à tour. Cette fabrication se fera sur la base d'un accord de transfert de *know-how* (*savoir-faire*) avec un fabricant réputé. L'intégration locale sera de l'ordre de 50%. Cela constitue une bonne garantie de faisabilité technique.

4. Analyse financière de la société : pour établir la situation financière de la société cible, nous avons analysé les comptes sociaux des trois dernières années précédant le financement (N-2, N-1, N).

4.1. Le bilan financier de la société :

Tableau N° 03 : Le bilan financier de la société SAFAX

Actif	N-2	N-1	N	Passif	N-2	N-1	N
<i>Immobilisations nettes</i>	5 876	15 845	16 895	<i>Capitaux permanents</i>	33 790	38 634	44 429
<i>Actif circulant</i>	31 582	19 538	45 376	Fonds propres	33 790	29 512	35 307
Valeurs d'exploitation	11 404	7 705	27 404	Capital social	5 000	5 000	5 000
Valeurs réalisables	12 028	9 282	15 421	Résultat de l'exercice	14 372	5 280	7 145
Divers	4 360	2 481	1 966	Autres	14 418	19 232	23 162
Créances clients	7 668	6 801	13 455	DMLT	-	9 122	9 122
Valeurs disponibles	8 150	2 551	2 551	<i>DCT</i>	<i>3 668</i>	<i>11 530</i>	<i>17 842</i>
Total actif	37 458	35 383	62 271	Total Passif	37 458	50 164	62 271

Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP. Notes :

- Les immobilisations n'ont pas fait l'objet de réévaluation introduite par le dispositif du décret 93-250 et le décret 96 portant réévaluation des immobilisations.

- L'endettement est raisonnable malgré qu'on constate en N, une augmentation considérable de dettes, les dettes à Court Terme (DCT) sont principalement du crédit vis-à-vis de fournisseurs étrangers.

4.2. Compte de Résultat :

Pour démontrer les ressources de l'exercice provenant de l'activité de l'entreprise cible, nous établirons le tableau de compte de résultat suivant :

Tableau N° 4 : Compte de résultat (SAFAX)

Désignation	N-2	N-1	N
Production vendue	59 649	47 286	37 060
Autres produits	3 130	2 478	18 740
Total produits	62 779	49 764	55 800
Mat & fournitures consommées	29 698	25 315	29 580
Services	2 976	3 651	3 287
Valeur ajoutée (VA)	30 105	20 798	22 933
Frais de personnel	13 652	14 573	13 470
Impôts et taxes	11	1	6
Frais financiers	947	379	819
Frais divers	17	120	128
Dotations aux amortissements et provisions	1 013	1 208	2 313
Résultats ordinaire	14 465	4 517	6 197
Autres	129	191	191
Résultats extraordinaire	(93)	762	949
Résultat brut de l'exercice	14 501	5 470	7 337
IBS	129	190	192
Résultats net de l'exercice	14 372	5 280	7 145

Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

4.3. Les ratios de structure

Tableau N°5 : Les ratios de structure (SAFAX)

Ratios	N-2	N-1	N
Ratio d'indépendance financière (Capitaux propres/Total ressources)	33 790 / 37 458 = 90,21 %	29 512 / 50 164 = 58,83 %	35 307 / 62 271 = 56,69 %
Ratio d'autonomie financière (Capitaux propres/Dettes financières)	33 790 / 3 668 = 9,21%	29 512 / 20 652 = 1,43%	35 307 / 26 964 = 1,31%
Ratio d'immobilisation de l'actif (Immobilisations / Actif total)	5 876 / 37 458 = 15,69%	15 845 / 35 383 = 44,78%	16 895 / 62 271 = 27,13%
Ratio de liquidité de l'actif (Actif circulant / Actif total)	31 582 / 37 458 = 84,31%	19 538 / 35 383 = 55,21%	45 376 / 62 271 = 72,86%

Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

- Le ratio d'indépendance financière qui qu'en baisse demeure à un niveau élevé mais stabilisé à partir de N-2 près de 60%, ce qui signifie que la société n'utilise pas excessivement ces capitaux propres et ne risque pas de forte charge liée à l'augmentation des taux d'intérêt. Parce que ce ratio est un bon indicateur de la capacité de l'entreprise à rembourser ses créanciers, la plupart des prêteurs y accordent une grande importance.

$$35\,307 / 62\,271 = \mathbf{56,69\%}$$

$$35\,307 / 26\,964 = \mathbf{1,31\%}$$

$$16\,895 / 62\,271 = \mathbf{27,13\%}$$

$$45\,376 / 62\,271 = \mathbf{72,86\%}$$

- Le ratio d'autonomie financière qui qu'en baisse à cause des crédits obtenus durant l'exercice N-1 et N, reste à un niveau supérieur à 1 ce qui est fortement recommandable car ça démontre que l'utilisation des ressources internes est supérieure à l'utilisation des financements externes.

- Le ratio d'immobilisation de l'actif met en évidence la sur-immobilisation ou la sous-immobilisation de l'actif. Variable selon les secteurs, il est relativement

faible dans l'entreprise cible tenant compte que c'est une société de production ce qui demande un renforcement des immobilisations liées à la production.

- Le Ratio de liquidité de l'actif montre est-ce que les actifs pouvant se transformer assez rapidement en argent ou pas, on remarque une forte rentabilité des actifs de SAFAX en N-2 et N mais en baisse passagère en N-1 mais assez rentable quand même.

Tableau N°6 : Décomposition de la rentabilité par poste

Ratios	N-2	N-1	N
Rentabilité nette des capitaux propres (bénéfice net/Capitaux propres)	14 372/33 790 = 0,425	5 280/29 512 = 0,178	7 145/35 307 = 0,202
Taux de marge bénéficiaire (Bénéfice net/Chiffre d'affaire)	14 372 / 62 779 = 0,228	5 280 / 49764 = 0,106	7 145 / 55 800 = 0,128
Vitesse de rotation des capitaux (Chiffre d'affaire/Total actif)	62 779 / 37 458 = 1,675	49 764 / 50 164 = 0,992	55 800 / 62 271 = 0,896
Effet de levier (Total passif/Capitaux propres)	37 458 / 33 7900 = 1,108	50 164 / 29 512 = 1,699	62 271 / 35 307 = 1,763

Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

On constate que la rentabilité des fonds propres est le résultat de l'effet de levier mais aussi d'une vitesse de rotation élevée de l'actif. Le taux de marge bénéficiaire intervient moyennement dans la composition de cette rentabilité, l'amélioration de ce ratio est donc liée à des actions sur l'exploitation.

4.4. Les engagements

Le seul engagement en cours est un financement **AFD (ex CFD)/BAD** (Banque Africaine de Développement). De 9 122 KDA contracté en 08/N-1 remboursable en 07 ans dont 03 ans de différé au taux de 3,3 %¹⁵.

$$7\ 145/35\ 307 = \mathbf{0,202}$$

$$7\ 145 / 55\ 800 = \mathbf{0,128}$$

$$55\ 800 / 62\ 271 = \mathbf{0,896}$$

$$62\ 271 / 35\ 307 = \mathbf{1,763}$$

4.5. Le tableau de financement

Tableau N° 7 : Le tableau de financement de la société SAFAX (Unité : KDA).

Emplois	N-2 /N-1	N-1 / N	Ressources	N-2 /N-1	N-1 / N
Augmentation des immobilisations	9 969	1 050	Augmentation des fonds propres	(4 278)	5 795
Baisse des emprunts	-	-	Baisse des Impôts	-	-
			Augmentation des emprunts	9 122	-
Solde: Variation du Fonds de roulement FR				(5 125)	4 745
Augmentation des stocks	-	19 699	Diminution stocks	3 699	-
Augmentation client	-	6 654	Diminution clients	867	-
Augmentation autres actif à CT	-	-	Diminution autres actifs à court terme	1 879	515
Diminution Passif à cour terme	-	-	Augmentation fournisseurs & assimilés	-	6 312
Solde: Variation du Besoin en fonds de roulement BFR				(6 445)	19 526
Augmentation de l'encaisse	9 182	-	Augmentation des crédits trésorerie	7 862	-
Baisse des crédits trésorerie	-	-	Diminution de l'encaisse	-	14 781
Solde: Variation de la trésorerie TR				1 320	(14 781)

Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

Variation du BFR : De N-1 à N, le BFR augmente d'une manière importante de fait principalement de la hausse du niveau des stocks ainsi qu'une augmentation des créances sur clients, malgré cela Le BFR sera couvert par l'apport de la FINALEP.

Variation de la trésorerie : La variation de la trésorerie est faiblement positive de N-2 à N-1. De N-1 à N, la variation est en baisse importante à cause de la diminution de l'encaissement du fait d'une faible augmentation du FR face à une augmentation importante du BFR.

5. ETUDE TECHNIQUE DU PROJET

Cette phase consiste en l'étude qui porte sur tous **les aspects non financiers du projet.**

5.1. L'analyse du marché : l'examen du marché concerne le projet de développement envisagé par la société SAFAX, c'est-à-dire la production de postes à souder et de climatiseurs¹⁶.

a- **Les climatiseurs :** Les besoins du pays pour ce type de produits sont estimés à 100 000 unités /an tous modèles confondus. Comparativement à d'autres pays à climat chaud, l'Algérie est sous-équipée en matière de climatisation. Une fabrication locale soignée à des prix raisonnables et impliquant un service après vente efficace permettra un développement rapide de ce marché surtout que c'était le premier à se lancer dans un tel projet. Par ailleurs, les droits de douanes pour les climatiseurs importés pour la revente en l'état étaient de 45 % ; et de 5 % pour les composants (circuits frigorifique, échangeurs, groupes de ventilation et filtration). La capacité nominale envisagée est de 5 000 unités /an avec une montée en cadence progressive.

Tableau N° 8 : La capacité nominale de production envisagée des climatiseurs

Modèles	Prix Unitaire	An 1	An 2	An 3
S 15	80 KDA	300	600	1 000
S 18	85 KDA	300	600	1 000
S 24	90 KDA	150	300	500
S 30	95 KDA	150	300	500
WIN	36 KDA	200	450	700
WIN 164	40 KDA	200	500	800
WIN 244	45 KDA	100	250	500
Totaux	/	1 400	3 000	5 000

S: pour climatiseur Split System; WIN: pour climatiseur Window

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

b- **Les postes à souder :** Partout où des soudures de qualités sont exigées, l'emploi du poste à souder à courant continu est incontournable. C'est le cas dans les secteurs d'hydrocarbures (soudures de Pipelines), la réparation navale, la construction métallique...etc.

Ce type de poste est entièrement importé. D'après les statistiques douanières, le marché national absorbe environ 10 000 postes/an. La valeur unitaire moyenne d'un poste est de

10 000 \$(USA) (cas d'un 400 A). La capacité nominale de production envisagée est de 300 unités/an avec une montée en cadence progressive comme suit :

Tableau N° 9 : La capacité nominale de production envisagée des postes à souder

Modèles	Prix Unitaire	An 1	An 2	An 3
A (250 A)	350 KDA	40	65	100
B (350 A)	480 KDA	40	65	100
C (450 A)	600 KDA	30	55	100
Totaux	/	110	185	300

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

5.2. Les avantages fiscaux

- la société a bénéficié d'avantages ANDI en date de 11/06/N-4 pour une durée de 4 ans (décision n° 916) ;
- exonération de l'IBS pour les années N-4, N-3, N-1 et N ;
- exonération de la TAP et du VF du 01/08/N-4 au 01/08/N+1 ;
- cotisation patronale réduite du 01/08/N-4 au 01/08/N+1.
- dans le cadre de l'investissement permis par le prêt CFD, la société a obtenu de nouveaux avantages ANDI (décision du 26/14/N-1) pour une durée de 03 ans
- exonération de l'IBS ;
- exonération de la TAP et du VF ;
- cotisation patronale réduite (environ 40 %).

Un dossier ANDI sera introduit pour l'obtention d'avantages fiscaux pour le nouveau projet.

Pour les besoins de l'étude, il sera supposé que ces avantages sont acquis pour une durée de 5 ans.

6. Etude financière du projet

6.1. Coût du projet : le coût du projet est constitué de l'existant net (déduction faite des engagements en cours), valorisé comptablement à fin N, auquel s'ajoute le coût du programme de développement. Les nouveaux investissements concernent :

- Le renforcement du potentiel mécanique par l'achat d'une machine à commande numérique type grignoteuse à découpage laser. Cette machine permettra d'améliorer la qualité de l'habillage des produits (tôlerie) ainsi que la productivité de l'atelier mécanique ; coût 500.000 USD ;
- Acquisition d'une chaîne complète de peinture époxy¹⁷ /four utilisable pour les deux productions envisagées ; coût : 100.000 USD ;
- Acquisition d'une ligne d'assemblage complète permettant le montage des climatiseurs ; coût : 150.000 USD ;
- Le BFR est estimé à 4 mois de consommation de matières, créances clients TTC à 30 jours et paiement fournisseurs à 60 jours ;
- Fret et assurances, Droit de douane & taxes.

6.2. Tableau de financement des trois premières années

Tableau N° 10 : Tableau de financement des trois premières années (SAFAX) (Unité : KDA)

Rubriques	Existant	N+1	N+2	N+3	Total
1. Frais préliminaires	-	-	-	-	-
2. Terrain	-	-	-	-	-
3. Bâtiment et génie civil	3 522	-	-	-	3 522
4. Agencement et installation	-	-	-	-	-
5. Equipements de production	10 538	50 250	-	-	60 788
6. Matériel roulant	1 411	-	-	-	1 411
7. Fret & Assurance + Droits de douanes et taxes	-	5 025	-	-	5 025
8. Mobilier et matériel de bureau	1 424	-	-	-	1 424
9. Intérêts intercalaires	-	-	-	-	-
10. Stock outil	-	-	-	-	-
11. Besoin en fonds de roulement	18 414	10 050	-	-	28 464
12. Marge d'aléas + Divers	-	-	-	-	-
Total	35 309	65 325	-	-	100 634

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

6.3. Structure de financement

Tableau N° 11 : Structure de financement (SAFAX)

Partenaires	N	N+1	N+2	N+3	Total
Actionnaires Safax	35 309	-	-	-	35 309
FINALEP	-	15 075	-	-	15 075
Total fonds propres	35 309	15 075	-	-	50 384
Financements externes	-	50 250	-	-	50 250
Total	35 309	65 325	-	-	100 634

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

L'intervention de la FINALEP va représenter environ 30% des fonds propres.

6.4. Modalités d'intervention de la FINALEP

Tableau N° 12 : Modalités d'intervention de la FINALEP (SAFAX)

Rubriques	Situation nette au 31.12.N	Situation nette après entrée de la FINALEP	Situation nette après capitalisation des fonds propres
Capital social	5 000 000	7 124 000	46 436 976
Réserve légale	100 959	100 959	100 959
Prime d'émission		12 873 563	
Bénéfice à réinvestir (taxé au taux réduit)	3 767 376	3 767 376	3 767 376
Résultat en instance d'affectation	19 294 283	19 294 283	
Résultat de l'exercice N	7 145 130	7 145 130	
Total	35 307 748	50 305 311	50 305 311
Nombre d'actions	5 000 actions × 1 000 DA	7 124 Actions × 1 000 DA	Capital social
Situation nette/ Action	7 061 DA/ Action dont 1 000 DA de nominal et 6 061 DA autres fonds propres	1 061 DA/ Action	Safax (70,19 %) 32 594 114 DA FINALEP (29,81 %) 13 842 863 DA

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

6.5. Données prévisionnelles d'exploitation du projet accouplée à celle de l'exploitation actuelle

Tableau N° 13 : Données prévisionnelles d'exploitation du projet (SAFAX)

Rubriques	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10
CA 1 (produit1)	56 000	80 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
CA 2 (produit2)	-	148 150	301 650	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200
Mat & Four	29 580	132 890	230 490	343 120	343 120	343 120	343 120	343 120	343 120	343 120	343 120
Services	3 287	11 400	19 600	29 000	29 000	29 000	29 000	29 000	29 000	29 000	29 000
Valeur ajoutée	23 133	83 860	141 560	208 080							
Frais personnel	13 470	32 176	40 022	45 786	45 786	45 786	45 786	45 786	45 786	45 786	45 786
Impôts et taxes	6	3 971	2 295	2 550	2 550	14 795	17 542	17 542	17 542	17 542	17 542
Frais financiers	-	3 015	5 126	3 928	2 722	1 516	306	-	-	-	-
Frais financiers	301	301	301	282	207	132	56	-	-	-	-
Frais divers	128	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Amortissements	2 313	7 182	7 182	7 182	7 182	7 182	6 900	6 904	6 900	6 900	6 900
Résultat brut	7 216	35 016	84 435	146 134	147 340	136 301	135 046	135 348	135 352	135 352	135 352
IBS	192	3 683	5 821	7 556	44 202	40 890	40 514	40 604	40 604	40 604	40 604
Résultat net	7 024	31 333	78 614	138 578	103 138	95 411	94 532	94 743	94 746	94 746	94 746
Amortissements	2 313	7 182	7 182	7 182	7 182	7 182	6 900	6 904	6 900	6 900	6 900
Cash-flow	9 337	38 515	85 796	145 760	110 320	102 593	101 432	101 647	101 646	101 646	101 646

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

6.6. VAN et TRI

La VAN est calculée par déduction des CF générée (actualisées) du montant de l'investissement initial. Le tableau suivant nous donne une idée sur la VAN de la société selon différents taux d'actualisation utilisés.

Tableau N° 14 : VAN et TRI (SAFAX)

Investiss.(I) & CF Actualisé	20%	40%	50%	70%	76,5%
Investissement	-100 634	-100 634	-100 634	-100 634	-100 634
CF N+1	32 096	27 511	25 677	22 656	21 828
CF N+2	59 581	43 773	38 132	29 687	27 556
CF N+3	84 352	53 120	43 188	29 668	26 532
CF N+4	53 202	28 717	21 792	13 209	11 381
CF N+5	41 230	19 076	13 510	7 226	5 998
CF N+6	33 966	13 470	8 904	4 202	3 361
CF N+7	28 368	9 643	5 949	2 477	1 909
CF N+8	23 640	6 888	3 966	1 457	1 082
CF N+9	19 700	4 920	2 644	857	613
CF N+10	16 416	3 514	1 763	504	347
VAN	291 916	109 997	64 890	11 309	-27

S

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

Le TRI égale approximativement 76,5%.

6.7. Contribution marginale de l'ancienne et la nouvelle activité à la couverture des frais fixes

Tableau N° 15 : Contribution marginale de l'ancienne et la nouvelle activité à la couverture des frais fixes

Rubriques	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10
CA 1	56 000	80 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
CA 2	-	148 150	301 650	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200	480 200
CA total	56 000	228 150	391 650	580 200	580 200	580 200	580 200	580 200	580 200	580 200	580 200
Coûts directs production	46 343	180 437	292 407	420 456	420 456	432 701	435 448	435 448	435 448	435 448	435 448
Marge sur coûts directs production	9 675	47 713	99 243	159 744	159 744	147 499	144 752	144 752	144 752	144 752	144 752
Frais fixes	2 742	12 998	15 109	13 892	12 611	11 330	9 762	9 404	9 400	9 400	9 400
Marge prod/ Frais fixes	352%	367%	657%	1150%	1267%	1302%	1483%	1539%	1540%	1540%	1540%

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

On constate que la marge sur coûts directs de production est suffisamment confortable pour faire face aux frais fixes mais également pour absorber des augmentations de coûts ou pour réduire les prix de vente sous la pression de la concurrence nationale et étrangère.

6.8. Résultat disponible

Tableau N° 16 : Résultat disponible (SAFAX)

Rubriques	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10
Amortissements	2 313	7 182	7 182	7 182	7 182	7 182	6 900	6 904	6 900	6 900	6 900
Réserve légale	101	1 567	3 371	-	-	-	-	-	-	-	-
Réserve légale cumulée	101	1 668	5 038	5 038	5 038	5 038	5 038	5 038	5 038	5 038	5 038
Remboursement Principal	-	5 025	10 050	12 331	12 331	12 331	7 306	-	-	-	-
Solde amortissements	2 212	590	(6239)	(5 149)	(5 149)	(5 149)	(406)	6 900	6 900	6 900	6 900
Résultat Net	7 024	31 333	78 614	138 578	103 138	95 411	94 532	94 743	94 746	94 746	94 746
Résul. exercice disponible	9 236	31 923	72 375	133 430	97 990	90 262	94 127	101 643	101 646	101 646	101 646

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

6.9. Résultat éventuellement distribué

Le taux de distribution est estimé à 50% à compter de N+1.

Tableau N° 17 : Résultat éventuellement distribué

Rubriques	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10
Report résultat	-	-	25 461	68 673	132 605	138 590	137 719	139 215	140 272	140 801	141 066
Résultat d'exercice disponible	9 236	50 922	111 884	196 538	144 575	136 847	140 712	141 328	141 331	141 331	141 331
Rés. Distribué	9 236	25 461	68 673	132 605	138 590	137 719	139 215	140 272	140 801	141 066	141 199
Solde Rés. à reporter	-	25 461	68 673	132 605	138 590	137 719	139 215	140 272	140 801	141 066	141 199

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

6.10. Rentabilité anticipée par la FINALEP

La rentabilité actualisée de la participation de la FINALEP sera appréciée à travers l'ensemble des rémunérations escomptées (dividendes actualisés + Goodwill actualisé + Quote part actualisée dans réserve légale + quote part actualisée dans résultat reporté de N+10) soit :

6.10.1. Dividendes actualisés (i= 15%)

Il est judicieux d'estimer que l'intervention de la FINALEP n'ouvre pas droit aux dividendes en N+1 car si son entrée est décidée, elle se fera vers la fin du 3ème trimestre de la même année ou au 4ème trimestre de cette même année.

Tableau N°18 : Dividendes actualisés (SAFAX)

Rubriques	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10
Résultat Distribué	9 236	15 961	44 168	88 799	93 394	91 828	92 977	93 860	94 303	94 525	94 635
Part FINALEP (29,92 %)	-	4 776	13 215	26 569	27 944	27 475	27 819	28 083	28 216	28 282	28 315
Dividendes FINALEP actualisés	-	-	9 991	17 482	15 984	13 655	12 018	10 559	9 227	8 032	6 994

Source: Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

Total des dividendes actualisés = **103 942 KDA**

6.10.2. Goodwill actualisé : le capital de l'affaire serait de 50.250 KDA. Si l'on considère des actions d'un nominale de 2.500 DA, le capital est alors composé de 20.100 actions dont 29,92 % représentent les actions de FINALEP soit 6.030 actions.

$$GW \text{ par action} = \frac{RN + 8 + 2RN + 9 + 3RN + 10}{6 \times 20100} = \frac{94746 + 2 \times 94746 + 3 \times 94746}{6 \times 20100}$$

Le GW par action en DA courants est de **5.057 DA**.

Le GW total en DA courant de la FINALEP est de **30.493 KDA**.

Le GW par action actualisé à 15% l'an sur 10 ans est de **1.250 DA**.

Le GW total de FINALEP actualisé à 15% l'an sur 10 ans est de **7.537 KDA**.

Il serait raisonnable de considérer que la formule est incluse dans le pacte d'actionnaires qui engage les actionnaires à acquérir la participation de la FINALEP lors de sa sortie du capital de l'entreprise.

6.10.3. Quote part actualisée dans réserve légale

Réserve légale cumulée $\times 29,92 \% \times 1,15^{-10} = 5.038 \text{ KDA} \times 29,92 \% \times 1,15^{-10} = 372 \text{ KDA}$.

6.10.4. Quote part actualisée dans résultat reporté de N+10

$[(R_{N+10} / 20.100 \text{ actions}) \times 6.030 \text{ actions}] \times 1,15^{-10} =$

$[(94.635 / 20.100 \text{ actions}) \times 6.030 \text{ actions}] \times 1,15^{-10} = 6.994 \text{ KDA}$.

La rentabilité actualisée de la participation de la FINALEP :

$$\frac{103942 \text{ KDA} + 7537 \text{ KDA} + 372 \text{ KDA} + 6994 \text{ KDA}}{15075 \text{ KDA}} = 788\%$$

Sans tenir compte de l'actualisation, l'entrée et la sortie de la FINALEP seraient:

- **Entrée :** Capital + Compte Courant actionnaires = **15 075 KDA**

- **Sortie** (l'ensemble des encaissements étalés sur 10 ans) :

Capital + Compte Courant Actionnaires + dividendes + Goodwill + Quote part dans réserve légale + Quote part dans résultat reporté de N+10 =

15 075 KDA + 240 694 KDA + 30 949 KDA + 1 507 KDA + 28 315 KDA = 316 085 KDA

6.10.5. Rentabilité annuelle moyenne

A titre de comparant, la rentabilité actuelle d'un placement en DAT de montant égale sur 10 ans au taux brut de 10% l'an donne un taux de **37%** l'an sur 10 ans, intérêts capitalisés.

7. DECISION DE PARTICIPATION DU PROJET

La projection de l'étude sur dix (10) ans (Long terme) est difficile à réaliser sans la prise en compte d'une grande marge d'erreur, malgré cela nous

recommandons au Comité Exécutif la prise en considération de cette affaire pour un scénario d'intervention de **15 millions DA**.

Le projet mérite d'être financé eu égard à ses caractéristiques :

- La forte rentabilité financière du projet ;
- La compétence et l'expérience du promoteur ;
- Une faisabilité technique et commerciale assurée ;
- Des performances économiques convenables ;
- Une intervention dans le capital sans droit d'entrée.

CONCLUSION

D'après de tous ce qu'on a vu dans cet article, on peut conclure que le métier du Capital Investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises (PME) généralement non cotées. Cette prise de participation permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie.

Pour les prises de participation, la FINALEP applique la démarche traditionnelle d'analyse du *business plan*, mais la difficulté se trouve dans le manque de clarté et de visibilité des *business plan* présentés, qui est causée essentiellement par le manque de bureaux spécialisés dans l'élaboration et la confection de ce document, ajoutant à cela la pratique algérienne du domaine financier qui a donné une notion purement administrative à ce document, ce qui le prive de son utilité.

En ce qui concerne l'analyse, elle s'effectue en deux étapes : la première est qualitative, et consiste à apprécier l'aspect général du projet essentiellement l'analyse de l'environnement interne et externe de l'entreprise cible et la compétitivité de leur produit dans un marché bien défini, la deuxième, quantitative, pour calculer les revenus futurs et le potentiel financier du projet. Pour l'analyse des projets, la FINALEP se heurte à des difficultés concernant les méthodes d'évaluation, mais elle a su s'adapter en optant pour une technique d'évaluation propre au climat d'affaires algérien, une méthode qui a fait ses preuves et qui a été réutilisée par les autres institutions de Capital-Investissement en Algérie.

Après cette phase de diagnostic, le Capital- Investisseur pourra appliquer les différentes approches de valorisation de l'entreprise cible pour faire ressortir une valeur globale de cette dernière, et enfin une valeur de ses actions, ce qui lui servira de base de négociation avec le cédant, pour déterminer le prix d'achat des actions de la société.

Résultats et discussion des hypothèses :

La pratique du Capital-Investissement en Algérie est restée timide, mais au vu de la situation économique actuelle en Algérie, elle présente certains aspects propices au développement de ce mode de financement. En effet il y a des indices qui montrent que le Capital Investissement peut être lancé dans notre pays :

- L'évolution du rôle économique des PME algériennes.
- Les privatisations et les restructurations.
- Les contraintes et les limites du financement bancaire, car le besoin croissant de financement des PME algériennes couplé au déclin de leur financement disponible par des moyens alternatifs, représente une importante opportunité pour le financement par Capital-Investissement.
- A ces différents atouts, on peut rajouter la création d'organismes de garantie tels que la CGCI (Caisse de Garantie des Crédits d'Investissements) et le FGAR (Fonds de garantie des crédits aux petites et moyennes entreprises), et le programme 2010-2014 qui vise la promotion de 200.000 PME génératrices.

Et c'est ce qui nous amène à confirmer la première hypothèse, c'est-à-dire, le CI pourra être une source alternative pour le financement des PME en Algérie.

A travers la partie pratique au sein de la FINALEP et qui concerne la société SAFEX, nous pouvons affirmer la deuxième hypothèse, autrement dit, il y a une pratique du Capital-Investissement en Algérie.

Recommandations :

Parmi les recommandations que nous jugeons pertinentes, on peut citer :

- L'horizon de prévision doit être réduit afin de diminuer le risque de la FINALEP ;
- L'affectation des fonds propres pourrait être améliorée. Effectivement, la FINALEP pourrait mettre en place des comptes courants d'actionnaires convertibles afin de maximiser son profit.
- La mise en évidence de la variation de BFR permettrait de corriger la marge brute d'autofinancement et donc, de déterminer le véritable flux de trésorerie de chaque exercice.
- Comme le chiffre d'affaires stagne à partir de l'année N+3, il serait pertinent de se pencher sur celui-ci afin de déterminer les causes de cette stagnation.
- La FINALEP peut créer une filiale spécialisée dans le consulting et l'élaboration du *Business Plan* vu le manque remarquable de ces institutions spécialisées, car elle peut rater de bons projets seulement parce que leur *Business Plan* est mal confectionné.

Bibliographie :

¹ - Cyril Demaria, Introduction au private equity, RB Edition 3ème Ed, 2010.

² - G. Mougenot, *Tout savoir sur le Capital-Risque*, 2ème édition, Ed Guliano, Paris, 2002p. 135.

³ - <http://www.guilhembertholet.com/blog/business-plan>, consulté le 6/8/2017.

⁴ - <http://www.guilhembertholet.com/blog/business-plan/>, consulté le 16/8/2017.

⁵ - Mathieu Brémont, *Le business plan du créateur d'entreprise*, édition afnor, 2009, p17.

⁶ - Jean-Marc Tariant, *Pour reprendre une entreprise*, édition d'organisation, 2000, p62.

⁷ - <http://www.trader-finance.fr>, consulté le 12/7/2017.

⁸ - **Benchmark** : c'est un très bon niveau de performances atteint par des acteurs dans un secteur et qui sert de référence aux acteurs moins performants.

⁹ - Pascale Barneto, *DSCG finance 2ème édition*, édition dunod, 2009, p188

¹⁰ - Pascale Barneto, *DSCG finance 2^{ème} édition*, édition dunod, 2009, p188

¹¹ - Eric STEPHANY, *La relation capital-risque/PME*, Edition De Boeck, 2003, p140.

¹² - Pierre BATTINI, *Capital-risque : mode d'emploi*, Editions d'Organisation, 1998, p105.

¹³ - Jean-Marc TARIANT, *Guide pratique pour reprendre une entreprise*, Editions d'Organisation, Deuxième tirage 2001, p 184,185.

¹⁴ - Par respect du secret professionnel, nous avons décidé de désigner la société objet de notre étude SAFAX

¹⁵ - La BADR rétrocède les fonds des banques de développement continental et les attribue aux banques commerciales algériennes, CPA dans ce cas, les crédits attribués dans le cadre du développement régional sont a des taux préférentiels (3-5%).

¹⁶ - Etude de marché faite par les chargés du dossier de la F.I.N.A.L.E.P

¹⁷ - Résine artificielle utilisée comme revêtement de surface ou comme adhésif.