

Intérêt de l'Evaluation des Entreprises par les Comparables Après l'Amélioration de sa Pertinence : Cas du Secteur Agroalimentaire au Niveau de la Bourse des Valeurs de Casablanca

Amine Rachidi, Mohamed Lotfi

Université Hassan 1^{er} Laboratoire des Etudes en Finance et Comptabilité de Gestion ENCG-SETTAT MAROC, Université Hassan 1^{er} Laboratoire des Etudes en Finance et Comptabilité de Gestion ENC- SETTAT MAROC

aminerrachidi.esc@gmail.com

reliancecccf@gmail.com

Résumé -La pertinence d'un multiple synthétique simple, représentatif du niveau de valorisation de sociétés comparables constituant un groupe de pairs s'exprime, au travers de sa capacité à fournir une estimation de la valeur de l'entreprise que l'en cherche à évaluer aussi proche que possible de la valeur qu'aurait cette entreprise si elle était cotée. La différence entre la valeur estimée et la valeur susceptible d'être observée si l'entreprise est cotée, correspond à l'erreur de l'évaluation : plus cette différence est faible plus un multiple peut être considéré comme pertinent. C'est pourquoi après avoir regroupé l'ensemble de ces données, il est question d'appliquer le cœur de notre méthodologie de recherche, à savoir calculer les taux d'erreur absolu des valorisations. Il est question au niveau de cet article d'appliquer la méthode sur le secteur agroalimentaire au niveau de la bourse des valeurs de Casablanca.

Mots-clés- Evaluation d'entreprise – Méthode des multiples – Multiples de valorisation – Indicateurs de performance

I. INTRODUCTION

La validation empirique des propositions formulées est réalisée sur la base d'un échantillon d'entreprises marocaines cotées au niveau de la Bourse des Valeurs de Casablanca sur la période 2013-2015.

Nous commencerons par présenter les entreprises composant cet échantillon ainsi que les statistiques descriptives de leurs indicateurs de performance (variables de contrôle) et de leurs multiples de valorisation (multiples de références). Nous effectuerons par la suite les tests statistiques suivant une démarche qui repose sur la comparaison un à un, des taux d'erreur absolue de l'évaluation, correspondant aux différents critères de sélection découlant des trois principales étapes que traverse la méthode.

Dans de sens où le taux d'erreur absolu, est défini comme étant la différence entre la valeur estimée et la valeur susceptible d'être observée si l'entreprise est cotée, de telle manière à ce que plus cette différence est faible, plus un multiple peut être considéré comme pertinent.

II. L'ECHANTILLON

L'étude empirique que nous avons réalisée, concerne un échantillon dont les données sont analysées sur trois ans, à savoir :

- Au 31 mars 2013
- Au 31 mars 2014
- Au 31 mars 2015

L'échantillon se compose des entreprises marocaines cotées avec des informations financières produites par Infinancials Maroc et répertorié par la base de données FactSet.

Sociétés de l'échantillon par secteur et par date d'observation

Date d'observation	Secteurs					Total sociétés
	Agroalimentaire et Production	Bâtiment et Matériaux de Construction	Distributeurs	Matériels, Logiciels et Services Informatiques	Mines	
31-mars-13	6	7	7	7	4	31
31-mars-14	6	7	7	7	4	31
31-mars-15	6	7	7	7	4	31

Le nombre total d'observations est de 31. Ce nombre est relativement limité en comparaison avec les études rencontrées dans la littérature. Ceci s'explique tout d'abord par le nombre restreint d'entreprise qui cote au niveau de la Bourse des Valeurs de Casablanca, s'ajoute à cela, le nombre

réduit des entreprises au sein des différents secteurs. Nous pouvons constater à titre d'exemple, que certain secteur d'activité, ne sont composés que de deux entreprises, voir une seule entreprise dans certain cas (exemple du secteur de l'électricité, où seule TAQA y cote). Ceci nous empêche de

facto, de pouvoir les traités, étant donné que la démarche que nous allons suivre au niveau de notre étude afin de tester les hypothèses de recherche correspondant à nos propositions d'amélioration de la pertinence de la méthode des multiples, est mise en œuvre étape par étape, selon une méthodologie comparant le taux d'erreur absolu de l'évaluation de chacun des critères de sélection retenus, et ne permet absolument pas, d'analyser les groupes de pairs sectoriels constituer de moins de quatre entreprises, à l'instar de Lie & Lie (2002), Dittmann & Weiner (2003) et Liu, Nissim & Thomas (2007).

La base Infinaancials, fournit pour chaque entreprise de l'échantillon ainsi que pour chacune des dates données les informations financières suivantes :

La capitalisation boursière, (qui peut être également calculé à partir du nombre total d'action multiplié par le cours de l'action)

Entreprise	V	C 2013	C 2014	C 2015	E 2013	E 2014	E 2015	E' 2013	E' 2014	E' 2015	R 2013	R 2014	R 2015
Cartier Saada	179	111	126,4	133,8	12,3	14,6	25,5	6,8	8,5	17,2	4,9	5,6	12,8
Centrale Danone	7996	7007,3	7043,1	6744,9	757,5	579	582,3	400	172,5	240,4	220,5	41,2	53
Cosumar	15845	5975,1	6046	6969,9	1314,8	1325,7	1349	993,5	977,1	1040,8	628,7	639,9	641,8
Dari couspate	753	406	441,4	525	45,2	65,2	86,4	5,2	34,5	54,9	21,1	25	38,1
Lesieur cristal	3546	4117	3819	3985	283	290	305	217	225	260	125	195	200
Unimer	2741	3388,8	3724,7	1549,5	291,9	309,8	314,5	181,4	164,4	248,5	59	40,4	160,6

III. DEFINITION ET CODIFICATION DES VARIABLES

A. Valeur de l'Entreprise et Valeur des Fonds Propres

A travers les différentes études menées sur le sujet, il ressort que deux types d'indicateurs sont principalement retenus. Des indicateurs de valeur fondés sur les fonds propres (P) et qui prennent en considération la stratégie de financement ainsi que la politique de distribution des dividendes suivie par l'entreprise. Le deuxième indicateur de valeur retenu est la

Le chiffre d'affaire, l'EBIT, l'EBITDA, le résultat net, ainsi que d'autres données financières, tel que l'endettement net et l'endettement financier.

Des indicateurs de croissance (croissance du chiffre d'affaire, croissance du résultat net), des indicateurs de valeur (PER, VE/CV, VE/EBITDA, VE/EBIT, Prix/Book Value, Prix/Cash-Flows), des indicateurs de profitabilité (Marge d'EBIT, Rendement), des indicateurs de risque (Beta, Volatilité, Capitalisation Boursière, Dette Nette/Capi).

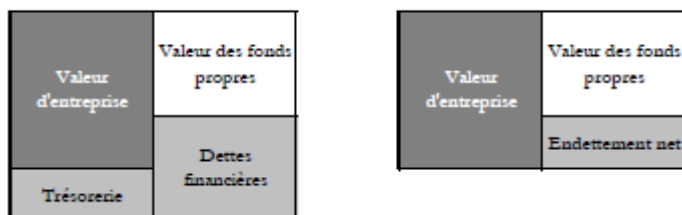
Cependant, pour cet article, nous nous contenterons d'appliquer la méthode sur un seul secteur, à savoir le secteur agroalimentaire. Ci-dessous un tableau récapitulatif des entreprises qui compose ce secteur au niveau de la Bourse des Valeurs de Casablanca avec les principaux agrégats financiers de la période allant de 2013 à 2015.

valeur de l'entreprise (V). Ce dernier prend en considération principalement la politique d'investissement suivie par l'entreprise.

Nous pouvons passer de la valeur de l'entreprise (V) à la valeur des fonds propres (P) en déduisant l'endettement net de l'entreprise (D), c'est-à-dire la différence entre sa trésorerie et ses dettes financières :

$$P = V - D$$

Distinction entre Valeur d'entreprise et Valeur de fonds propres



Par conséquent, le lien établi entre la valeur de l'entreprise et la valeur des fonds propres, s'avère utile également dans le cas où nous disposons de la capitalisation boursière de l'entreprise (P) ainsi que de la valeur de son endettement net (D), nous pouvons déduire la valeur de l'entreprise (V) en faisant la somme entre la capitalisation boursière et l'endettement net de l'entreprise :

$$V = P + D$$

de l'entreprise. Les multiples de valeurs de l'entreprise sont calculés donc par le rapport entre la valeur de l'entreprise et les flux de trésorerie opérationnels, à savoir son chiffre d'affaire (C), son résultat opérationnel monétaire EBITDA (E), son

D'autant plus que cette distinction se justifie à travers la littérature (Liu, Nissim & Thomas 2002 ; Lie & Lie 2002 ; Harbula 2009) en faisant la distinction entre les multiples de valeur de l'entreprise et les multiples de fonds propres :

- Les multiples de « valeur d'entreprise », ne tiennent pas compte de la structure de financement de l'entreprise, mais prennent en considération principalement la valeur des actifs d'exploitation résultat opérationnel EBIT (E') ainsi que ses capitaux employés (K) (appelé aussi actif économique, il correspond à la somme des actifs immobilisés de l'entreprise et de son besoin en fonds de roulement).

- Les multiples de « valeur de fonds propres », prennent en compte la structure de financement de l'entreprise. Ils sont donc calculés par le rapport entre la capitalisation boursière et ses flux de trésoreries nets, à savoir principalement son résultat net (R), et ses capitaux propres (AN). Le premier rapport (c'est-à-dire entre les fonds propres et le résultat net) calcul le Price-to-Earning Ratio (P/E), ratio qui permet d'évaluer la cherté d'une action. De manière générale, s'il se situe entre 10 et 17, le prix restecorrect de telle sorte qu'en dessous de 10, le titre est sous-évalué, tandis qu'au-delà de 17, le titre est surévalué.

Le Price-to-Book ratio (P/B) quant à lui est défini par le rapport entre la capitalisation boursière et l'actif net. Ce ratio, permet de comparer entre la valorisation de l'entreprise par le marché, et sa valorisation comptable. Quand il est inférieur à 1, cela signifie que les actifs de la société, sont trop valorisés dans ses comptes. Lorsqu'il est supérieur à un, cela signifie que la rentabilité comptable des capitaux propres est supérieure à la rentabilité exigée par les actionnaires.

Le tableau ci-dessous, rassemble les principaux multiples décrits dans la littérature et repris par les praticiens, en distinguant la valeur de l'entreprise de la valeur des fonds propres.

Multiples les plus usuels selon les indicateurs de valeur

Indicateurs de valeur /agrégats financiers	Flux / revenus	Capitaux
Valeur d'entreprise (V)	V/Chiffre d'affaires, V/Ebitda, V/Ebit	V / Capitaux employés
Valeur des fonds propres (P)	P / Résultat net (« PER »)	P / Capitaux propres (« PTB »)

Dans notre étude, nous nous concentrerons spécialement sur les multiples de valeur de l'entreprise, du fait qu'ils peuvent être utilisés dans tous les contextes d'évaluation, ce qui n'est pas le cas des multiples de valeur des fondspropres.

B.Du Multiple de Valorisation au Multiple Synthétique

Avant de donner une définition ainsi que la méthode de calcul d'un multiple synthétique, nous allons commencer par définir le multiple de valorisation.

Le multiple de valorisation d'une entreprise cotée, à une date donnée est exprimé par le rapport entre sa valeur d'entreprise à cette date, et l'un de ses flux financiers d'exploitation :

$$\text{Moit} = \text{Voit} / \text{Xit} \quad \text{avec} \quad \text{Voit} = \text{Poit} + \text{Dit}$$

(Moit) est le multiple de valorisation observé de l'entreprise (i) à la date (t).

(Voit) est la valeur de l'entreprise observée de la société (i) à la date (t), qui correspond également à la somme de sa capitalisation boursière observé (Poit) et de son endettement net comptabilisé (Dit).

(Msit) correspond au multiple synthétique de l'agrégat financier d'exploitation (Xit), représentatif du niveau de valorisation des sociétés comparables (i) à la date (t).

(Xit) correspond au flux financier d'exploitation.

Dans la pratique, comme dans la littérature, la méthode des multiples repose sur le fait qu'il est possible d'estimer la valeur d'une entreprise en appliquant à l'un de ses agrégats financiers d'exploitation le multiple correspondant et représentatif du niveau de valorisation de sociétés comparables (ayant un niveau de flux, un profil de risque et des perspectives de croissance comparables) (Yoo, 2006) :

$$\text{Vejt} = \text{Msit} * \text{XjtavecMsit} = \sum \text{Voit} / \text{Xit}$$

(Vejt) est la valeur estimée de l'entreprise (j) à la date (t).

(Xjt) est l'agrégat financier d'exploitation de l'entreprise (j) à la date (t).

(Voit) la valeur d'entreprise des sociétés (i) comparables à la société (j), observé à la date (t).

(Xit) l'agrégat financier d'exploitation de chacune des sociétés

La littérature souligne qu'il y a obligatoirement un écart entre la valeur estimée et la valeur observée si une transaction avait lieu au moment de l'évaluation. C'est ce que nous appelons

l'erreur de l'évaluation. Nous insistons à préciser, que l'erreur de l'évaluation en question n'est pas l'apanage de la méthode d'évaluation des entreprises, mais plutôt une différence constatée quelle que soit la méthode d'évaluation utilisée (Bhojraj 2002). Nous exprimons ceci par l'équation suivante :

$$V_{ijt} = M_{sit} * X_{jt} + \epsilon_{jt}$$

(ϵ_{jt}) correspond à l'erreur d'évaluation de l'entreprise (j) à la date (t).

A partir de cette formule le taux d'erreur absolu de l'évaluation TEA est défini par la différence entre la valeur observé de l'entreprise et sa valeur estimé.

$$\epsilon_{jt} = V_{ijt} - V_{ejt}$$

Le passage du multiple de valorisation au multiple synthétique simple se fait selon les praticiens de manière générale par la moyenne arithmétique (ou la médiane) des multiples de

valorisation des sociétés constituant un groupe de pairs de « n » sociétés comparables (i allant de 1 à n). Toutefois Baker & Ruback (1999), affirme à travers leurs études que la moyenne harmonique donne des résultats plus pertinents que la moyenne arithmétique.

$$M_{sit} = 1/n \sum V_{oit} / X_{it}$$

C. Les Données de Références Utilisées

1) *Les multiples de valorisations* : Notre étude porte sur l'analyse de la pertinence des multiples de valeur de l'entreprise et non pas de valeur de fonds propres. Ne nous intéressons également qu'aux multiples les plus réputés (CA, EBITDA, EBIT...) en raison de leurs importances évoquées dans la littérature (Feltham & Ohlson, 1995; Meitner, 2003) et repris par les praticiens.

Le tableau ci-dessous, regroupe les multiples de valorisation retenus lors de cette étude :

Agrégats	Exercice 2013	Exercice 2014	Exercice 2015
Multiple de Capitaux employés	V/K0	V/K1	V/K2
Multiple de Chiffre d'affaires	V/C0	V/C1	V/C2
Multiple d'Ebitda	V/E0	V/E1	V/E2
Multiple d'Ebit	V/E'0	V/E'1	V/E'2

Avec [K]=capitaux employés, [C]=chiffre d'affaires, [E]=EBITDA et [E']=EBIT.

2) *Les Variables de Contrôle* : Nous rappelons que le rôle des variables de contrôle ou des indicateurs de performance, est de

nous permettre de sélectionner les sociétés les plus comparables au sein d'un groupe de pairs sectoriels.

Les indicateurs de performance les plus usuels que nous avons retenus dans le cadre de notre étude, en parcourant la littérature, sont rassemblés au niveau du tableau ci-dessous :

Indicateurs de performance	Code	Définition	Formule
Indicateurs de performance de type structurel			
Taux de Marge Opérationnelle sur Chiffre d'Affaires	[m]	Rapport entre le résultat opérationnel (Ebit) et le chiffre d'affaires des exercices suivant	$m = E'2/C2$
Taux de Marge Opérationnelle sur Résultat Opérationnel Monétaire (Ebitda)	[d]	Rapport entre le résultat opérationnel (Ebit) prévisionnel et le résultat opérationnel monétaire (Ebitda) des exercices suivants	$d = E2/E'2$
Rentabilité des Capitaux Employés	[r]	Rapport entre le résultat opérationnel (Ebit) de l'exercice en cours et les capitaux employés	$r = (m * E1)/K0$

Pour des raisons pédagogiques, nous nous sommes contentés des indicateurs de performance de type structurel au niveau de cet article. C'est indicateurs restent aussi les variables de contrôle les plus utilisés par les praticiens. Notons au passage,

que d'autres types d'indicateurs existent. Ils sont regroupés sous forme d'indicateurs de performance de type conjoncturel ainsi que des indicateurs de performance dits de long terme. Les premiers types d'indicateurs sont en lien avec la

croissance du chiffre d'affaire, comme ils sont également en lien avec la croissance des différents résultats, notamment le résultat opérationnel ainsi que le résultat opérationnel monétaire. Les seconds types d'indicateurs sont en rapport avec des notions qui impactent l'entreprise sur la durée, comme le taux d'endettement, le taux d'impôt et la taille de l'entreprise. Une exception sera faite par contre pour un seul indicateur au niveau des indicateurs de performance du type long terme, à savoir pour la taille de l'entreprise, en raison de la l'impact de cet indicateur sur l'ensemble de la valorisation.

IV. APPLICATION DE LA METHODE ET ANALYSES

A) Les Statistiques Descriptives

Les principales données statistique que nous allons calculées à partir de notre échantillon sont (la moyenne, l'écart type, le minimum, le maximum, la médiane, le 1er et le 3éme quartiles ainsi que le tableau des corrélations). Ces indicateurs de tendance centrale et de dispersion, porteront simultanément sur les multiples de valorisation ainsi que sur les variables de contrôle.

Statistiques descriptives					
	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Valeur de l'entreprise	6	179	15845	5176,67	5914,373
Chiffre d'Aff 2013	6	111	7007	3500,83	2824,034
Chiffre d'Aff 2014	6	126	7043	3533,33	2825,670
Chiffre d'Aff 2015	6	134	6970	3318,17	3052,568
Croissance 2013	6	-1,90%	25,80%	7,1167%	11,16
Croissance 2014	6	-7,20%	13,90%	4,5000%	7,73
Croissance 2015	6	-58,40%	18,90%	-3,0500%	28,34
EBITDA 2013	6	12	1315	450,83	500,361
EBITDA 2014	6	15	1326	430,83	482,589
EBITDA 2015	6	26	1349	443,67	485,217
EBIT 2013	6	5	994	300,67	370,286
EBIT 2014	6	8	977	263,33	359,663
EBIT 2015	6	17	1041	310,17	373,223
Résultat Net 2013	6	5	629	176,50	235,244
Résultat Net 2014	6	6	640	157,83	245,804
Résultat Net 2015	6	13	642	184,50	235,909
Multiple de Chiffre d'affaires 2013	6	0,80	2,7	1,500	0,72
Multiple de Chiffre d'affaires 2014	6	0,70	2,6	1,400	0,69
Multiple de Chiffre d'affaires 2015	6	0,90	2,3	1,483	0,50
Multiple d'Ebitda 2013	6	9,4	16,7	12,650	2,6569
Multiple d'Ebitda 2014	6	8,8	13,8	11,767	1,6452
Multiple d'Ebitda 2015	6	7,0	13,7	10,233	2,4977
Multiple d'Ebit 2013	6	15,1	144,8	39,733	51,6388
Multiple d'Ebit 2014	6	15,8	46,4	23,000	11,7506
Multiple d'Ebit 2015	6	10,4	33,3	16,200	8,5685
Taux de Marge Opérationnelle sur Chiffre d'Affaires 2013	6	1,28%	16,63%	6,7277%	5,15
Taux de Marge Opérationnelle sur Chiffre d'Affaires 2014	6	2,45%	16,16%	7,2427%	4,75
Taux de Marge Opérationnelle sur Chiffre d'Affaires 2015	6	3,56%	16,04%	10,7285%	4,88
Taux de Marge Opérationnelle sur Résultat Opérationnel Monétaire 2013	6	11,504%	76,678%	55,66335%	23,82
Taux de Marge Opérationnelle sur Résultat Opérationnel Monétaire 2014	6	29,793%	77,586%	57,54720%	17,17
Taux de Marge Opérationnelle sur Résultat Opérationnel Monétaire 2015	6	41,285%	85,246%	68,94848%	15,69

L'analyse de la dispersion de l'échantillon fait ressortir qu'il y a des valeurs aberrantes dans l'échantillon qu'il serait plus judicieux de les supprimer afin d'avoir au final des résultats concluants. En effet, sur la base de la littérature, la taille de l'entreprise joue un rôle important dans l'évaluation des entreprises sur la base de la méthode des multiples. C'est la raison pour laquelle, nous allons supprimer de l'échantillon les entreprises ayant la valeur minimale et maximale en termes de valeur de l'entreprise au sein de l'échantillon. Les entreprises qui seront supprimées de l'échantillon sont Cartier Saada et Cosumar compte tenu de leur écart-type.

B. Application de la Méthode

Nous appliquerons la méthode d'évaluation des entreprises à la société Unimer en comparaison avec le reste des entreprises de l'échantillon après avoir supprimé les valeurs

aberrantes comme décrit ci-dessus. Nous calculeront les taux d'erreurs absolues des différents multiples de valorisations, ce qui nous permettra de tester les hypothèses que nous avons émises en parcourant la littérature. Nous tenons toutes fois à préciser que ce papier est dédié en premier lieu à l'application de la méthode et à une analyse de la méthode dans son ensemble, tandis que le volet validation des hypothèses fera l'objet d'un papier à part entière. Afin de mener à terme la dite analyse, nous procéderons une fois les différentes étapes de la méthode d'évaluation achevées, à une classification des taux d'erreur absolue de telle sorte à ne retenir que les plus faibles. Nous rappelons bien évidemment que plus l'écart entre la valeur observée et la valeur estimée est faible plus le multiple est représentatif du niveau de valorisation. C'est de cette manière que nous pourrions parfaire la méthode.

Entreprise	V	Multiples de Valorisation de 2013 à 2015											
		M (C) 2013	M (C) 2014	M (C) 2015	M (E) 2013	M (E) 2014	M (E) 2015	M (E') 2013	M (E') 2014	M (E') 2015	M (R) 2013	M (R) 2014	M (R) 2015
Centrale Danone	7996	1,1	1,1	1,2	10,6	13,8	13,7	20,0	46,4	33,3	36,3	194,1	150,9
Dari cospate	753	1,9	1,7	1,4	16,7	11,5	8,7	144,8	21,8	13,7	35,7	30,1	19,8
Lesieur cristal	3546	0,9	0,9	0,9	12,5	12,2	11,6	16,3	15,8	13,6	28,4	18,2	17,7
Unimer	<u>2741</u>	<u>0,8</u>	<u>0,7</u>	<u>1,8</u>	<u>9,4</u>	<u>8,8</u>	<u>8,7</u>	<u>15,1</u>	<u>16,7</u>	<u>11,0</u>	<u>46,5</u>	<u>67,8</u>	<u>17,1</u>

Le tableau ci-dessus reprend les principaux multiples de valorisation des entreprises comparable à la société Unimer. C'est multiples en question ont été calculé comme expliqué

dans le premier chapitre par le rapport entre la valeur de l'entreprise et les principaux résultats financiers, à savoir, le chiffre d'affaires, l'EBITDA, l'EBIT et le résultat net.

	Multiples synthétiques		
	2013	2014	2015
Ms C	1,29	1,26	1,17
Ms E	13,25	12,53	11,36
Ms E'	60,38	27,98	20,21
Ms R	33,44	80,79	62,79

Par la suite, il est question de calculer les multiples synthétique de valorisation en calculant la moyenne arithmétique des multiples de valorisation des sociétés constituant un groupe de pairs de « n » sociétés comparables (i allant de 1 à n). L'équation qui suit reprend la méthode de calcul des multiples synthétiques :

$$Msit = 1/n \sum Voit / Xit$$

	Valeurs estimés d'UNIMER		
	2013	2014	2015
Ve C	4 356,96	4 680,39	1 812,71
Ve E	3 867,20	3 881,45	3 572,01
Ve E'	10 952,85	4 599,90	5 020,99
Ve R	1 972,93	3 264,08	10 083,63

Le calcul des multiples synthétiques de valorisation, nous permet de déduire les valeurs estimées des agrégats financiers les plus importants de la société Unimer. Les valeurs estimées sont la valeur du chiffre d'affaire, de l'EBITDA, de l'EBIT et du résultat net sur les exercices 2013, 2014 et 2015.

C. Calcul des Taux d'Erreurs Absolus TEA

La pertinence d'un multiple synthétique simple, représentatif du niveau de valorisation de sociétés comparables constituant un groupe de pairs s'exprime, au travers de sa capacité à fournir une estimation de la valeur de l'entreprise que le

cherche à évaluer aussi proche possible de la valeur qu'aurait cette entreprise si elle était cotée. La différence entre cette valeur estimée et cette valeur susceptible d'être observée si l'entreprise est cotées, correspond à l'erreur de l'évaluation : plus cette différence est faible plus un multiple peut être considéré comme pertinent. C'est pourquoi après avoir regroupé l'ensemble de ces données, il est question d'appliquer le cœur de notre méthodologie de recherche, à savoir calculer les taux d'erreur absolu des valorisations, comme décrit au niveau du tableau ci-dessous.

	TEA=Vobs-Vest		
	2013	2014	2015
TEA du Ms C	- 968,16	- 955,69	- 263,21
TEA du Ms E	- 3 575,30	- 3 571,65	- 3 257,51
TEA du Ms E'	- 10 771,45	- 4 435,50	- 4 772,49
TEA du Ms R	- 1 913,93	- 3 223,68	- 9 923,03

V. CONCLUSION

Nous pouvons déduire dans un premier temps que l'exercice 2013 est le moins concluant en termes d'estimation des

valeurs de résultats étant donné que c'est l'exercice où les écarts des taux d'erreurs absolus de valorisation sont les plus importants, hormis l'estimation de la valeur du résultat net. Le deuxième constat qui s'impose est celui de la quasi-égalité des taux d'erreurs absolus de valorisation de l'EBITDA entre les

trois exercices, témoignant de la stabilité de l'excédent brut d'exploitation. 2015 est l'exercice où l'écart entre la valeur estimée et la valeur observée entre les différents agrégats financiers sont les plus faibles.

Il est à noter également que le chiffre d'affaire reste l'agrégat financier le mieux estimé avec le taux d'erreur de l'évaluation le plus faible.

De manière générale, nous déduisons que le secteur agroalimentaire au niveau de la bourse de Casablanca n'est pas homogène au niveau des principaux indicateurs financiers et ne permet pas de ressortir des résultats très concluants quant à l'application de la méthode d'évaluation par les comparables.

REFERENCES

[1] E. Lie, H.J. Lie (2002), "Multiples Used to Estimate Corporate Value". *Financial Analysts Journal*, 58, p. 44-54.

- [2] I. Dittmann, CH. Weiner (2005). "Selecting Comparables for the Valuation of European Firms", *Working Paper*, Humboldt-Universität zu Berlin.
- [3] J. Liu, D. Nissim, J.K. Thomas (2007), "Is Cash flow King in Valuations?", *Financial Analysts Journal*, 63-2, p. 1-23.
- [4] J.Liu, D.Nissim, J.K. Thomas (2002a), "Equity Valuation Using Multiples", *Journal of Accounting Research*, 40, p. 135-172.
- [5] P. Harbula (2009), "Valuation Multiples: Accuracy and Drivers Evidence from the European Stock Market", *Business Valuation Review*, 28-4, p. 186-200.
- [6] Y.K. Yoo (2006), "The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples", *Review of Accounting Studies*, 5-2, p. 108-123
- [7] M. Baker, R.S. Ruback (1999), "Estimating Industry Multiples", *Working Paper*, Harvard University.
- [8] G.A. Feltham, J.A. Ohlson (1995), "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, 11, p. 689-731.
- [9] M. Meitner (2003), "Option-Style Multi-Factor Comparable Company Valuation for Practical Use", *Working Paper*, Center of European Economic Research