

**Création de valeur économique ou simple rentabilité comptable :
Analyse de trois entreprises cotées à la Bourse d'Alger
Economic value creation or simple accounting profitability:
Analysis of three companies listed on the Algiers Stock Exchange**

Benhamma Salem

École Supérieure de Comptabilité et de Finances
Constantine - Algérie, sbenhamma@escf-constantine.dz

Date de réception: 02-09-2025

Date d'acceptation: 17-11-2025

Résumé :

Cette recherche évalue la création de valeur économique au sein des entreprises cotées à la Bourse d'Alger, dans un contexte où la rentabilité comptable ne reflète pas toujours la performance réelle. L'objectif est d'examiner la capacité des sociétés à générer un surplus économique au-delà des résultats financiers classiques. La méthodologie adoptée repose sur l'analyse des états financiers de trois entreprises durant la période 2022–2024, en mobilisant plusieurs indicateurs de performance, dont l'EVA, le ROCE, le CFROI et le ROE, calculés à partir du NOPAT, du capital investi et du coût moyen pondéré du capital. Les résultats révèlent des trajectoires contrastées, certaines entreprises parvenant ponctuellement à créer de la valeur, tandis que d'autres enregistrent une destruction persistante. L'étude confirme la pertinence de l'intégration du coût du capital dans l'évaluation de la performance et met en évidence la nécessité d'adopter une approche élargie de la rentabilité dans le contexte algérien.

Mots-clés: Economic Value Added (EVA), Performance financière, Coût du capital, Entreprises cotées, Bourse d'Alger.

Codes de classification Jel: G30, G32, O16.

Abstract :

This research evaluates economic value creation within companies listed on the Algiers Stock Exchange, in a context where accounting profitability does not always reflect actual performance. The objective is to examine companies' ability to generate economic surplus beyond traditional financial results. The methodology is based on an analysis of the financial statements of three companies during the period 2022–2024, using several performance indicators, including EVA, ROCE, CFROI, and ROE, calculated from NOPAT, invested capital, and weighted average cost of capital. The results reveal contrasting trajectories: some companies manage to create value on an ad hoc basis, while others suffer persistent destruction. The study confirms the relevance of integrating the cost of capital into performance evaluation and highlights the need for a broader approach to profitability in the Algerian context.

Keywords : Economic Value Added (EVA), Financial Performance, Cost of Capital, Listed Companies, Algiers Stock Exchange.

Jel Classification Codes : G30, G32, O16.

1. Introduction :

Dans les économies modernes, la performance des entreprises ne peut plus se limiter à l'évaluation comptable des résultats réalisés. Dans un environnement caractérisé par une intensification de la concurrence, la volatilité des marchés financiers et une pression accrue des parties prenantes, il devient nécessaire de recourir à des outils d'analyse plus pertinents que les simples agrégats comptables. La notion de création de valeur économique s'est ainsi imposée comme un cadre d'évaluation privilégié, visant à mesurer la capacité réelle d'une entreprise à générer un excédent financier durable après rémunération de l'ensemble des facteurs de production, y compris le capital investi. Dans les pays émergents comme l'Algérie, où les marchés financiers restent limités et la culture de la valeur actionnariale encore peu développée, cette problématique présente un intérêt scientifique et managérial particulier et pertinent.

La littérature, en particulier anglo-saxonne, a mis en évidence les limites des indicateurs purement comptables tels que le bénéfice net ou le rendement des capitaux propres. Les travaux fondateurs de Stewart (1991) et Rappaport (1986) ont proposé des indicateurs intégrant le coût du capital, comme l'Economic Value Added (EVA), le Market Value Added (MVA), le Cash Flow Return on Investment (CFROI) ou le Return on Capital Employed (ROCE), offrant ainsi une mesure plus complète de la performance économique et de la création de valeur économique à long terme.

En Algérie, les recherches consacrées à ce thème restent relativement limitées, bien que certaines contributions méritent d'être soulignées. Parmi elles, on peut mentionner les travaux de Khiari et Djaouahdou (2012) ainsi que de Khiari (2021), qui mettent en évidence l'intérêt de la valeur économique ajoutée comme outil incontournable pour l'évaluation des performances réelles des entreprises algériennes. Kerzabi et Benbouziane (2014) se sont intéressés à la relation entre la création de valeur économique et la compétitivité des entreprises algériennes, tandis que Kheiri (2021) a examiné le rôle de l'EVA dans la détermination de la valeur boursière des sociétés cotées à la Bourse d'Alger. Plus récemment, Kebieche (2024) a analysé l'impact de l'application des normes comptables internationales, via le système national de comptabilité financière, sur la valeur économique ajoutée des entreprises algériennes.

La présente recherche s'inscrit dans cette perspective et vise à répondre à la problématique suivante : les entreprises cotées à la Bourse d'Alger créent-elles effectivement de la valeur économique au-delà de leur rentabilité comptable apparente ? Autrement dit, leurs résultats comptables traduisent-ils une performance nette après prise en compte du coût des ressources financières mobilisées ?

Afin de répondre à cette problématique, nous avons formulé dans le cadre de ce travail deux hypothèses de recherche :

- H1 : Les entreprises cotées étudiées ne génèrent pas systématiquement une valeur économique positive, malgré des résultats comptables favorables.
- H2 : Des écarts significatifs existent entre elles quant à leur capacité de création de valeur, en lien avec leur secteur et leur structure financière.

Les objectifs de la présente étude consistent à mesurer la capacité effective de création de valeur de ces entreprises à partir d'indicateurs économiques reconnus, à comparer ces résultats aux indicateurs comptables classiques afin d'identifier d'éventuels écarts d'interprétation, et à formuler des recommandations à l'intention des gestionnaires, analystes et décideurs publics, pour améliorer les pratiques d'évaluation et de gouvernance.

Sur le plan méthodologique, la démarche suivie est quantitative et porte sur trois entreprises cotées à la Bourse d'Alger, à savoir AOM INVEST (tourisme/hôtellerie), BIOPHARM SPA (industrie pharmaceutique) et ALLIANCE ASSURANCES (assurances). La période étudiée est 2022–2024, les données étant issues des états financiers certifiés, de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) et de la Bourse d'Alger (SGBV). Les indicateurs (EVA, ROCE, CFROI, ROE, etc.) sont calculés à partir des paramètres financiers fondamentaux (résultat opérationnel net d'impôts, amortissements, capital investi, coût moyen pondéré du capital), selon une approche rigoureuse inspirée de la littérature spécialisée (Damodaran, 2012 ; Stewart, 1991).

L'article est structuré en trois parties : la première expose le cadre théorique et conceptuel relatif à la création de la valeur économique, la deuxième détaille la méthodologie et la troisième présente l'analyse empirique, les résultats et la vérification des hypothèses.

2. Cadre théorique

2.1 Fondements et définitions

L'émergence des indicateurs de création de valeur économique s'inscrit dans l'évolution des paradigmes et approches de la finance d'entreprise, où la maximisation de la richesse des actionnaires constitue un objectif central. Cette orientation repose sur plusieurs fondements théoriques, notamment la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976, 2019), la théorie de la firme (Fama & Jensen, 1983) et le management fondé sur la valeur. Ces approches soulignent que les décisions stratégiques doivent être évaluées non seulement par leur rentabilité comptable, mais surtout par leur capacité à générer une valeur économique durable, traduisant l'efficacité et l'efficacité dans l'allocation des ressources.

La théorie de l'agence, met en lumière les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et souligne l'importance des mécanismes de contrôle alignant les actions managériales sur les objectifs des propriétaires du capital. Dans cette optique, les indicateurs de création de valeur, tel l'Economic Value Added (EVA), apparaissent comme des outils réduisant les asymétries d'information et renforçant la discipline managériale (Jensen, 2001). Popularisé dans les années 1990 par Stern Stewart & Co., l'EVA prolonge le concept ancien de résultat économique résiduel, déjà évoqué dans la littérature durant les années 1950. Solomons (1965) soulignait que le résultat comptable devait être corrigé du coût des capitaux investis afin d'évaluer la véritable richesse créée pour les bailleurs de fonds.

Les travaux de Fama et Jensen (1983) confirment la pertinence d'une mesure intégrant à la fois rentabilité et coût du capital, plutôt que des indicateurs comptables souvent partiels, manipulables ou produits pour satisfaire des exigences fiscales. De leur côté, Ittner et Larcker (2001) rappellent que les indicateurs de création de valeur doivent s'inscrire dans un système global de gestion stratégique, orienté vers l'allocation optimale des ressources, la gestion du capital et la fixation d'objectifs à long terme.

Ainsi, les indicateurs de création de valeur ne se limitent pas à une mesure quantitative de performance, mais il constituent un cadre conceptuel structurant la stratégie, les investissements et la politique de rémunération, tout en renforçant la transparence et la responsabilité managériale. En s'appuyant sur un socle théorique solide issu de l'économie, de la

gouvernance d'entreprise et du contrôle de gestion, l'EVA et les indicateurs similaires deviennent des leviers de pilotage et d'évaluation indispensables dans un environnement à forte intensité concurrentielle.

2.2 Revue de littérature

Les indicateurs de création de valeur économique, et en particulier l'Economic Value Added (EVA), ont suscité un intérêt croissant dans la littérature académique depuis les années 1990, aussi bien en finance d'entreprise qu'en contrôle de gestion. Cette revue de littérature synthétise les principaux travaux en mettant en évidence les apports empiriques et conceptuels, les critiques méthodologiques et les évolutions récentes.

Formalisé par Stewart (1991) et inspiré de la théorie du résultat résiduel (Solomons, 1965), l'EVA se distingue des mesures comptables traditionnelles telles que le résultat net ou le bénéfice par action, en intégrant le coût du capital. Il explicite ainsi la contrainte de rentabilité imposée par les investisseurs, posant un seuil de création de richesse au-delà du simple enregistrement d'un bénéfice comptable.

Les recherches empiriques montrent souvent une supériorité explicative de l'EVA. Chen et Dodd (2001) observent un pouvoir explicatif plus élevé de l'EVA sur la valeur boursière que celui des indicateurs comptables classiques, bien que cet avantage dépende du secteur et du contexte géographique. De même, Biddle, Bowen et Wallace (1997) constatent que l'EVA est davantage corrélé aux rendements boursiers, surtout lorsque les ajustements comptables nécessaires sont correctement appliqués. Worthington et West (2004) confirment cette robustesse dans divers environnements financiers, tout en soulignant que l'efficacité de l'EVA repose sur la qualité et la transparence des données financières.

Cependant, plusieurs critiques méthodologiques émergent. Peterson & Peterson (1996) et O'Byrne (1996) soulignent que la complexité du calcul, nécessitant de nombreux ajustements comptables, peut limiter l'utilisation de l'EVA, en particulier dans les PME ou dans les environnements où la transparence comptable est faible. Par ailleurs, la dépendance de l'EVA au coût moyen pondéré du capital en fait un indicateur sensible aux estimations du risque, du coût des fonds propres et de la structure de capital, ce qui pose des difficultés particulières dans les marchés émergents caractérisés par une faible liquidité et des primes de risque élevées.

Dans une étude empirique portant sur les pays émergents, Klapper et Love (2004) montrent que la performance des entreprises est significativement mieux corrélée aux structures de gouvernance d'entreprise, notamment en termes de protection des investisseurs et de transparence comptable. Ce résultat souligne que l'efficacité de l'EVA dépend fortement de ces dimensions institutionnelles, ce qui justifie la nécessité de les considérer dans le contexte algérien où la qualité de la gouvernance et la disponibilité des données financières peuvent varier considérablement.

Depuis 2020, la littérature explore de nouveaux champs d'application, notamment dans la finance durable. Mahmood et al. (2021) étudient l'articulation entre l'EVA et les indicateurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, suggérant qu'une combinaison des deux approches permettrait une évaluation plus complète de la performance globale. Leur analyse propose de dépasser la vision exclusivement financière et d'intégrer les externalités dans l'évaluation.

Dans le même ordre d'idées, Klapper et Love (2004) observent que dans les pays émergents, la performance des entreprises est significativement corrélée à la qualité de la gouvernance d'entreprise, notamment en termes de protection des investisseurs et de transparence comptable. Ces résultats soulignent que l'adoption et l'efficacité de l'EVA dépendent de conditions institutionnelles favorables, y compris la culture financière interne, ce qui justifie la nécessité de former les dirigeants à son interprétation et à son intégration dans les outils de pilotage stratégique.

Par ailleurs, Ittner et Larcker (2003) mettent en avant l'importance d'intégrer l'EVA à d'autres indicateurs financiers et non financiers, tels que l'innovation, la qualité opérationnelle et la gestion du capital humain, dans des cadres d'évaluation plus larges comme le tableau de bord prospectif. Cette approche permet de refléter plus fidèlement la stratégie de création de valeur à long terme et de renforcer le lien entre la performance financière et les objectifs stratégiques globaux.

Dans l'ensemble, la littérature s'accorde sur le potentiel des indicateurs de création de valeur comme outils de pilotage stratégique et de transparence financière, capables de relier directement la stratégie d'allocation des ressources aux attentes des investisseurs. Toutefois, sa mise en œuvre nécessite un environnement institutionnel solide, des données financières

fiables et une gouvernance adaptée, conditions qui ne sont pas toujours réunies dans les économies émergentes.

En Algérie, les travaux restent limités. La structure du marché financier, les caractéristiques de la gouvernance et la disponibilité limitée des données représentent autant de contraintes, mais offrent aussi l'opportunité de tester l'adaptabilité des indicateurs issus de la littérature anglo-saxonne à un contexte institutionnel particulier. Cette recherche s'inscrit dans cette perspective comparative en examinant comment les indicateurs de création de la valeur, en particulier l'EVA, peuvent être mobilisés pour évaluer la performance stratégique d'entreprises cotées à la Bourse d'Alger, tout en contribuant à la réflexion sur la valorisation, la gouvernance managériale et le pilotage stratégique dans les économies émergentes.

2.3 Principaux indicateurs de création de valeur économique

Dans le prolongement des fondements théoriques et des apports de la littérature, il convient de préciser les outils concrets permettant d'évaluer la création de valeur économique. Développés dans le cadre du management par la valeur, ces indicateurs visent à dépasser les mesures comptables traditionnelles en intégrant le coût du capital mobilisé, afin de déterminer si l'entreprise génère un véritable surplus économique ou détruit de la valeur malgré des bénéfices comptables apparents. Les principaux indicateurs retenus dans cette étude sont l'Economic Value Added (EVA), le Market Value Added (MVA), le Cash Value Added (CVA), le Shareholder Value Added (SVA), le Total Shareholder Return (TSR), le Return on Capital Employed (ROCE) et le Cash Flow Return on Investment (CFROI).

- Economic Value Added (EVA) : Développé par Stern Stewart & Co. et théorisé par Stewart (1991), l'EVA se calcule comme le bénéfice net d'exploitation après impôts (NOPAT) diminué du coût du capital employé : $EVA = NOPAT - (\text{Capital investi} \times WACC)$. Un EVA positif traduit une création de valeur, un EVA négatif signifie une destruction. Il constitue un repère central pour l'allocation des ressources et l'évaluation de la performance managériale, en alignant les intérêts des dirigeants et des actionnaires.

- Market Value Added (MVA) : Introduit par Rappaport (1986), le MVA mesure la différence entre la valeur boursière totale (capitalisation +

dette nette) et le capital investi : $MVA = \text{Valeur de marché} - \text{Capital investi}$. Un MVA positif indique que le marché anticipe une rentabilité supérieure au coût du capital, un MVA négatif signale l'inverse.

- **Cash Value Added (CVA)** : Le CVA représente une adaptation de l'EVA orientée vers les flux de trésorerie. Il se définit comme la différence entre le cash-flow opérationnel net généré par l'entreprise et le coût du capital appliqué au capital investi. La formule la plus utilisée est : $CVA = \text{Cash-flow opérationnel net} - (\text{Capital investi} \times \text{Coût du capital})$. Cet indicateur est particulièrement utile dans les secteurs à forts investissements ou à décalages de trésorerie, le CVA reflète la capacité de l'entreprise à générer des liquidités nettes (Young & O'Byrne, 2001).

- **Shareholder Value Added (SVA)** : Le SVA est un indicateur de performance basé sur les flux de trésorerie futurs actualisés. Il mesure la valeur créée pour les actionnaires à partir de la différence entre la valeur actuelle nette (VAN) des flux de trésorerie générés par l'entreprise et le capital investi initialement. Formellement, $SVA = VAN \text{ des flux de trésorerie futurs} - \text{Capital investi}$. Introduit par Rappaport (1986), il capte la valeur anticipée à long terme, souvent utilisée pour l'évaluation de projets stratégiques.

- **Total Shareholder Return (TSR)** : Le TSR est un indicateur global de rentabilité pour l'actionnaire, intégrant la performance boursière de l'action et les dividendes perçus. Il est calculé comme suit : $TSR = (\text{Prix final de l'action} - \text{Prix initial} + \text{Dividendes}) / \text{Prix initial}$. Il combine plus-value et dividendes, et reflète la performance boursière et la politique de distribution adoptée par l'entreprise (McKinsey & Company Inc. et al., 2015).

- **Return on Capital Employed (ROCE)** : Le ROCE est un indicateur traditionnel de rentabilité des capitaux investis. Il se définit comme le rapport entre le résultat d'exploitation après impôt (NOPAT) et le capital investi. Sa formule est : $ROCE = \text{NOPAT} / \text{Capital investi}$. Un ROCE supérieur au coût du capital indique une création de valeur, l'inverse traduisant une inefficience ou une destruction de valeur (Damodaran, 2002).

- **Cash Flow Return on Investment (CFROI)** : Le CFROI est un indicateur centré sur le rendement généré par les flux de trésorerie opérationnels relativement au capital investi. Bien qu'il soit idéalement

calculé à partir des cash-flows économiques réels, une approximation peut être faite à partir des données comptables comme suit : $CFROI \approx (\text{Résultat net} + \text{Dotations aux amortissements}) / \text{Capital investi}$. Cet indicateur a l'avantage d'être simple et utile lorsque les données de trésorerie détaillées sont indisponibles, il complète l'EVA et le ROCE pour évaluer la rentabilité intrinsèque.

Ces indicateurs, complémentaires, permettent d'analyser la performance sous un double angle tant financier que boursier. Leur utilisation conjointe fournit une vision plus intégrée de la création de valeur et renforce la pertinence de l'évaluation stratégique.

3. Méthodologie

Cette étude évalue la capacité des entreprises cotées à la Bourse d'Alger à créer une valeur économique durable, à partir d'indicateurs de performance liés ou basés sur le coût du capital investi. Une approche quantitative a été adoptée, fondée sur l'analyse des bilans et comptes de résultats publiés par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse et la Bourse d'Alger.

Trois entreprises ont été retenues pour la disponibilité et la fiabilité de leurs états financiers, couvrant la période 2022-2024. Les indicateurs issus de la littérature ont été calculés et interprétés dans une perspective managériale. Compte tenu des limites du marché boursier algérien, certaines hypothèses simplificatrices, notamment pour l'estimation du coût moyen pondéré du capital, ont été retenues pour assurer la cohérence et la comparabilité des résultats avec la réalité du terrain.

3.1 Présentation de l'échantillon des entreprises analysées

L'échantillon se compose de trois sociétés opérant dans des secteurs variés : industrie pharmaceutique, assurances, et tourisme/hôtellerie-investissement, permettant d'appréhender la création de valeur dans des contextes organisationnels et concurrentiels diversifiés.

- **AOM INVEST** : société spécialisée dans le développement de projets thermaux, cotée sur le marché PME depuis 2018. Ses performances sur 2022-2024 offrent un cas pertinent d'analyse dans le secteur touristique et de loisirs.

- BIOPHARM SPA : acteur majeur de la production pharmaceutique en Algérie, coté depuis 2016. Ses données financières pour 2022-2024 permettent un suivi solide des indicateurs de valeur.
- ALLIANCE ASSURANCES : première compagnie d'assurance privée cotée en 2011, avec un historique de croissance et des résultats financiers stables sur la période étudiée.

3.2 Sources de données

L'analyse repose sur des données secondaires issues des états financiers certifiés (bilans, comptes de résultats) couvrant la période 2022-2024. Ces états financiers, nécessaires au calcul des indicateurs (EVA, MVA, CVA, SVA, TSR, ROCE, CFROI), ont été extraits des plateformes officielles de la COSOB et de la Bourse d'Alger, garantissant leur fiabilité et leur conformité réglementaire.

Les sites institutionnels des entreprises ont également été consultés pour collecter des informations complémentaires sur leur activité, leur historique et leur contexte stratégique, et ce, afin d'enrichir l'interprétation des résultats.

3.3 Méthodes de calcul

Le traitement des données collectées repose sur le calcul d'un ensemble d'indicateurs financiers reconnus pour leur capacité à mesurer la création de valeur économique. Les formules utilisées ont été sélectionnées à partir de la littérature spécialisée en finance d'entreprise et adaptées au contexte algérien, marqué par certaines contraintes structurelles telles que la faible liquidité du marché boursier, l'absence d'un marché efficient du capital et la rareté des données relatives au coût des fonds propres.

L'indicateur principal mobilisé dans cette étude est l'Economic Value Added (EVA), défini comme la différence entre le résultat net d'exploitation après impôts (NOPAT) et le coût du capital investi, soit $EVA = NOPAT - (\text{Capital investi} \times WACC)$. Le WACC représente le coût moyen pondéré du capital, calculé selon la formule suivante : $WACC = (E/V) \times R_e + (D/V) \times R_d \times (1 - T)$ où E est la valeur des fonds propres, D celle de la dette, $V = E + D$, R_e le coût des fonds propres, R_d le coût de la dette et T le taux d'imposition. Cette formule repose sur les fondements du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM), qui postule que R_e

$= R_f + \beta \times (R_m - R_f)$, avec R_f le taux sans risque, R_m le rendement attendu du marché et β le coefficient de risque systématique (Sharpe, 1964 ; Fama & French, 1992).

Dans le cas algérien, la détermination du coût des fonds propres (R_e) a nécessité des ajustements méthodologiques. En l'absence d'un marché boursier suffisamment profond pour estimer un coefficient de risque empirique fiable, nous avons eu recours à des bêta sectoriels internationaux issus de bases de données spécialisées (Damodaran, 2025). Cette approche indirecte est souvent utilisée dans les marchés émergents où la volatilité des actions locales est insuffisante pour dériver des estimations robustes (Pereiro, 2002 ; Bensiahmed & Azzaoui, 2023).

Pour les indicateurs alternatifs à l'EVA, les formules de calcul sont les suivantes :

- $ROCE = NOPAT / \text{Capital investi}$;
- $CFROI \approx (\text{Résultat net} + \text{Dotations aux amortissements}) / \text{Capital investi}$;
- $ROE = \text{Résultat net} / \text{Capitaux propres}$.

Ces indicateurs offrent une complémentarité analytique : l'EVA et le ROCE reflètent l'efficacité économique interne, le CFROI recentre l'évaluation sur la génération réelle de liquidités, tandis que le ROE mesure la rentabilité des capitaux propres. Les données nécessaires (résultats, amortissements, capitaux, dettes...) proviennent directement des états financiers publiés. lorsque certaines informations, comme le coût de la dette, étaient indisponibles, des hypothèses prudentes ont été formulées sur la base des taux directeurs de la Banque d'Algérie et des taux observés sur des financements similaires.

Les autres indicateurs identifiés dans la littérature (MVA, CVA, SVA, TSR) n'ont pas été calculés, faute de disponibilité des données requises.

4. Analyse empirique

À la suite du cadre théorique présenté et de la méthodologie adoptée, cette partie développe l'analyse empirique. L'objectif réside dans l'application des indicateurs de création de valeur économique aux données issues d'un échantillon de trois entreprises cotées à la Bourse d'Alger, afin d'évaluer leur capacité à générer un surplus économique au-delà de la rentabilité comptable.

L'étude s'appuie sur les états financiers couvrant les exercices 2022 à 2024. La première étape consiste à déterminer les paramètres financiers de base : résultat net, bénéfice net d'exploitation après impôts (NOPAT), dotations aux amortissements, capitaux propres, dettes financières, trésorerie, capital investi et coût moyen pondéré du capital. Ce dernier est estimé à partir des données disponibles sur les marchés émergents, en suivant la méthodologie proposée par Damodaran (2002), largement utilisée dans les contextes où la faible liquidité boursière et l'absence de données fiables sur les rendements du marché rendent impossible une estimation directe des paramètres financiers.

Dans la deuxième étape nous procéderons au calcul des indicateurs retenus : Economic Value Added (EVA), Return on Capital Employed (ROCE), Cash Flow Return on Investment (CFROI) et Return on Equity (ROE), en analysant leur évolution annuelle et leur portée managériale.

la troisième étape compare les résultats entre les entreprises étudiées pour mettre en évidence d'éventuelles disparités en termes de création de la valeur économique. Enfin, une synthèse des principaux constats clôt cette partie, en dégagant les enseignements pertinents pour la recherche et pour les parties prenantes.

4.1 Estimation des paramètres financiers de base

L'estimation et l'identification des paramètres financiers de base constituent une étape essentielle pour mesurer la création de valeur économique, car elle permet de passer des données comptables à une évaluation intégrant le coût des capitaux mobilisées. Les principaux agrégats retenus sont le résultat net, le NOPAT, les dotations aux amortissements, le capital investi, la trésorerie et le WACC.

Le résultat net, directement issu du compte de résultat, mesure le profit final attribuable aux actionnaires après toutes charges. Bien qu'il soit un indicateur comptable clé, il reste limité pour apprécier la création de valeur puisqu'il ne considère pas le coût des capitaux engagés.

Le NOPAT, calculé comme : le résultat d'exploitation $\times$ (1 – taux d'imposition) (Damodaran, 2002), isole la performance opérationnelle indépendamment de la structure financière et constitue un paramètre central du calcul de l'EVA.

Les dotations aux amortissements qui sont des charges non monétaires, sont réintégrées dans les indicateurs fondés sur les flux comme le CFROI afin d'améliorer la représentativité économique des ressources générées.

Le capital investi correspond aux capitaux effectivement mobilisés dans l'exploitation, à savoir les capitaux propres, les dettes financières et la trésorerie excédentaire (Stewart, 1991). Le capital investi cible les ressources réellement engagées dans l'activité.

Enfin, le WACC constitue un paramètre fondamental dans l'évaluation de la création de la valeur économique. Il représente le coût moyen pondéré du capital mobilisé. Ce dernier tient compte du coût des fonds propres et de la dette, pondérés selon leur part respective dans la structure de financement (Gliz, 2020). Sa formule générale est : $WACC = (\frac{E}{E+D} \times R_e) + (\frac{D}{E+D} \times R_d \times (1 - T))$. Où E désigne les capitaux propres, D les dettes financières, R_e le coût des fonds propres, R_d le coût de la dette et T le taux d'imposition marginal.

Le coût des fonds propres est estimé via le modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF : $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$. Où R_f est le taux sans risque (souvent le rendement des obligations d'État à long terme), β le coefficient de sensibilité au marché et $(R_m - R_f)$ la prime de risque du marché. Pour le contexte algérien, le R_f peut être approximé par le rendement moyen des OAT (7 à 15 ans) émis par le Trésor algérien (Banque d'Algérie, 2023), la prime de risque du marché et le coefficient de sensibilité au marché par secteurs sont estimés pour ce travail en nous basant sur les données publiées par la plateforme du professeur Aswath Damodaran (Damodaran, 2025). Cette plateforme est reconnue comme une source largement admise dans la recherche scientifique dans le domaine de la finance.

Le coût de la dette correspond au taux effectif payé sur les emprunts accordés aux agents économiques, idéalement calculé à partir des charges d'intérêts rapportées aux dettes financières moyennes. À défaut, le taux d'intérêt moyen supporté par les entreprises sur leurs emprunts bancaires (Banque d'Algérie, 2024) constitue une approximation pertinente.

Une estimation précise du WACC est indispensable pour assurer la robustesse des indicateurs de création de valeur et la validité de l'analyse empirique.

• Les paramètres financiers de base de l’entreprise AOM INVEST

AOM INVEST, cotée à la Bourse d’Alger et active principalement dans le tourisme, affiche entre 2022 et 2024 des indicateurs financiers en progression modérée. Le résultat net croît d’environ 34 %, traduisant une amélioration progressive de la rentabilité comptable.

Le NOPAT, indicateur clé du rendement opérationnel après impôts, atteint 26 millions DA en 2024, suivant la même tendance haussière. Le capital investi, stable entre 830 et 855 millions DA, révèle une stratégie d’investissement prudente, sans expansion significative. La trésorerie, fortement volatile, témoigne d’une gestion financière réactive pouvant influencer la structure du capital.

Le WACC, issu d’un coût des fonds propres élevé (16,10 %) et d’un coût net de la dette modéré (5,78 %), varie entre 12,70 % et 13,94 %. Ce niveau relativement haut reflète les exigences de rendement imposées aux actifs pour générer de la valeur, accentuant la pression sur la rentabilité dans un environnement boursier où l’efficacité du capital est déterminante.

Tableau n° 01 : les paramètres financiers de base de l’entreprise AOM INVEST

Paramètre	Source	Exercice (en 10 ³ DA)		
		2022	2023	2024
Résultat net	Etats financiers de l’entreprise	25 105	30 065	33 749
NOPAT		19 330	23 158	26 002
Amortissements		8 125	7 005	7 005
Trésorerie active		95 156	16 308	71 398
Capital investi*		758 772	855 574	834 233
Coût des fonds propres (R _e)	Voire les annexes	16,10%		
Coût net de la dette (R _d x (1-T))		5,78%		
WACC		13,94%	12,70%	13,68%

T : Taux de l’impôt sur les sociétés : 23%. (CDITA, 2025, art. 150)

*Capital investi = capitaux propres + dettes financières – trésorerie active

Source : États financiers de AOM INVEST (2022, 2023, 2024), COSOB, SGVB, Damodaran (2025), NYU Stern, calculs de l’auteur.

En somme, AOM INVEST affiche une performance comptable croissante, mais qui reste soumise à une forte exigence de rentabilité économique. L’analyse des indicateurs de création de valeur (EVA, ROCE, CFROI et

ROE) à venir permettra de vérifier si cette dynamique traduit une réelle création de richesse pour les actionnaires.

• **Les paramètres financiers de base de l'entreprise BIOPHARM SPA**

BIOPHARM SPA, acteur majeur du secteur pharmaceutique et cotée à la Bourse d'Alger, présente sur 2022–2024 une bonne solidité financière. Le résultat net, déjà élevé en 2022, progresse pour atteindre près de 9,6 milliards DA en 2024, confirmant une rentabilité comptable soutenue. Le NOPAT suit la même dynamique, dépassant 9,2 milliards DA, ce qui indique des performances opérationnelles notables après impôts.

Le capital investi passe de 43,9 à plus de 60 milliards DA, traduisant un renforcement continu des ressources financières mobilisées, ce qui témoigne d'une stratégie d'expansion à long terme cohérente. Les dotations aux amortissements, en forte hausse, soulignent le poids des actifs immobilisés et le renouvellement des équipements dans un secteur capitalistique.

Le WACC, basé sur un bêta sectoriel de 1,07 et un coût des fonds propres de 15,93 %, demeure élevé mais stable (16,08 % à 18,25 %), contrastant fortement avec le coût net de la dette (6,075 %). Cet écart accentue la pression sur la rentabilité économique, faisant de la capacité de BIOPHARM à dépasser ce seuil critique un enjeu central pour la création de valeur actionnariale ou économique.

Tableau n° 02 : les paramètres financiers de base de l'entreprise BIOPHARM SPA

Paramètre	Source	Exercice (en 10 ³ DA)		
		2022	2023	2024
Résultat net	Etats financiers de l'entreprise	8 431 380	8 505 336	9 599 000
NOPAT		8 359 161	8 717 520	9 232 380
Amortissements		4 146 116	4 757 893	6 192 000
Trésorerie active		8 120 937	5 366 493	4 303 000
Capital investi*		43 932 756	56 818 555	60 323 000
Coût des fonds propres (R _e)	Voire les annexes	15,09%		
Coût net de la dette (R _d x (1-T))		6,075%		
WACC		17,31%	15,28%	15,39%
T : Taux de l'impôt sur les sociétés : 19%. (CDITA, 2025, art. 150)				
*Capital investi = capitaux propres + dettes financières – trésorerie active				

Source : États financiers de BIOPHARM SPA (2022, 2023, 2024), COSOB, SGVB, Damodaran (2025), NYU Stern, calculs de l’auteur.

Ainsi, les indicateurs de performance de BIOPHARM laissent entrevoir une structure financière solide et une performance opérationnelle soutenue. Toutefois, l’intensité croissante des capitaux investis combinée à un WACC structurellement élevé exigera, une évaluation rigoureuse de la capacité réelle de l’entreprise à générer un surplus économique durable, notamment à travers les indicateurs EVA, ROCE, CFROI et ROE.

• Les paramètres financiers de base de l’entreprise ALLIANCE ASSURANCES

ALLIANCE ASSURANCES, société cotée du secteur des assurances, présente sur 2022–2024 une performance et une structure de financement marquées par une forte variabilité. Le résultat net recule en 2023 avant de se redresser légèrement en 2024, traduisant une rentabilité comptable relativement fragile. Le NOPAT suit la même tendance, passant de 364 millions DA en 2022 à 268 millions DA en 2023, puis à 330 millions DA en 2024.

Le capital investi atteint son point bas en 2023 (3,63 milliards DA) avant de progresser significativement en 2024 (près de 4,9 milliards DA), variation liée à l’évolution des engagements financiers et de la trésorerie, cette dernière restant instable. Les amortissements demeurent stables, reflétant un maintien régulier des actifs immobilisés.

Le WACC, basé sur un coût des fonds propres de 11,25 % et un coût net de la dette de 5,55 %, varie sensiblement, atteignant 17,39 % en 2023 avant de reculer à 13,44 % en 2024. Ce niveau impose un seuil élevé de rentabilité économique, particulièrement contraignant dans un secteur sensible aux conditions macroéconomiques et réglementaires.

Tableau n° 03 : les paramètres financiers de base de l’entreprise ALLIANCE ASSURANCES

Paramètre	Source	Exercice (10 ³ DA)		
		2022	2023	2024
Résultat net		542 973	439 528	522 659
NOPAT		364 567	268 609	330 877

Création de valeur économique ou simple rentabilité comptable : Analyse de trois entreprises cotées à la Bourse d'Alger
Benhamma Salem

Amortissements	Etats financiers de l'entreprise	417 019	421 691	472 373
Trésorerie active		1 464 080	1 983 502	958 176
Capital investi*		4 064 988	3 631 904	4 896 946
Coût des fonds propres (R _e)	Voire les annexes	11,25%		
Coût net de la dette (R _d x (1-T))		5,55%		
WACC		15,28%	17,39%	13,44%
T : Taux de l'impôt sur les sociétés : 26%. (CDITA, 2025, art. 150)				
*Capital investi = capitaux propres + dettes financières – trésorerie active				

Source : États financiers de ALLIANCE ASSURANCES (2022, 2023, 2024), COSOB, SGVB, Damodaran (2025), NYU Stern, calculs de l'auteur.

L'analyse des paramètres révèle que la performance de l'entreprise ALLIANCE ASSURANCES, bien que soutenue par une politique d'amortissement structurée et une base d'investissement solide, demeure insuffisamment stable pour garantir une création de valeur pérenne. Le niveau élevé et fluctuant du WACC constitue un seuil de référence difficile à dépasser dans un secteur réglementé. La suite de l'analyse devra vérifier si les indicateurs économiques (EVA, ROCE, CFROI) permettent de dépasser cette exigence de rendement.

4.2 Mesure de la création de la valeur économique chez les entreprises de l'échantillon

L'analyse appliquée à AOM INVEST, montre d'une manière claire une incapacité persistante à générer une valeur économique positive sur toute la période observée. L'EVA reste négatif, entre -86 et -88 millions DA, indiquant que le rendement opérationnel est constamment inférieur au coût moyen pondéré du capital, traduisant ainsi une destruction de valeur malgré une légère amélioration de la rentabilité comptable.

Tableau n° 04 : Résultats des indicateurs de création de valeur pour AOM INVEST

Exercice	2022 (10 ³ DA)	2023 (10 ³ DA)	2024(10 ³ DA)
EVA (en DA)	- 86 452	- 85 532	- 88 120 DA
ROCE	2,55%	2,71%	3,12%

Création de valeur économique ou simple rentabilité comptable : Analyse de trois entreprises cotées à la Bourse d'Alger
Benhamma Salem

CFROI	4,38%	4,33%	4,89%
ROE	4,59%	5,32%	5,63%

Source : établi par l’auteur sur la base des états financiers et des paramètres financiers de base.

Cette tendance se confirme avec un ROCE plafonnant à 3,12 % en 2024, bien en deçà du WACC, et un CFROI légèrement supérieur mais toujours insuffisant (4,33 % à 4,89 %). Le ROE progresse faiblement de 4,59 % à 5,63 %, niveau trop bas pour satisfaire les exigences des actionnaires. Ces résultats soulignent que, malgré une relative stabilité comptable, AOM INVEST peine à créer une valeur économique réelle, interrogeant l’efficacité de ses investissements et de sa gestion financière.

Pour BIOPHARM SPA, acteur majeur du secteur pharmaceutique, les indicateurs révèlent une dynamique plus favorable. L’EVA est positif en 2022 et 2023, atteignant plus de 754 millions DA la première année, traduisant une création effective de valeur.

Tableau n° 05 : Résultats des indicateurs de création de valeur pour BIOPHARM SPA

Exercice	2022 (10 ³ DA)	2023 (10 ³ DA)	2024 (10 ³ DA)
EVA (en DA)	754 066	36 159	- 52 405
ROCE	19,03%	15,34%	15,30%
CFROI	28,63%	23,34%	26,18%
ROE	17,12%	15,64%	16,16%

Source : établi par l’auteur sur la base des états financiers et des paramètres de base

Cependant, la baisse progressive de l’EVA, devenu négatif en 2024, interroge sur la durabilité de cette performance. Le ROCE recule de 19,03 % à 15,30 %, frôlant le WACC. Le CFROI reste élevé (26,18 % en 2024), suggérant des flux de trésorerie largement suffisants, tandis que le ROE varie entre 15,64 % et 17,12 %, confirmant une performance comptable robuste. La structure financière demeure maîtrisée, mais la dégradation de l’EVA impose une vigilance accrue sur la rentabilité marginale des investissements.

Concernant ALLIANCE ASSURANCES, les indicateurs révèlent une situation plus préoccupante. L’EVA est négative durant les trois exercices,

avec des pertes économiques qui dépassent les 360 millions DA en 2023. Ce constat traduit une inadéquation persistante entre la rentabilité générée et le coût du capital engagé.

Tableau n° 06 : Résultats des indicateurs de création de valeur pour ALLIANCE ASSURANCES

Exercice	2022 (10 ³ DA)	2023 (10 ³ DA)	2024 (10 ³ DA)
EVA (en DA)	- 256 547	- 362 971	- 327 096
ROCE	8,97%	7,40%	6,76%
CFROI	23,62%	23,71%	20,32%
ROE	9,85%	7,84%	8,95%

Source : établi par l’auteur sur la base des états financiers et des paramètres de base

Le ROCE, supérieur à celui d’AOM INVEST mais inférieur à BIOPHARM, passe de 8,97 % à 6,76 %, toujours en dessous du WACC. Le CFROI, relativement élevé (20 à 23 %), reflète des flux réguliers typiques du secteur, mais insuffisants pour couvrir le coût du capital. Le ROE, après un pic de 9,85 % en 2022, baisse puis se redresse légèrement. Ces performances indiquent que, malgré une bonne gestion de trésorerie, l’entreprise ne transforme pas cette rentabilité en valeur économique, probablement en raison d’une allocation sous-optimale des ressources ou de contraintes réglementaires fortes.

4.3 Analyse comparative de la création de valeur entre les entreprises étudiées

L’examen comparatif des trois entreprises cotées à la Bourse d’Alger révèle des dynamiques contrastées en matière de création de valeur économique. Les indicateurs mobilisés permettent de cerner à la fois les différences sectorielles et les écarts d’efficacité managériale dans l’allocation et l’utilisation des ressources financières.

BIOPHARM SPA se démarque par sa capacité à créer de la valeur sur une partie de la période. Avec une EVA nettement positive en 2022, l’entreprise a généré un rendement économique supérieur au coût du capital. Bien que cet indicateur se soit progressivement dégradé jusqu’à devenir négatif en 2024, ses niveaux élevés de CFROI et ROCE, supérieurs à ceux des deux autres entreprises, confirment une gestion performante du capital investi. Le ROE, supérieur à 15 % tout au long de la période, traduit une rentabilité

actionnariale soutenue. Ces résultats reflètent une stratégie d'investissement globalement cohérente, malgré la nécessité de cibler davantage les projets à forte rentabilité.

En comparaison, ALLIANCE ASSURANCES présente une situation plus contrastée. Son CFROI, supérieur à 20 %, témoigne d'une bonne capacité de génération de flux de trésorerie. Cependant, l'EVA reste négatif sur l'ensemble de la période, indiquant que cette performance opérationnelle ne se traduit pas en création de valeur économique. Le ROCE, bien qu'au-dessus de celui d'AOM INVEST, demeure inférieur au WACC, et le ROE (7,84 % à 9,85 %) reflète une rentabilité comptable modérée. Cette configuration suggère une gestion opérationnelle correcte mais une structure financière perfectible, voire une exposition à des contraintes sectorielles spécifiques.

Quant à AOM INVEST, les résultats sont les plus faibles ; EVA négatif sur toute la période, ROCE et CFROI constamment inférieurs au WACC, et ROE plafonnant à 6 %. Cette combinaison traduit une mobilisation inefficace du capital et une stratégie d'investissement insuffisamment alignée sur les exigences du marché. Le poids élevé du WACC accentue la difficulté à atteindre un rendement économique positif.

Ces résultats montrent que la création de valeur économique n'est pas systématiquement corrélée à la rentabilité comptable. BIOPHARM illustre la possibilité de concilier rentabilité et valeur économique sur certains exercices, tandis qu'ALLIANCE ASSURANCES et AOM INVEST révèlent que des performances comptables peuvent masquer une destruction de valeur lorsque le coût du capital est intégré. Cette dissociation souligne l'intérêt d'intégrer systématiquement des indicateurs économiques dans l'analyse financière, en particulier dans les marchés émergents comme l'Algérie.

Enfin, l'étude met en avant l'importance de la structure sectorielle, des choix d'investissement et du niveau de risque perçu dans la création de valeur. Elle incite les décideurs à dépasser les approches purement comptables pour privilégier une évaluation centrée sur la rentabilité économique réelle des ressources mobilisées.

4.4 Discussion et vérification des hypothèses

Les résultats empiriques exposés précédemment permettent d'examiner les hypothèses de recherche formulées en introduction et de mettre en lumière certaines conclusions relatives à la création de la valeur économique chez les entreprises étudiées.

La première hypothèse, selon laquelle les entreprises cotées ne créent pas systématiquement de valeur économique malgré des résultats comptables positifs, est globalement confirmée. AOM INVEST et ALLIANCE ASSURANCES affichent des bénéfices comptables et des niveaux de rentabilité stables, mais leurs EVA restent négatifs sur toute la période 2022–2024, signe d'une incapacité à couvrir le coût du capital mobilisé. Cette situation traduit un déficit structurel de création de valeur. BIOPHARM SPA présente un profil plus favorable, avec un EVA élevé en 2022, mais négatif en 2024, soulignant la fragilité de la performance économique, même pour les entreprises les plus rentables sur le plan comptable.

La deuxième hypothèse, qui anticipe des disparités significatives selon le secteur et la structure financière, est également validée. Les écarts observés en ROCE, CFROI et EVA s'expliquent par la nature des activités, l'intensité capitalistique, le profil de risque sectoriel et la structure du coût du capital. BIOPHARM SPA, opérant dans un secteur pharmaceutique stable et à forte marge, bénéficie de flux élevés et d'une meilleure maîtrise des investissements. AOM INVEST, plus exposée aux aléas du tourisme, immobilise un capital important pour une rentabilité opérationnelle modeste, tandis qu'ALLIANCE ASSURANCES évolue dans un environnement financier contraint et dans un secteur règlementé, limitant sa capacité de création de valeur nette malgré des flux positifs.

Ces constats montrent que les écarts de performance économique ne peuvent être pleinement compris qu'en combinant l'analyse des flux, de la rentabilité et du coût du capital. L'intégration explicite du WACC dans l'évaluation constitue ainsi un critère discriminant majeur pour apprécier la création de la valeur économique à long terme.

5. Conclusion :

Cette étude s'inscrit dans une démarche d'évaluation approfondie de la performance économique des entreprises cotées à la Bourse d'Alger, en mobilisant des indicateurs fondés sur la création de valeur. À la différence des approches traditionnelles centrées sur la rentabilité comptable, l'analyse s'est appuyée sur des outils conceptuellement plus exigeants, en particulier l'Economic Value Added (EVA), le Return on Capital Employed (ROCE), le Cash Flow Return on Investment (CFROI) et le Return on Equity (ROE). Ces indicateurs visent à mesurer dans quelle mesure les entreprises étudiées parviennent à dégager un excédent économique après rémunération de l'ensemble des facteurs de production, y compris le coût du capital engagé.

Sur le plan méthodologique, l'étude a adopté une approche quantitative appliquée à un échantillon de trois entreprises cotées en bourse, opérant dans des secteurs. Les données utilisées proviennent des états financiers annuels couvrant la période 2022–2024. Les paramètres fondamentaux notamment le WACC, ont été estimés selon des méthodes rigoureuses, reposant notamment sur des référentiels internationaux (Damodaran, NYU Stern) adaptés au contexte algérien. Les calculs ont permis de reconstituer les indicateurs retenus afin d'en évaluer l'évolution dans le temps et d'en tirer une lecture stratégique.

Les résultats empiriques mettent en évidence des divergences notables. L'entreprise AOM INVEST n'a, sur l'ensemble de la période observée, pas généré de valeur économique positive, comme en témoignent des EVA systématiquement négatifs, reflétant une rentabilité opérationnelle insuffisante pour couvrir le coût du capital. L'entreprise BIOPHARM SPA, en revanche, affiche une capacité de création de valeur plus soutenue, notamment en 2022, bien que l'EVA ait montré une tendance à la baisse par la suite, traduisant une pression croissante sur la rentabilité économique. ALLIANCE ASSURANCES présente une situation intermédiaire où malgré des indicateurs de rentabilité comptable relativement favorables, l'entreprise ne parvient pas à compenser le coût élevé de ses ressources financières, ce qui se traduit par des EVA systématiquement négatifs.

Ces constats soulignent l'intérêt et la pertinence de l'approche par la création de valeur, laquelle permet une lecture plus exigeante de la performance économique. L'un des apports majeurs de cette recherche

réside dans l'illustration empirique du décalage potentiel entre rentabilité comptable et rentabilité économique, en particulier dans un contexte émergent marqué par des imperfections de marché et une faible profondeur financière. L'analyse met également en évidence la nécessité d'intégrer le coût du capital comme référence minimale de performance économique.

Néanmoins, cette étude comporte certaines limites. Le recours à des estimations fondées sur des données internationales, en l'absence de marchés financiers profonds en Algérie, peut introduire un biais dans la mesure du WACC et du bêta sectoriel. De plus, la taille restreinte de l'échantillon ne permet pas de généraliser les résultats à l'ensemble des entreprises cotées ou à d'autres secteurs de l'économie nationale. L'absence d'accès à la valeur boursière actualisée de certaines entreprises limite également le calcul d'indicateurs de marché tels que le MVA ou le TSR.

Sur le plan managérial et institutionnel, les résultats appellent à une réorientation des pratiques d'évaluation de la performance économique vers des indicateurs fondés sur la création de valeur. Il serait judicieux d'encourager, au niveau réglementaire, la publication de données financières enrichies, permettant le calcul rigoureux de ces indicateurs. Il est également recommandé d'élargir les travaux empiriques futurs à un échantillon plus large et à une période temporelle plus étendue, tout en explorant les interactions entre les déterminants internes et les conditions institutionnelles spécifiques à l'économie algérienne.

6. Liste bibliographique :

Banque d'Algérie. (2023). Rapport annuel 2023. Banque d'Algérie.
<https://www.bank-of-algeria.dz>

Bensiahmed, Y., & Azzaoui, K. (2023). L'impact des risques de crédit et de liquidité sur la stabilité financière des banques algériennes. *مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال*, 6(1), 601-618. <https://asjp.cerist.dz/en/article/231855>

Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301-336.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00010-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00010-X)

Chen, S., & Dodd, J. L. (2001). Operating Income, Residual Income And EVATM: Which Metric Is More Value Relevant? *Journal of Managerial Issues*, 13(1), 65–86. <http://www.jstor.org/stable/40604334>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). New York, NY: Wiley.

Damodaran, A. (2025, Août9). Damodaran On-line: Home page. NYU Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2025, janvier 5). Industry risk premia by sector & country [Base de données]. NYU Stern School of Business. https://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/indreg.html

Damodaran, A. (2025, janvier). Country default spreads and risk premiums [Base de données]. NYU Stern School of Business. https://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>

Gliz, A. (2020). *L'évaluation de l'entreprise : application au contexte de l'économie algérienne : cas pratique et sujets d'examen corrigés*. Berti éditions. ISBN: 9961693299.

Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 349-410. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00026-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00026-X)

Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2003, novembre). Coming up short on nonfinancial performance measurement. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2003/11/coming-up-short-on-nonfinancial-performance-measurement>

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.

Kebieche, M. (2024). Impact of Applying International Accounting Standards (IAS/IFRS) through Financial Accounting System (SCF) on the Economic Value Added (EVA) of Algerian Companies: An Empirical Study on a Sample of Economic Companies in Algeria. *مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة*, 29(2), 324-303. <https://asjp.cerist.dz/en/article/261372>

Kerzabi, D., & Benbouziane, M. (2014). Création de la valeur et compétitivité des entreprises algériennes. *Revue d'ECONOMIE et de MANAGEMENT*, 13(2), 127-135. <https://asjp.cerist.dz/en/article/106820>

Khiari, Z. (2021). MANAGING WITH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA). *Revue d'économie Et De Statistique appliquée*, 18(2), 6-20. <https://asjp.cerist.dz/en/article/172753>

Khiari, Z., & Djaouahdou, R. (2012). New trends in measuring financial performance: Economic Value – Added (EVA). *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*, 11(1), 191-177. <https://asjp.cerist.dz/en/article/4865>

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Allemagne: Wiley.

Mahmood, A., Mehmood, A., Terzani, S., De Luca, F., & Djajadikerta, H. G. (2024). ESG Performance and Firm Value: Evidence from Eu-Listed Firms. Available at SSRN 4930587.

O'Byrne, S. F. (1996). EVA and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116–125. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00109.x>

Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. Wiley Finance.

Peterson, D. R., & Peterson, D. R. (1996). *Company Performance and Measures of Value Added*. USA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.

Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, NY: Free Press.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>

Solomons, D. (1965). *Divisional Performance: Measurement and Control*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.

Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York, NY: HarperBusiness

Worthington, A. C., & West, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added. *Australian Journal of Management*, 29(2), 201-223. <https://doi.org/10.1177/031289620402900204>

Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. McGraw-Hill.

في تحديد القيمة «EVA» خيرى ع. ا. (2021). مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة «السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة» «دراسة حالة مجمع صيدال The extent of the contribution of the Economic Value Added index in determining the market value of the economic institutions priced in the stock market «Case study of Saidal Group». 322-303, 17(1), *مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية*, <https://asjp.cerist.dz/en/article/153995>

5. Annexes :

Données et méthodes de calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC) des trois entreprises étudiées

1. AOM INVEST

- Le coût des fonds propres

$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_j)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Le taux sans risque (R_f)	6,16%	Banque d'Algérie (2023)	Rendement moyen des OAT à 7 à 15 ans émis par le Trésor algérien
Le risque propre à l'entreprise (β)	1,19	(Damodaran, 2025, section Industry Risk Premia)	Bêta sectoriel brut pour le secteur Hôtellerie et gaming
La prime de risque du marché ($R_m - R_j$)	8,35%	(Damodaran, 2025, Country Risk Premiums)	Prime de risque pour l'Algérie (actualisée)
Cout des fonds propres (R_e)	16,10%	Calcul de l'auteur	$R_e = 6,16\% + 1,19 \times 8,35\% = 16,10\%$

- Le coût de la dette

$R_d \text{ net} = R_d \times (1 - T)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Taux d'intérêt appliqué (R_d)	7,5%	Banque d'Algérie (2023)	Taux d'intérêt moyen supporté par les entreprises sur leurs emprunts bancaires
Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (T)	23%	(CDITA, 2025, art. 150)	Taux standard IBS pour le secteur des services
Coût net de la dette	5,78%	Calcul de l'auteur	$R_d \text{ net} = 7,5\% \times (1 - 0,23) = 5,78\%$

NB : Les calculs ont été réalisés selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), en intégrant les paramètres spécifiques au contexte algérien.

2. BIOPHARM

- Le coût des fonds propres

$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_j)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Le taux sans risque (R_f)	6,16%	Banque d'Algérie (2023)	Rendement moyen des OAT à 7 à 15 ans émis par le Trésor algérien
Le risque propre à l'entreprise (β)	1,07	(Damodaran, 2025, section Industry Risk Premia)	Bêta sectoriel brut pour le secteur Pharmaceutique
La prime de risque du marché ($R_m - R_j$)	8,35%	(Damodaran, 2025, Country Risk Premiums)	Prime de risque pour l'Algérie (actualisée)
Cout des fonds propres	15,09%	Calcul de l'auteur	$R_e = 6,16\% + 1,07 \times$

(R _e)			8,35% = 15,09%
-------------------	--	--	----------------

• **Le coût de la dette**

$R_d \text{ net} = R_d \times (1 - T)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Taux d'intérêt appliqué (R _d)	7,5%	Banque d'Algérie (2023)	Taux d'intérêt moyen supporté par les entreprises sur leurs emprunts bancaires
Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (T)	19%	(CDITA, 2025, art. 150)	Taux IBS applicable au secteur de production pharmaceutique
Coût net de la dette	6,075%	Calcul de l'auteur	$R_d \text{ net} = 7,5\% \times (1 - 0,19) = 6,075\%$

NB : Les calculs ont été réalisés selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), en intégrant les paramètres spécifiques au contexte algérien.

3. ALLIANCE ASSURANCES

• **Le coût des fonds propres**

$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Le taux sans risque (R _f)	6,16%	Banque d'Algérie (2023)	Rendement moyen des OAT à 7 à 15 ans émis par le Trésor algérien
Le risque propre à l'entreprise (β)	0,61	(Damodaran, 2025, section Industry Risk Premia)	Bêta sectoriel brut pour le secteur des assurances
La prime de risque du marché (R _m - R _f)	8,35%	(Damodaran, 2025, Country Risk Premiums)	Prime de risque pour l'Algérie (actualisée)
Cout des fonds propres (R _e)	11,25%	Calcul de l'auteur	$R_e = 6,16\% + 0,61 \times 8,35\% = 11,25\%$

• **Le coût de la dette**

$R_d \text{ net} = R_d \times (1 - T)$ Formule de MEDAF (Gliz, 2020)

Paramètre	Valeur	Source/ référence	Observations
Taux d'intérêt appliqué (R _d)	7,5%	Banque d'Algérie (2023)	Taux d'intérêt moyen supporté par les entreprises sur leurs emprunts bancaires
Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (T)	26%	(CDITA, 2025, art. 150)	Taux IBS applicable au secteur des assurances
Coût net de la dette	5,5%	Calcul de l'auteur	$R_d \text{ net} = 7,5\% \times (1 - 0,26) = 5,55\%$

NB : Les calculs ont été réalisés selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), en intégrant les paramètres spécifiques au contexte algérien.