

Investir à la bourse des actions d'Alger ?

Nour Meddahi

12 Aout 2017

Préambule

L'économie du pays est à un tournant majeur de son développement. Elle doit continuer de croître pour créer des emplois aux jeunes qui arrivent sur le marché du travail et maintenir ou améliorer le niveau de vie des algériens. Depuis le début de ce siècle, le financement de l'économie a été en très grande partie assuré par la dépense publique. Ce n'est plus possible étant donné le prix du baril de pétrole qui sera durablement loin de 100 \$. Le financement doit donc provenir d'ailleurs : épargne des individus et de divers opérateurs économiques et sociaux (publics et privés), création monétaire par la banque d'Algérie pour refinancer les banques, investissements étrangers, et à terme endettement externe.

L'épargne des individus et autres opérateurs économiques a trois canaux pour financer l'économie du pays: le dépôt (à vue et à terme) de l'argent dans les banques qui prêteront cet argent à l'Etat et à des entreprises pour créer de la richesse; le prêt direct par l'achat d'obligations émises par l'Etat et les entreprises ; et enfin l'achat direct de parts d'entreprises, en général à travers la bourse.

Dans cette note, nous allons nous concentrer exclusivement sur le dernier point, c'est-à-dire l'investissement des individus et opérateurs économiques réalisés en achetant des actions d'entreprises cotées en bourse. Cet investissement aide au financement de l'économie car l'introduction en bourse d'une entreprise se fait pour au moins trois raisons : augmenter le capital de l'entreprise pour l'aider à se développer ; fournir de l'argent aux anciens propriétaires pour lancer d'autres activités ; changer de fonctionnement dans la gestion de l'entreprise pour la rendre plus efficace.

La bourse d'Alger est dans un état rachitique et franchement lamentable. Il ne se passe pas grand-chose. Il n'y a que cinq sociétés cotées, l'une d'elle affirmant publiquement qu'elle pense sérieusement à se retirer de la bourse, et le volume de transactions est très faible.

Pourquoi est-ce que la bourse d'Alger est dans cet état ? Il y a plusieurs raisons qui sont développées ci-dessous : l'Etat a peu privatisé et a préféré le faire en dehors de la bourse. Les sociétés privées d'origine familiale n'aiment pas la bourse. La cotation en bourse impose une transparence qui rend la rentabilité plus difficile face à la concurrence déloyale qu'impose l'économie informelle.

Mais il y a des raisons plus profondes. Il y a un vrai manque de culture financière parmi nos concitoyens mais aussi parmi beaucoup de dirigeants économiques et politiques. La presse spécialisée n'existe presque pas par manque de financements. Ce qui nous amène à nous

demander quels sont les indicateurs financiers qu'un investisseur en bourse devrait évaluer, question qui est au cœur de la présente note. Il y en a plusieurs. Pour simplifier, les indicateurs les plus standards consistent à évaluer le cours de l'action et ses variations, les dividendes distribués par la société, les revenus nets annuels et le capital de la société. Ces indicateurs seront présentés ci-dessous et nous regarderons de près leurs valeurs pour les cinq sociétés cotées et leurs évolutions depuis l'introduction en bourse de ces sociétés.

Les indicateurs financiers sont très informatifs et nous donnent plusieurs enseignements. D'abord la crise économique est bien là. Les revenus générés par certaines entreprises sont en très fortes baisses. Les entreprises dont l'actionnaire majoritaire est l'Etat semblent sous-évaluées, mais d'un autre côté cette sous-évaluation est peut-être justifiée car le reflet d'une gestion étatique non-efficace. Pour preuve, une de ces sociétés avait en 2015 un capital proche de celui d'une entreprise privée du même secteur mais a génère presque quatre fois moins de revenus. Une entreprise complètement privée semble être sous-évaluée et mène une politique de distribution de dividendes très agressive, probablement au détriment de sa croissance. Enfin, une analyse historique des données suggèrent que certaines entreprises ont été probablement surévaluées à leur introduction en bourse. Beaucoup d'investisseurs ont perdu de l'argent à l'introduction de ces entreprises, rendant la bourse non-attractive, constituant une vraie raison pour l'état actuel de la bourse.

Certains propriétaires majoritaires des entreprises complètement privées se plaignent de sous-évaluations des cours de leurs entreprises et incriminent le fonctionnement de la bourse. L'analyse faite ci-dessous contredit ces assertions mais insiste sur la faible demande en actions et actifs financiers pour expliquer des cours relativement bas. Les pouvoirs publics devraient lancer des plans d'épargne-actions ainsi que des plans de retraite complémentaire avec incitations fiscales pour stimuler la demande d'actifs financiers. De la même manière, nous suggérons d'augmenter les incitatifs fiscaux à l'introduction en bourse pour attirer plus d'entreprises. Augmenter la taille de la bourse et plus généralement la taille du secteur financier est un enjeu majeur pour le développement de l'économie et sa diversification que les pouvoirs publics doivent prendre à bras le corps.

Dans ce qui suit, nous allons discuter des difficultés de la bourse d'Alger à être attractive. Nous présenterons ensuite les indicateurs financiers les plus usuels pour évaluer le cours boursier d'une entreprise, et nous les appliquerons dans une étape ultérieure aux entreprises cotées à la bourse d'Alger. Nous aborderons ensuite le fonctionnement de la bourse et proposerons quelques solutions pour l'améliorer et rendre la bourse plus attractive. La section d'après aborde le problème de surévaluation des cours à l'introduction de certaines entreprises alors que la suivante rappelle quelques règles simples d'investissement, en particulier en temps de crise économique. Enfin la dernière section donne une liste de recommandations pour développer la bourse.

1. Une bourse d'Alger peu attractive à la taille rachitique

La bourse des actions d'Alger a du mal à être attractive. Il y a uniquement cinq sociétés cotées, et les volumes transigés sont faibles. Or cette bourse doit devenir attractive dans le contexte actuel où l'épargne des individus et des entreprises doit participer plus activement au financement de l'économie.

Il y a évidemment plusieurs raisons à la faiblesse de taille de la bourse d'Alger. D'abord l'Etat a peu privatisé, et a préféré le faire en dehors de la bourse. Ainsi deux sociétés cotées appartenaient à l'Etat, qui reste d'ailleurs actionnaire majoritaire. Ensuite, les entreprises privées sont souvent familiales, et il est bien connu de par le monde que ces dernières ont plus de mal à décider de se coter en bourse. Notons d'ailleurs que sur les trois entreprises totalement privées, une seule s'est présentée à la bourse pour une augmentation de capital.

L'informel n'aide pas non plus. Une société cotée en bourse a des obligations de transparence qui sont dissuasives pour les secteurs à fort potentiel informel comme la distribution, l'agroalimentaire, le BTP et l'agriculture. Notons qu'une seule entreprise cotée est dans un de ces secteurs. La contrainte informelle pose deux problèmes aux investisseurs de ces secteurs. D'une part, les sociétés cotées font face à une concurrence déloyale des entreprises du même secteur qui trempent dans l'informel ; c'est aussi le cas des sociétés non cotées et qui ne sont pas impliquées dans l'économie informelle. D'autre part, comment être totalement sûr que la société cotée ne trempe pas dans l'informel ?

Une autre raison est le manque de culture financière. Comment analyser les performances des sociétés cotées ? Plus généralement, il existe dans le pays un manque de culture pour les calculs financiers et l'analyse financière. Par exemple, étant donné ses propres revenus, quels sont les dépenses et dettes que l'on peut se permettre ? Evidemment, un banquier peut le faire pour vous... Autre question, comment évaluer si le montant de sa retraite sera suffisant pour maintenir le même niveau de vie qu'avant le départ à la retraite ? C'est une question cruciale, car si la réponse est positive, l'incitation à la consommation sera élevée, dans le cas contraire c'est l'incitation à l'épargne qui sera élevé. De combien ?

La culture financière nécessite aussi l'existence de médias spécialisés et compétents dans l'analyse financière. Ces médias ne tombent pas du ciel ; ils ont besoin de financements. Tant que le public ne s'y intéresse pas trop, en plus des difficultés que la presse écrite vit à cause d'internet, il paraît nécessaire que les acteurs de la bourse et les pouvoirs publics financent le développement de ces médias. Il n'y a pas de miracle, ces aides passent par des subventions et sponsoring, de la publicité et des incitations fiscales, et par la création de prix de la meilleure revue financière de l'année, du meilleur analyste financier de l'année, etc...

La religion est parfois invoquée pour expliquer le peu d'engouement de nos compatriotes pour les produits financiers. La possession d'actions est évidemment compatible avec la charia, possédant des actions revenant à être copropriétaire d'une entreprise.

Enfin, il faut admettre que certains paramètres financiers très importants ne fonctionnent pas bien dans le pays, à commencer par les taux d'intérêts. Par exemple, le taux de rémunération

de l'épargne devrait être au-dessus de l'inflation anticipée. C'est loin d'être le cas. Nous avons des taux d'intérêts réels largement négatifs, ce qui n'aide pas au développement des marchés financiers et pousse l'argent à quitter le circuit financier.

2. Indicateurs financiers pour l'analyse des cours boursiers

Revenons à l'analyse des performances des sociétés cotées qui est le principal objet de cette note. Il y a quatre grands paramètres que les financiers observent de près : les prix, les dividendes, les revenus et les capitaux de l'entreprise. Ceux sont ces paramètres et indicateurs qui en découlent que nous présentons ci-dessous. Il y a d'autres indicateurs qui peuvent être pris en compte, certains propres à l'entreprise en question, d'autres propres au secteur et à l'évolution du marché mondial. Warren Buffet, qui est à la tête d'un des plus grands fonds d'investissement au monde, est très connu pour justement décortiquer les bilans des entreprises qu'il cible. Notons aussi que d'autres indicateurs sont considérés, en particulier dans le milieu académique, comme le ratio de Sharpe (ratio du rendement sur la volatilité de l'action) et le coefficient beta (qui mesure l'exposition du risque de l'entreprise au risque de l'indice global du marché).

Nous allons maintenant détailler les indicateurs.

Le prix et ses variations. Le prix d'un actif étant difficile à interpréter dans l'absolu sans regarder d'autres paramètres financiers, il est habituel de présenter la variation du prix en pourcentage. Ainsi, on présente souvent la variation journalière (par rapport au prix de clôture de la veille), la variation hebdomadaire (variation par rapport à la dernière cotation de la semaine passée), et aussi la variation depuis le début d'année. Ces variations sont une bonne indication de la tendance de la cotation de l'action.

Rendement de l'action. Cet indicateur compare la somme de la valeur actuelle de l'action et du dividende de l'année par rapport au prix de l'action de l'an dernier. Il est défini comme le ratio des deux quantités, moins un, et il est donné en pourcentage. Il mesure bien la rentabilité de l'action puisque il donne le gain ou la perte (en pourcentage) de l'achat d'une action l'année précédente et sa revente à la date actuelle. Un rendement positif sur une période donnée, par exemple entre décembre 2016 et août 2017, veut dire que si on a acheté une action en décembre 2016 et on l'a vendue en août 2017, alors on aura fait un bénéfice dont le montant est le rendement fois la mise initiale. Si le rendement est négatif, l'investissement serait une perte du même montant. Le rendement peut être positif ou négatif. Par contre, le rendement espéré d'une action est (en général) positif et plus élevé que le taux d'intérêt des obligations (souveraines) car l'achat d'une action est un investissement plus risqué que l'achat d'une obligation. Cette différence est appelée prime de risque de l'action.

Le « dividend-yield » ou le ratio dividende-prix (noté D/P ou DPR). Cet indicateur est donné en pourcentage. Il indique l'argent que l'on pourrait recevoir si on possède une action. C'est donc une bonne comparaison par rapport à d'autres produits comme les taux d'intérêts. Néanmoins, cet indicateur n'est pas le rendement de l'action, ce dernier incluant la variation du cours de l'action comme indiqué ci-dessus. La distribution de dividendes est faite par la direction de l'entreprise et entérinée par l'assemblée des actionnaires. Cette distribution est

donc étroitement liée à la politique de croissance de l'entreprise. Ainsi, la direction de l'entreprise peut moduler le montant des dividendes en fonction d'objectifs stratégiques. Ainsi, elle peut décider de ne pas donner de dividendes soit parce qu'elle est en difficulté ou parce qu'elle préfère garder l'argent pour investir ou pour d'éventuelles acquisitions d'entreprises. Par exemple, à partir de 2005, le défunt PDG d'Apple, Steve Jobs, était opposé à distribuer des dividendes afin de garder cette manne pour les investissements et les acquisitions de start-ups et de brevets. Les choses ont bien changé depuis son décès, puisque Apple à recommencer à distribuer des dividendes en 2012, soit une année après le décès de Steve Jobs, les financiers ayant repris le dessus du management, surtout que les montants accumulés étaient très élevés. Par contre la direction d'une entreprise peut estimer que la valeur de son action est sous-estimée et qu'en distribuant un dividende élevé elle peut attirer des investisseurs, cette distribution pouvant être au détriment de la croissance de l'entreprise. Enfin, il est aussi important de noter qu'il est très utile de comparer des entreprises du même secteur. Un « dividend-yield » peut être faible car le secteur est en pleine expansion avec une croissance des prix élevée, par exemple le secteur des nouvelles technologies, ou il peut être élevé car l'industrie est bien en place (banques ; services publics). On peut dire que toute chose égale par ailleurs, plus le ratio « dividend-yield » est élevé, plus l'action est attractive.

Le ratio « price-earning » ou le ratio prix sur résultat net par action (noté P/E ou PER).

A la fin de chaque année, l'entreprise cotée calcule ses revenus nets de tout, incluant les impôts, pour obtenir le résultat net (« earnings ») de l'année ; parfois il est aussi calculé semestriellement, voire trimestriellement pour les bourses les plus développées. Ce résultat net annuel est divisé par le nombre d'actions pour obtenir le résultat net par action. Ensuite le cours de l'action est comparé par rapport à ce résultat net en calculant le ratio noté PER. Ce ratio mesure le nombre d'années qu'il faudrait garder l'action pour pouvoir en acheter une autre si on suppose que tout le résultat net est donné en dividendes. En pratique, ce n'est jamais le cas car une entreprise fait des investissements et des provisions, mais ce ratio donne une bonne indication de l'état de santé de l'entreprise. Notons aussi que cet indicateur peut être négatif si l'entreprise fait des pertes. C'est l'indicateur préféré de beaucoup d'analystes financiers. Comme pour le « dividend-yield », il est important de comparer des entreprises du même secteur. On peut dire que toute chose égale par ailleurs, plus le ratio « price-earning » est bas, plus l'action est attractive.

Le ratio « price to book » ou le ratio prix sur capital par action (noté P/B ou PBR).

Chaque fin d'année, une entreprise publie le montant de ses capitaux propres. Ces capitaux incluent le capital émis, le capital non appelé, les primes et réserves, les écarts de réévaluations, le résultat net de l'année, et tout autres capitaux. C'est la valeur du livre comptable (book) de l'entreprise. Cette valeur est divisée par rapport au nombre d'actions, pour obtenir la valeur comptable d'une action. Le PBR compare donc la valeur de marché de l'entreprise par rapport à sa valeur comptable. Un ratio bien plus faible que le chiffre 1 suggère une sous-évaluation de l'entreprise, alors qu'un ratio bien plus élevé que 1 suggère une surévaluation de l'entreprise. Néanmoins il faut être prudent quand le PBR est trop élevé, au moins pour deux raisons. D'un part, le livre de comptabilité est régi par des règles bien précises. Par exemple, la valeur de beaucoup d'actifs (comme l'immobilier) est souvent celle

de leur acquisition, et qui peut-être bien en dessous du prix actuel. De la même manière, un livre comptable traite de la même manière toute les dépenses, par exemple pour l'achat de voitures ou pour la recherche et le développement ; ce n'est pas le cas des marchés financiers. Plus important, le livre de comptabilité ne tient pas compte de ce que l'on appelle les actifs non tangibles d'une entreprise, par exemple son nom, sa réputation, son lien avec sa clientèle, ou la réputation de son directeur général. Ces actifs non tangibles ne sont pas pris en compte dans le livre de comptabilité, alors que c'est le cas du pris boursier. Encore une fois, il est toujours utile de comparer cet indicateur pour des sociétés du même secteur. Typiquement les entreprises des secteurs des services ont relativement peu d'actifs physiques et donc un PBR élevé. On peut dire que toute chose égale par ailleurs, plus le ratio « price to book » est bas, plus l'action est attractive.

Avant d'aller plus, il est important de discuter de quatre points très importants : la valeur intrinsèque d'une action, les anticipations, l'information et l'immobilier.

Prix intrinsèque d'une action. Quelle est le prix d'une action d'une entreprise ? Pas très facile à déterminer. On pourrait dire que l'action est un bien comme un autre et son prix devrait être obtenu comme prix d'équilibre entre l'offre et la demande. Ce qui est vrai mais implique qu'il faut connaître tous les paramètres de l'économie (qui veut acheter ; leur richesse, etc...). Trop compliqué. La théorie financière s'est donc développée pour donner des prix. Mais ces théories font appel à des hypothèses. Une des théories est l'actualisation des cashflow futurs de l'entreprise, avec un taux d'actualisation à fixer. Cette théorie suppose qu'il n'y a pas de frictions (imperfections) dans les marchés, incluant le manque de liquidité des actifs. Ce n'est clairement pas le cas sur la bourse d'Alger alors que cette théorie a été utilisée pour fixer les cours d'introduction des bourses cotées. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

Les anticipations. L'Acte d'investir dans l'achat d'actions d'une entreprise ou tout autre investissement (comme l'achat d'un appartement pour une location) est d'abord basé sur les anticipations que l'on a de l'évolution de l'entreprise (appartement). Le prix du marché reflète ces anticipations. Il arrive souvent que trois indicateurs mentionnés ci-dessous, à savoir le DPR, le PER et le PBR soient mauvais mais que le marché anticipe un bon développement de l'entreprise et donc une augmentation des prix. C'est typiquement le cas des entreprises naissantes et les start-up. Par exemple, les entreprises Facebook et Google qui sont parmi les plus grandes capitalisations boursières des Etats-Unis ont de mauvais indicateurs financiers. Par exemple pour Facebook, on a : DPR= 0; PER=45 ; PBR=7,95. Par contre pour Apple, ces indicateurs sont DPR=1,56% ; PER=18,5 ; PBR=5,8 alors que pour Microsoft ces indicateurs sont DPR=2,1% ; PER=22,3 et PBR=7,8. Pour IBM nous avons DPR=3,9% ; PER=12 et PBR=7,3. Chez nos voisins tunisiens, la moyenne de ces chiffres pour 2017 sur les 20 plus grandes capitalisations boursières sont DPR= 3,6%; PER= 14,4 et PBR=1,8.

Informations et nouvelles. Un corollaire de l'importance des anticipations dans la formation des prix des actions est l'importance de l'information et des nouvelles. Les nouvelles influent sur les prix. Si on a une gestion active de son portefeuille financier, on doit être l'affut des nouvelles qui concernent l'entreprise et son secteur. Ce qui montre encore une fois

l'importance de l'existence de médias spécialisés et de qualité. Par ailleurs, il faut nuancer l'interprétation des nouvelles. Une nouvelle n'est pas bonne ou mauvais en soit. Elle est bonne ou mauvaise par rapport à ce qui était anticipé par le marché. Si le marché anticipe que les revenus d'une entreprise vont augmenter de 20%, cette anticipation étant intégrée dans le cours de l'entreprise, alors une annonce d'une augmentation de 10% des revenus sera prise comme une mauvaise nouvelle (par rapport à une augmentation anticipée de 20%), ce qui fera baisser le cours de l'action. A contrario, si l'anticipation est une baisse de 20% des revenus alors que l'annonce est une baisse de 10%, la nouvelle sera prise comme bonne et le cours va augmenter. D'où l'importance encore une fois de l'existence de médias spécialisés pour informer le public sur les anticipations du marché avant les annonces de bilans financiers.

Immobilier. Tout ce qui est écrit ci-dessus sur les indicateurs financiers de l'évaluation du cours d'une société cotée en bourse s'applique à l'immobilier, soit l'investissement préféré des algériens. Le prix du bien est sa valorisation de marché (pour simplifier, nous dirons qu'il y a une seule action). Le loyer annuel (moins les frais et les impôts) représente le résultat net de l'actif. Une partie de cet argent peut servir à améliorer l'état du bien immobilier ; le reste constitue le dividende. Enfin le capital du bien immobilier est aussi son prix de marché (ce qui donne un PBR de 1). Nous ne disposons pas de données pour situer le PER de l'immobilier en Algérie. Une évaluation sur certains exemples à Alger donne à l'auteur de cette note un PER entre 20 et 30, ce qui est élevé. L'immobilier est cher en Algérie, en particulier à Alger.

3. Les indicateurs financiers des sociétés cotées à la bourse d'Alger

Dans ce qui suit, nous allons analyser les indicateurs donnés ci-dessus pour les cinq entreprises cotées afin de se faire une idée de l'évaluation actuelle de ces entreprises. Certains actionnaires historiques (et majoritaires) des entreprises totalement privées qui sont cotées prétendent que leurs entreprises sont sous-évaluées par la bourse. Ils se plaignent souvent du mauvais fonctionnement de la Bourse d'Alger pour expliquer la baisse des cours de leur entreprise constatée sur plusieurs années. Les indicateurs financiers vont nous éclairer sur cette évaluation.

Nous prendrons la cotation du 1 Aout 2017 comme dernière cotation. Nous présenterons les entreprises par ordre décroissant de leur capitalisation boursière en date du 1 Aout 2017, et qui sont : Biopharm : 29,3 milliards (mds) DA ; Saidal : 6,7 mds DA ; El-Aurassi : 3,2 mds DA ; NCA Rouiba : 2,8 mds DA ; Alliance Assurances : 2,4 mds DA. Toutes les données financières utilisées ci-dessous proviennent de documents disponibles sur le site internet du régulateur du marché financier qui est la COSOB (<http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>) et de la bourse d'Alger.

Pour chacune des entreprises, le Tableau 1 donne : le cours du 1 Aout 2017 ; le cours de fin d'année 2016 ; le dividende distribué en 2017 pour l'année 2016 ; la variation du cours entre fin décembre 2016 et début Aout 2017 ; le rendement défini comme le ratio de la somme du cours du 1 Aout et du dividende distribué en 2017 (pour le compte de 2016) sur le cours de fin 2016, ce ratio étant soustrait de un et exprimé en pourcentage ; le « dividend-yield » calculé comme le ratio du dividende distribué en 2017 (pour l'année 2016) par rapport au cours du 1

Aout 2017 ; le ratio « price-earning » calculé comme le rapport de la cotation du 1 Aout 2017 sur le résultat net (« earning ») par action de l'année 2016 ; le ratio « price to book » calculé comme le rapport de la cotation du 1 Aout 2017 sur la valeur comptable (« book ») par action de l'année 2016.

Notons que l'entreprise Sidal a reporté son assemblée générale et n'a pas communiqué les résultats de l'année 2016 (dividende, résultat net, capitaux propres). Ce report est motivé par la délocalisation du site d'El Harrach pour utilité publique. Elle a communiqué les résultats du premier semestre 2016 qui sont en nette hausse par rapport à celui de 2015 (près de +50%), mais comme le second semestre de 2015 était particulièrement mauvais, nous préférons utiliser le résultat annuel de 2015 et non pas annualiser le résultat du premier semestre de 2016. Le Tableau 1 utilise les chiffres de 2015 pour le résultat net et capitaux propres afin d'obtenir les indicateurs PER et PBR et un dividende nul pour calculer le rendement sur l'année 2017 de l'action Sidal.

Tableau 1

	Biopharm	Sidal	El-Aurassi	NCA Rouiba	Alliance Ass.
Cours 01/08/17	1145	665	520	325	405
Cours fin 2016	1225	600	495	335	465
Dividende 2016	66	NC	30	0	45
Variation 2017 (%)	-6,53	10,83	5,05	-2,99	-12,90
Rendement 2017 (%)	-1,14	10,83	11,11	-2,99	-3,23
DPR (%)	5,76	NC	5,77	0,00	11,11
PER	5,26	5,81	9,40	21,12	5,57
PBR	1,25	0,32	0,68	1,33	0,76

Variation du cours. Les variations sur l'année 2017 des trois entreprises totalement privées (Biopharm, NCA Rouiba et Alliance Assurances) sont négatives, alors qu'elles sont positives pour les deux entreprises partiellement publiques (Sidal et El-Aurassi).

Rendement de l'action. Certaines de ces entreprises ont distribué des dividendes au début de l'été, ce qui a impacté leur cours. En effet, quand une société distribue un dividende, une décote égale au dividende est faite du cours de la bourse, l'idée est que le prix de marché avait intégré le dividende. Par exemple pour Biopharm qui a annoncé lors de son assemblée générale des actionnaires du 20 juin 2017 une distribution d'un dividende de 66 DA par action, une décote de 65 DA a été faite sur le cours en date du 12 juillet.

Cette distribution de dividende affecte donc négativement les variations sur l'année des entreprises qui ont en distribué (en particulier Alliance Assurances), et positivement celle qui ne l'on pas fait (en particulier Sidal). Pour mieux intégrer ces dividendes distribués, il est plus utile de considérer le rendement des actions qui inclue donc le dividende.

Les deux entreprises Sidal et El-Aurassi ont un rendement supérieur à 10%, ce qui est très bon, alors que ceux des trois autres entreprises sont négatifs (entre -1,14% et -3,23%). Notons

que l'entreprise qui a distribué le dividende le plus élevé relativement à son cours (Alliance Assurances) a le plus mauvais rendement. Un rendement positif/négatif veut dire qu'une personne qui a acheté une action fin décembre 2016 et l'a revendu début Aout 2017 a gagné/perdu de l'argent.

Ratio « dividend-yield ». Passons maintenant au « dividend-yield » (DPR). C'est Alliance Assurances qui a distribué relativement le plus gros dividende et qui a un DPR de plus de 11%. Notons qu'il était de 10,1% au moment de l'annonce du dividende (25 mai 2017) et avant la décote institutionnelle. Le « dividend-yield » d'Alliance Assurance est vraiment élevé, à comparer avec ceux de Biopharm et El-Aurassi (5,75%), qui sont à de bon niveaux historiques. Pour bien mesurer l'amplitude du dividende distribué, il est commode de calculer la part de revenus distribués en dividende (« pay-out ») que l'on peut déterminer en calculant le produit « dividend-yield » par le PER. Pour Alliance Assurances, ce ratio est de 61,9% contre 30,3 % pour Biopharm et 54,3% pour El-Aurassi. Alliance Assurances a une politique de distribution de dividende très agressive puisque ses « pay-out » ont été de 47,4% en 2013 ; 57,2% en 2014 et 56% en 2015. Rappelons qu'un dividende trop élevé se fait au détriment de la croissance de l'entreprise qui se retrouve avec moins d'argent pour investir.

Par contre NCA Rouiba a décidé de ne pas distribué de dividende, sa situation économique étant difficile. En 2015, qui était déjà une année difficile, son « pay-out » était de 67,4% contre 32,8% pour 2014 et 37,1% pour 2013.

Comme indiqué ci-dessus, Sidal n'a pas encore fait d'assemblée générale des actionnaires et n'a pas communiqué ses résultats financiers pour toute l'année 2016. Au cours des quatre dernières années, Sidal a distribué un dividende de 40 DA par action. Un tel dividende pour 2017 donnerait un « dividend-yield » de 6%. Son « pay-out » de l'année 2015 était de 35%.

Ratio « price-earning ». Les meilleurs résultats sont ceux de Biopharm et Alliances Assurances qui sont autour de 5,5. Cet indicateur est plus élevé pour El-Aurassi (9,4). Notons que l'entreprise El-Aurassi a connu en 2016 une baisse de 44% de ses revenus nets par rapport à l'année 2015 (son PER était de 4,9), après une autre baisse de 17,8% constatée en 2015. D'ailleurs, ses revenus nets de 2016 sont du même niveau que ceux de 2004 alors que l'inflation entre 2004 et 2016 a été de 72 %. Le PER est beaucoup plus élevé pour NCA Rouiba (21,1%). Cet indicateur est relativement élevé depuis l'introduction en bourse de NCA Rouiba. Comme El-Aurassi, NCA Rouiba a connu de très fortes baisses de son résultat net au cours des deux dernières années, soit - 30,8% en 2016 (par rapport à 2015) et - 39,3% en 2015 (par rapport à 2014). La crise économique a clairement durement affecté ces deux entreprises. Pour Sidal, le même résultat net en 2016 qu'en 2015 donnerait un P/E de 5,81 soit un ratio proche de ceux de Biopharm et El-Aurassi.

Ratio « price to book ». Les plus bas ratios sont ceux d'El Aurassi (0,68) et Alliances Assurances (0,76), et ils sont nettement plus petits que un. Les plus élevés sont ceux de Biopharm (1,25) et NCA Rouiba (1,33), mais ils ne sont pas très élevés. Pour Sidal, utiliser le même montant de capitaux propres que 2015 donnerait un PBR de 0,32 ce qui est très bas (il était de 0,29 à fin 2016).

Conclusions à partir des indicateurs financiers. Comme indiqué ci-dessus, les indicateurs financiers considérés ne peuvent tout expliquer. Il faudrait regarder d'autres indicateurs des entreprises, les données économiques de chacun de secteurs, etc... En plus, il faudrait intégrer les anticipations du marché pour lesquelles nous n'avons aucune information. Néanmoins, on peut tirer des conclusions que suggèrent les indicateurs analysés, qui sont encore une fois les plus utilisés dans les analyses financières de base.

Commençons par Biopharm et Sidal qui en plus d'être les plus grandes capitalisations boursières se trouvent dans le même secteur, ce qui permet une comparaison directe.

Le « dividend-yield » de Biopharm est à 5,76%, pas loin des 6% qu'aurait celui de Sidal si cette entreprise distribue le même dividende qu'au cours des quatre dernières années (40 dinars). Ce sont de bons indicateurs. Le PER de Biopharm est de 5,26 ce qui n'est pas loin de celui de Sidal (en prenant le résultat de 2015 pour cette dernière). Ce sont aussi de bons indicateurs du point de vue de l'investisseur, et qui sont relativement bas. Par contre le PBR de Biopharm est de 1,25 contre 0,26 pour Sidal. Comme indiqué ci-dessus, la capitalisation boursière de Biopharm est de 29,3 mds DA contre 6,7 mds DA pour Sidal. En termes de capitaux propres, la différence est beaucoup plus faible. En effet, ces capitaux étaient de 23,3 mds DA en 2016 et 19,3 mds DA en 2015 pour Biopharm contre 20,5 mds DA pour Sidal en 2015. La différence de capitalisation boursière est due à une possible sous-évaluation de Sidal comme le suggère son PBR qui est nettement inférieur à un. D'un autre côté, les PER des deux entreprises sont proches, ce qui indique que Biopharm génère des revenus nets beaucoup plus élevés que Sidal alors que leurs capitaux propres sont proches. Plus précisément, si on considère l'année 2015 pour laquelle nous disposons des résultats des deux entreprises, le ratio des capitaux propres de Biopharm sur celui de Sidal est de 0,95 alors que le ratio de revenus nets est de 3,6. Autrement dit, à même capital, Biopharm génère presque quatre fois plus de revenus que Sidal. Ces chiffres suggèrent qu'en 2015 Biopharm était mieux géré que Sidal et qu'elle était peut-être sur de meilleurs créneaux, mais c'est à vérifier en regardant de près les investissements de Sidal et ses produits. Notons aussi une valse de PDG pour Sidal avec des changements en novembre 2015 et juin 2016, avec, comme rapporté par la presse en 2015, une possible ingérence de la tutelle politique dans les choix stratégiques de Sidal. Rappelons aussi que le résultat net du premier semestre 2016 de Sidal est en net progrès par rapport à celui de 2015. Pour terminer avec Biopharm, les trois indicateurs financiers n'indiquent pas une mauvaise évaluation du cours de son action. Ceci dit, une augmentation de 25% de son cours maintiendrait ses indicateurs financiers PER et PBR à des niveaux raisonnables.

La société El-Aurassi a un « dividend-yield » de 5,77%, ce qui est plutôt bon. Son PER qui est de 9,40 a connu une forte hausse en 2016 suite à la baisse de ses revenus nets (-44%), probablement à cause de la crise économique, mais il reste dans une zone encore raisonnable. Néanmoins, son PBR est vraiment bas, ce qui suggère une vraie sous-évaluation. Mais la conjoncture est mauvaise pour El-Aurassi. Il faut aussi dire que les prix pratiqués par l'hôtel El-Aurassi sont effrayants et largement au-dessus de la concurrence. Il n'est pas certain que

cette politique tarifaire soit la bonne politique pour augmenter ses revenus. Enfin, on ne peut ignorer qu'à l'instar de Saidal, l'Etat est actionnaire majoritaire et on ne peut exclure des interférences politiques dans sa gestion, ce qui peut décourager les investisseurs.

Une autre entreprise qui a un PBR nettement plus faible que 1 est Alliance Assurances, ce qui suggère une sous-évaluation, d'autant que les entreprises des services sont connues pour ne pas avoir beaucoup de capitaux propres et avoir un certain capital non-tangible. Son « dividend-yield » est très élevé. Son ratio PER est aussi bas, au même niveau que celui de Biopharm. Les trois indicateurs suggèrent une sous-évaluation du cours d'Alliance Assurances. Une augmentation de 50% de son cours maintiendrait ses indicateurs financiers PER et PBR à des niveaux raisonnables.

Le PDG d'Alliance Assurance a affirmé à plusieurs reprises qu'estimant que l'action de son entreprise était sous-évaluée, il achetait des actions de son entreprises, ce qui est une des approche recommandée par la littérature financière. Par ailleurs, et comme indiqué ci-dessus, le dividende élevé distribué cette année par cette entreprise peut être vue comme un appel à investisseurs, possiblement au détriment d'une croissance de l'entreprise. En cas d'échec, cette politique permettra à l'actionnaire majoritaire de disposer de plus de cash pour racheter toutes les actions, rachat obligatoire en cas de baisse sous la barre des 20% de la part des petits actionnaires. Notons enfin que le secteur des assurances a de gros problèmes, ce que n'arrête pas de dire le PDG d'Alliance Assurances. Une guerre des prix semble exister. En soit, ce n'est pas un problème et c'est même bon pour les clients, à condition que les ratios prudentiels sont respectés. L'auteur de cette note n'en n'a aucune idée et ne trouve pas d'information publique sur ces ratios prudentiels. Il paraît très urgent que les autorités politiques créent une autorité de régulation qui soit assez indépendante pour mettre de l'ordre dans le secteur.

Pour ce qui est de NCA Rouiba, elle n'a pas distribué de dividende en 2017 pour l'année 2016. Son PER est de loin le plus élevé de la bourse. Enfin le ratio PBR est au-dessus de un et il est le plus élevé de la bourse, sans être trop élevé. Cette entreprise semble être en difficulté comme l'indique les baisses successives de ses revenus nets au cours des deux dernières années (– 30,8% en 2016 et – 39,3% en 2015). Il est très difficile de conclure que cette entreprise est sous-évaluée. Par ailleurs, le PDG de cette entreprise a récemment affirmé que le secteur des boissons non-alcoolisées est en très forte surcapacité de production, soit un rapport de 12 ce qui est du délire et informe bien sur les conséquences des aides industrielles non ciblées. Les perspectives de ce secteur ne semblent pas très bonnes.

4. Un mauvais fonctionnement de la bourse ?

Comme indiqué ci-dessus, certains actionnaires historiques (et majoritaires) des trois entreprises totalement privées qui sont cotées prétendent que leurs entreprises sont sous-évaluées par la bourse. Ils se plaignent souvent du mauvais fonctionnement de la Bourse d'Alger pour expliquer la baisse des cours de leur entreprise constatée sur plusieurs années. En particulier, ils critiquent la limitation institutionnelle des variations journalières des prix des actions, actuellement 5%.

Un autre reproche est la faible liquidité de Bourse d'Alger, ce qui est un fait. Certains de ces propriétaires et des financiers de la place d'Alger reprochent aux institutions publiques de ne pas intervenir sur la bourse pour créer de la liquidité.

Il est évident que la liquidité est faible. Mais les deux reproches faits par certains actionnaires historiques des trois entreprises totalement privées ne tiennent pas la route. Toutes les bourses dans le monde ont des fourchettes. L'écart de 5% est raisonnable, surtout qu'il peut augmenter de 5% après quatre séances sans transactions. Par ailleurs, les deux sociétés partiellement publiques ont les mêmes contraintes mais ont connu des hausses de leur cours sur les années récentes, ce qui est le contraire des trois sociétés complètement privées. Enfin, ce système est symétrique (hausse et baisse) et il n'y a aucune raison qu'il « pousse » plus le marché à la baisse qu'à la hausse.

De la même manière, reprocher aux institutionnels publiques de ne pas intervenir sur la bourse est très bizarre. Sur la forme d'abord : On reproche souvent à l'Etat d'intervenir partout et trop dans l'économie ; pourquoi l'inviter à venir participer à l'augmentation des cours des sociétés cotées, en plus au frais du contribuable ? Sur le fond : Pourquoi ne pas inviter les institutionnels privés, en particulier les banques privées, à intervenir ? D'ailleurs il serait très intéressant de connaître les recommandations d'investissements des actions cotées faites par les intermédiaires privés.

Le problème de liquidité doit se régler autrement. Nous pensons qu'il faut instaurer plusieurs séances de transactions par jour. Il faut aussi instaurer des procédures pour permettre des écarts plus élevés au cours de la journée, même en cas de transactions. Par exemple en Tunisie, il est permis de dépasser le maximum d'écart de la journée fixé à 3%, ce qui nécessite un gel des ventes pendant quinze minutes. Par ailleurs réduire le montant du pas de cotation, c'est-à-dire le montant minimal entre deux niveaux de cours, est une méthode classique pour augmenter la liquidité. Ce pas de cotation est actuellement de 5 DA et pourrait être ramené à 1 DA. Une telle baisse ne règlera pas le problème de faible demande des actions mais pourrait attirer les spéculateurs (investisseurs de court terme) pour animer le marché, ce qui serait utile pour la liquidité du marché.

Pour augmenter la liquidité, il faudrait aussi attirer plus d'entreprises pour introduction en bourse avec des incitatifs fiscaux forts. Par exemple, la législation actuelle permet une exemption de l'impôt sur la plus-value à l'introduction en bourse au même niveau que la proportion cotée. Ainsi, si une entreprise introduit 20% de ses actions, elle obtient un rabais de 20% sur l'impôt de la plus-value. Nous pensons qu'il faudrait enlever cette contrainte et mettre une exemption totale (100%) pour tout niveau d'introduction, comme c'est le cas par exemple en Tunisie.

Les pouvoirs publics devraient stimuler la demande des actifs financiers comme les actions et les obligations. Augmenter la taille du système financier algérien (bourse des actions et marché des capitaux) est un enjeu majeur pour le développement de l'économie du pays et sa diversification. Une bonne façon de stimuler cette demande est de créer des programmes de plan d'épargne-actions (PEA) et aussi des plans de retraites complémentaires pour les personnes physiques, en mettant des avantages fiscaux tout en mettant des maximums à ces

avantages fiscaux. Beaucoup de pays le font. Par exemple, la Tunisie a le PEA suivant : toute personne physique peut déduire de sa base imposable un montant annuel maximal de 50 000 DT (un peu plus de 14 fois le salaire minimum annuel) qu'il mettrait dans son PEA; un minimum de 80% doit être placé en actions, le reste en obligations (ce ratio de 80% peut être non satisfait pendant une période qui ne dépasse pas 90 jours); pendant six ans, les plus-values et les dividendes peuvent être sortis du PEA sans imposition ; le PEA peut être fermé au-delà des six années sans impôt sur la mise initiale. Si un tel programme est lancé en Algérie, on pourrait imaginer 50 000 personnes investissant 200 000 DA chacune, soit un total de 10 mds DA, à comparer avec la capitalisation boursière actuelle de 44 mds DA. Un tel montant, au taux d'impôt maximal de 35%, coûterait 3,5 mds DA. De fait, un tel programme attirerait beaucoup plus d'argent car les personnes à revenus moyens seront aussi intéressées et il coûterait relativement moins cher à l'Etat car ces personnes ont des taux d'imposition maximaux plus faibles que 35%. Etant donné la taille faible du marché boursier, il faudrait imposer au début un taux minimal d'actions relativement faible et le relever progressivement au fur et à mesure du développement du marché boursier.

Notons qu'à la différence d'un PEA, un plan de complément de retraite n'a pas l'avantage fiscal qui consiste à ne pas taxer les plus-values et les dividendes et aussi à pouvoir sortir l'argent au bout de six ans sans impôt. Au contraire, un plan retraite est un investissement de long terme, les avantages fiscaux ne s'appliquant qu'une fois le détenteur du plan à la retraite. En cas de sortie prématurée de l'argent de ce plan, l'impôt est appliqué.

Un reproche évident à un plan type PEA serait de dire que c'est le contribuable qui va partiellement financer le placement boursier des plus aisés, ce qui est vrai. L'auteur de cette note a à plusieurs reprises défendu l'idée d'augmenter les prix des produits énergétiques qui profitent le plus au plus aisés. Nous parlons de plusieurs milliards de dollars par an, soit nettement plus que les sommes mentionnées ci-dessus. Une réforme des subventions est très souhaitable avec un ciblage direct. Un tel ciblage ne sera pas suffisant ; il faudra aussi réduire les impôts. Un plan type PEA est une manière de le faire de manière bénéfique pour l'économie du pays et aussi pour l'Etat qui aura à sa disposition un marché financier plus développé.

Enfin, un marché financier moderne fonctionne en bonne partie par internet. Ce n'est pas en coupant internet pendant le bac que les affaires de la bourse vont s'améliorer.

5. Problème de surévaluation à l'introduction en bourse ?

Les cotations des entreprises privées ont effectivement baissés depuis l'introduction en bourse de ces sociétés, comme ce fut le cas pour les deux sociétés à majorité publique. Ce qui nous amène à nous demander si ce processus d'introduction en bourse a été fait convenablement. Pour cela nous allons regarder les indicateurs PER et PBR au moment des introductions en bourse des cinq sociétés. C'est un exercice difficile et délicat car il faudra peu ou prou décider quel est le niveau raisonnable de PER et PBR. C'est d'autant plus difficile que ces niveaux raisonnables pourraient différer selon les secteurs, en particulier pour le PBR comme expliqué ci-dessus.

Pour chacune des entreprises, le Tableau 2 donne l'année d'introduction en bourse, le prix d'introduction, le cours du 1 Aout 2017, les ratios PER et PBR lors de l'introduction de Saidal et El-Aurassi et pour toutes les entreprises depuis 2011, année de l'introduction de la première société complètement privée (Alliance Assurances).

Tableau 2

	Biopharm	Saidal	El-Aurassi	NCA Rouiba	Alliance Ass.
Année Intro. Bourse	2016	1999	2000	2013	2011
Cours Intro. Bourse	1225	800	400	400	830
Cours 01/08/17	1145	665	520	325	405
PER					
1999	X	20,13	X	X	X
2000	X	-	11,06	X	X
2011	X	3,47	-5,21	X	13,21
2012	X	3,15	3,86	X	20,56
2013	X	1,69	6,56	15,03	9,64
2014	X	3,79	3,58	9,97	9,72
2015	X	5,60	4,73	15,95	8,63
2016	5,63	5,25	8,95	21,77	6,40
2017	5,26	5,81	9,40	21,12	5,57
PBR					
1999	X	1,23	X	X	X
2000	X	-	1,30	X	X
2011	X	0,52	0,92	X	2,45
2012	X	0,42	0,54	X	2,18
2013	X	0,27	0,63	1,96	1,38
2014	X	0,32	0,67	1,56	1,26
2015	X	0,31	0,63	1,46	1,09
2016	1,34	0,29	0,65	1,37	0,87
2017	1,25	0,32	0,68	1,33	0,76

Commençons par les deux sociétés à majorité publique. Saidal a été introduite en bourse en 1999 alors que ce fut en 2000 pour El-Aurassi. Le cours d'introduction de 800 DA de Saidal est franchement suspect, surtout par rapport à son cours actuel. Notons que l'inflation sur la période 1999-2017 a été proche 110%. Son PER était de 20,13 ce qui est très élevé ; c'est le niveau des PER dans les économies développées. Son PBR était de 1,23. C'est probablement ce ratio qui explique le prix d'introduction, c'est-à-dire un PBR au-dessus de un a déterminé le prix d'introduction, ignorant un PER très élevé.

Le cours d'introduction d'El-Aurassi est aussi suspect, soit 400 DA. Son PER était de 11,06 ce qui est assez élevé, alors que son PBR était de 1,30. On retrouve un PBR du même niveau que celui de Saidal à son introduction. Comme déjà mentionné ci-dessus, le problème de ces

deux entreprises est qu'étant donnés leurs capitaux, elles ne génèrent pas assez de revenus pour justifier un PBR supérieur à un.

Néanmoins, fin 2003, les cours de Saidal et El-Aurassi étaient de 380 DA et 260 DA, ce qui est beaucoup plus raisonnable par rapport aux prix actuels. De la même manière, les PER des deux entreprises étaient de 7,8 et 5,2 alors que les PBR étaient de 0,7 et 0,8. C'est raisonnable comme indicateurs financiers. Les données historiques suggèrent qu'une correction boursière semble avoir eu lieu entre l'introduction en bourse de ces deux sociétés et 2003. C'est particulièrement vrai pour Saidal. Signalons enfin que le PER d'El-Aurassi était négatif en 2011 pour cause de fermeture de l'hôtel pour rénovation.

Passons maintenant à Alliance Assurances. Son cours d'introduction est clairement très élevé par rapport à son cours actuel. Son PER était élevé en 2011 et 2012, soit 13,2 et 20,5. Le PER de 2012 est vraiment élevé alors que le cours de l'action était de 825 DA, pas loin du cours d'introduction (830 DA). Les PBR étaient aussi élevés, soit 2,45 en 2011 et 2,18 en 2012. Alliances Assurance est une société de service et donc avec un possible capital non-tangible qui peut expliquer un PBR élevé, mais 2,45 semble élevé, surtout combiné avec un PER de 13,2 alors que Saidal avait un PER de 3,5.

Fin 2013, le cours d'Alliance Assurances était de 610, avec un PER de 9,64 et un PBR de 1,38 soient des valeurs plus raisonnables, en particulier par rapport aux autres sociétés cotées au moment de son introduction. Les données historiques, en particulier du PER, suggèrent qu'une correction boursière semble avoir eu lieu depuis l'introduction en bourse de cette société. Rappelons que l'analyse des indicateurs actuels suggère une sous-évaluation de cette entreprise.

NCA Rouiba a été introduite en bourse en 2013 au cours de 400 DA. Fin 2013, son cours était de 405 DA, avec un PER de 15,03 alors que le PER le plus élevé du marché était plus petit que 10. De la même manière, le PBR était de 1,96 alors que le PBR le plus élevé du marché était à 1,38. Les deux indicateurs étaient donc élevés en 2013, en particulier le PER. Depuis cette date, le cours de cette entreprise a baissé régulièrement, et ses PER et PBR sont les plus élevés du marché, en particulier pour le PER. Les données historiques, en particulier le PER, suggèrent qu'une légère correction boursière semble avoir eu lieu depuis l'introduction en bourse de cette société. De la même manière, le PER est actuellement très élevé à cause des baisses des revenus à partir de 2014, probablement à cause de la crise économique que vit le pays, crise que personne ne pouvait prédire au moment de l'introduction en bourse de cette société. Rappelons que l'analyse des indicateurs actuels ne suggère pas une sous-évaluation de cette entreprise.

Enfin, Biopharm a été introduite en bourse en avril 2016, soit il y a un peu plus d'un an. Les indicateurs financiers PER et PBR semblent raisonnables, en particulier par rapport aux indicateurs des sociétés cotées. Notons que la brochure d'introduction de cette entreprise a explicitement fait la comparaison de ces performances avec Saidal, ce qui a évidemment aidé à fixer un prix conforme au marché. Combinés avec son « dividende-yield », ces indicateurs n'indiquent pas une mauvaise évaluation du cours de son action.

Une troisième société publique, Eriad Sétif, a été introduite en bourse en 1999 à hauteur de 20% et s'en est retirée en 2006 après de très grandes difficultés financières. La seule information disponible sur le site de la COSOB concerne la documentation de l'introduction en bourse, ce qui est très surprenant. Cette documentation nous informe que le cours d'introduction était de 2300 DA, que le PER était de 11,08 alors que le PBR était à 1,37. Des paramètres très proches de ceux de l'introduction d'El-Aurassi. Le rachat des actions s'est fait à 1500 DA l'action. Les investisseurs ont beaucoup perdu dans cette affaire, ce qui n'a pas dû rendre attractif les actions à majorité étatique.

La faiblesse de la demande plombe les cours. Une comparaison rapide avec les bourses des voisins montre que les PER et le PBR sont plus faibles chez nous. Une interprétation possible est que les cours sont sous-évalués. C'est l'interprétation de certains propriétaires historiques et majoritaire de certaines entreprises totalement privées. Mais une autre lecture est que la demande en actions étant faible chez nous, il n'est pas pertinent de comparer les indicateurs financiers des entreprises cotées à Alger avec celles cotées chez les pays voisins, pays qui ont des bourses plus développées et plus liquides que nous. Une demande des actions faible implique des cours faibles, et ce n'est pas de la sous-évaluation mais la réalité du marché. C'est la lecture préférée de l'auteur de cette note. Autrement dit, introduire les entreprises sur la bourse d'Alger en utilisant des indicateurs financiers comparables à ceux des voisins a mené à des surévaluations plus ou moins élevées. Il faut absolument tenir compte de cette faible demande dans la fixation du cours d'introduction des futures opérations d'introduction en bourse. Par contre, augmenter la demande en actions, par exemple en lançant un programme PEA, devrait augmenter naturellement les cours des sociétés cotées.

Introduction ratée de la cimenterie d'Ain El-Kebira de Sétif. La brochure grand public de l'introduction en bourse en 2016 de cette cimenterie a donné le résultat net et les capitaux propres de cette société pour les années 2011 à 2014, avec un cours d'introduction proposé de 1600 DA par action. Il n'est pas fait mention de dividendes versés sur cette période. En prenant les chiffres de 2014, on obtient un PER de 5,75 et un PBR de 1, ce qui paraît raisonnable. L'échec de l'introduction en bourse de cette entreprise est peut-être à chercher ailleurs que dans ses résultats financiers passés. Une explication avancée est que le lancement de cette introduction s'est fait à un moment proche du lancement de l'emprunt national. C'est possible, mais cet argument est fragile car le montant de cette introduction avortée était proche de 19 mds DA, soit 3,3% du montant récolté par l'emprunt national, à savoir 568 mds DA. Une possible explication est la peur d'une gestion pas très efficace de l'entreprise, à l'instar de ce qui s'est passé pour Saidal et El-Aurassi au moment de leur introduction. Une autre possible explication est l'état de surproduction que va connaître le secteur sous peu, ce qui nous ramène à l'importance des anticipations des revenus futurs mentionnées ci-dessus.

6. La Crise, une opportunité pour investir ?

Les cours boursiers de certaines entreprises sont clairement impactés par la crise économique. Cette crise va probablement continuer et peut-être devenir plus sévère au cours des années prochaines, ce qui pose la question de l'opportunité d'acheter des actions en bourses ou plus généralement d'autres actifs comme l'immobilier.

Il y a deux expressions que les investisseurs anglo-saxons aiment bien rappeler. La première expression est « la période pour acheter est quand il y a du sang dans la rue », c'est-à-dire en temps de crise. Elle est attribuée au Baron Rotschild qui aurait en fait dit « la période pour acheter est quand il y a du sang dans la rue, même si c'est votre sang ». La seconde expression est « n'essayez pas d'attraper un couteau qui tombe ». Clairement, la première expression suggère que c'est en temps de crise qu'il y a des opportunités d'investissements. Au contraire, la seconde expression recommande la prudence et d'attendre que le couteau touche le sol, c'est-à-dire que la crise soit sur sa fin.

Autrement dit, qu'elle est le meilleur moment pour acheter ? C'est quand les prix sont bas ! Comment savoir s'ils ne vont pas continuer de baisser ? Il faut étudier de près les détails techniques et financiers de l'entreprise, son secteur, avoir de la perspective sur l'économie du pays. Il faut aussi se poser la question des investissements alternatifs et se rappeler que l'argent qui dort est grignoté par l'inflation, inflation qui va continuer d'être élevée au cours des années qui viennent. Et surtout prendre des risques, dans l'investissement financier, et de manière plus générale dans la vie. Le rendement est une rémunération du risque pris, à condition d'éviter de perdre sa chemise.

Deux autres règles d'investissement sont bonnes à rappeler. Il faut diversifier son portefeuille entre actions et obligations comme il faut diversifier les actions et les secteurs. Enfin, la prise de risque doit diminuer avec l'âge ; autrement dit la part des obligations dans le portefeuille doit augmenter avec l'âge. Certains suggèrent la règle suivante pour les Etats-Unis: soustraire de 100 l'âge de l'investisseur pour déterminer la proportion des actions dans le portefeuille.

7. Recommandations

- Les privatisations doivent se faire par la bourse pour augmenter sa taille et pour plus de transparence.
- Exonération totale de l'impôt sur la plus-value pour toute proportion de l'entreprise introduite en bourse pour attirer plus d'entreprises.
- Lancement de plans épargne-actions et retraites complémentaires pour stimuler la demande en actifs financiers.
- Donner une plus grande importance au ratio « prix-earning » (PER) au moment de l'introduction en bourse pour éviter toute surévaluation du cours.
- Changer le type de management des sociétés à majorité étatique et enlever toutes les interférences politiques pour les rendre plus efficaces et plus attractives à la bourse.
- Augmenter le nombre de séances de transactions par jour.
- Permettre de rajouter des écarts maximaux au cours d'une même journée, même en cas de transactions.
- Réduire le pas de cotation de 5 DA à 1 DA.
- Donner des aides financières et des incitatifs fiscaux aux médias spécialisés en information financière pour informer et éduquer le public.

Nour Meddahi
Professeur d'économie
Université de Toulouse