



CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION

INSTITUT SUPERIEUR DE COMPTABILITE (ISC)

***Diplôme d'Etudes Supérieures Spécialisées en Audit et Contrôle de
Gestion***

Année académique 2004/2005, 16^{ème} Promotion

Mémoire de 3^{ème} Cycle

Thème :

**ÉVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DE LA
SOCIETE NATIONALE DES TELECOMMUNICATIONS DU
SENEGAL (SONATEL)**



Présenté par

NGONO NOA Christian Jean

Sous la Direction de

Monsieur El Adji FAYE

Docteur es-sciences de gestion

Maître assistant à la FASEG

Université Chekh Anta Diop de DAKAR



SIGLES ET EBREVIATIONS

- AE : Actif Economique.
- ARPU : Average Revenu Per User.
- BCEAO: Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest.
- BFR : Besoin en Fonds de Roulement.
- BPA : Bénéfice Par Action.
- BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières de l'Afrique de l'ouest.
- CA : Chiffre d'Affaire.
- CESAG : Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion.
- CFA : Communauté Financière d'Afrique.
- CI : Capitaux Investis.
- CP : Capitaux Propres.
- CT : China Telecom.
- DFC: Direction Financière et Comptable.
- DGA : Directeur Général Adjoint.
- DPA : Dividende Par Action.
- DT : Deutsche Telekom.
- EBE : Excédent Brut d'Exploitation.
- EBITDA: Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization.
- EVA: Economic Value Added.
- FCR : France Câble et Radio.
- ISC : Institut Supérieur de Comptabilité
- MVA: Market Value Added.
- OPT : Office des Postes et Télécommunications.
- PER : Price Earning Ratio.
- Pt : Prix de l'action ou cours de l'action à un instant t.
- RAA: Résultat Avant Amortissements.
- Rb : Rentabilité Boursière.
- RE : Résultat d'Exploitation.
- RN : Résultat Net.
- ROA: Return On Asset.
- ROI: Return On Investment.
- SONATEL : Société Nationale des Télécommunications du Sénégal.

- SRI : Service des Relations avec les Investisseurs.
- TRI : Taux de Rentabilité Interne.
- UIT : Union Internationale des Télécommunications.
- VA: Valeur Ajoutée.
- VAN : Valeur Actualisée Nette.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

LISTE DES TABLEAUX & FIGURES :

Liste des tableaux :	Pages
Tableau 1 : La matrice d'évaluation	34
Tableau 2 : Le programme de travail	34
Tableau 3 : Indicateurs de suivi et d'évaluation des performances de la DFC.	60
Tableau 4 : Variation des indicateurs de performance financière par rapport à l'année précédente et aux standards SONATEL.	62
Tableau 5 : Variation des indicateurs de feed-back clients	65
Tableau 6 : Variation des indicateurs de performance boursière SONATEL	67
Liste des figures	
Figure 1: La matrice d'évaluation	9
Figure 2: Illustration du caractère multidimensionnel de la performance.	12
Figure 3 Les quatre piliers de la performance	13
Figure 4- Les quatre alternatives stratégiques	15
Figure 5 : Les multiples aspects de création de valeur	24
Figure 6: Composantes et facteurs déterminants de la performance financière	26
Figure 7 : Les étapes de la préparation de l'évaluation	28
Figure 8 : Préparation de l'évaluation par l'organisation (Commanditaire)	29
Figure 9 : Préparation de l'évaluation par l'évaluateur	29
Figure 10 : La réalisation et l'évaluation	31
Figure 11 : La droite de valeur	39
Figure 12 : Le modèle d'analyse	42
Figure 13 : Répartition du capital de SONATEL SA	49
Figure 14 : Le groupe SONATEL	50
Figure 15 : Etapes du processus en relation avec l'évaluation de la performance financière	57
Figure 16 : Variation du ratio des capitaux engagés	72
Figure 17 : Niveau de marge nette sur les quatre dernières années	73
Figure 18 : Evaluation de l'efficacité productive	74
Figure 19 : Taux d'endettement des capitaux propres	75
Figure 20 : Evolution du niveau du CA	76
Figure 21 : Evolution de la variation du dividende distribué	79
Figure 22 : Evaluation du taux de distribution	80

Figure 23 : Rendement courant de l'action	81
Figure 24 : Evaluation de la rentabilité boursière	82
Figure 25 : Evaluation de la performance boursière	83
Figure 26 : Evaluation de la valeur de marché	84

LISTE DES ANNEXES :

Annexes	Pages
Annexe 1 Organigramme du Groupe SONATEL	91
Annexe 2 Guide d'entretien et liste des responsables rencontrés.	92
Annexe 3 Organigramme du département contrôle de gestion	93
Annexe 4 Evolution du titre SONATEL	94
Annexe 5 Le modèle MARAKON ASSOCIATES	95
Annexe 6 Le modèle d'évaluation FELTHMAN-OHLSON	96
Annexe 7 LE modèle de la stratégie de valeur MC KINSEY	99
Annexe 8 Définition et calcul de l'EBITDA	101

TABLE DES MATIERES

DEDICACE.....	I
REMERCIEMENTS.....	II
SIGLES ET EBREVIATIONS.....	III
LISTE DES TABLEAUX & FIGURES :	V
LISTE DES ANNEXES :	VI
TABLE DES MATIERES.....	VII
INTRODUCTION GENERALE.....	1
Première Partie.....	6
LA PERFORMANCE : NOTION ET DEMARCHE D'EVALUATION.....	6
<i>INTRODUCTION</i>	7
<i>CHAPITRE I: LA NOTION DE PERFORMANCE</i>	8
Introduction.....	8
1-1 DEFINITION DE LA PERFORMANCE:.....	8
1-1-1 LE CONCEPT DE PERFORMANCE.....	8
1-1-1-1 Les dimensions de la performance.....	11
1-1-2 LES DETERMINANTS DE LA PERFORMANCE:.....	13
1-1-2-1 La compétitivité.....	14
1-1-2-2 Le métier de l'entreprise et sa rentabilité.....	14
1-2 LA PERFORMANCE FINANCIERE.....	15
1-2-1 LES COMPOSANTES DE LA PERFORMANCE FINANCIERE.....	16
1-2-1-1 La rentabilité et l'assise financière.....	16
1-2-1-2 La performance boursière.....	20
1-2-2 LES PILIERS DE LA PERFORMANCE FINANCIERE.....	22
1-2-2-1 la politique d'investissement de l'entreprise.....	22
1-2-2-2 La création de valeur.....	24
<i>CHAPITRE II: DEMARCHE ET OUTILS D'EVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE</i>	27
2-1 LA METHODOLOGIE D'EVALUATION.....	27
2-1-1 LA DEMARCHE D'EVALUATION.....	27
2-1-1-1 les préalables à l'évaluation.....	27
2-1-1-2 La préparation de l'évaluation.....	28
2-1-1-3 La réalisation de l'évaluation.....	30
2-1-1-4 La valorisation des résultats.....	31
2-1-2 LES OUTILS DE LA DEMARCHE D'EVALUATION:.....	31
2-1-2-1 Les outils de collecte d'informations.....	32
2-1-2-1 Les outils de description.....	32
2-1-2-2 Les outils de réalisation de l'évaluation.....	34
2-2 LES MODELES DE MESURE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE.....	35
2-2-1 MODELES TRADITIONNELS DE MESURE DE LA PERFORMANCE FINACIERE:.....	35
2-2-1-1 L'approche par les indicateurs de mesure:.....	35
2-2-1-2 Le budget:.....	37
2-2-2 LES NOUVELLES APPROCHES DE MESURE DE LA PERFORMANCE:LES	
APPROCHES PAR LA VALEUR.....	37
2-2-2-1 La droite de valeur:.....	37
2-2-2-2 L'approche par les modèles d'évaluation de la création de la valeur.....	40
<i>CHAPITRE III : METHODOLOGIE</i>	42
3-1 LE MODELE D'ANALYSE.....	42

3-2 LA DEMARCHE D'EVALUATION	43
3-2-1 PREPARATION DE L'EVALUATION	43
3-2-1-1 outils de collecte des données	43
3-2-1-2 Les outils de réalisation	44
Conclusion.....	45
Deuxième partie	46
APPLICATION DE L'EVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE AU CAS DE LA SONATEL	46
INTRODUCTION	47
CHAPITRE I: PRESENTATION DE LA SONATEL	48
1-1 HISTORIQUE ET MISSIONS DE LA SONATEL:.....	48
1-1-1 HISTORIQUE DE LA SONATEL	48
1-1-2 LES MISSIONS DE LA SONATEL	50
1-2 L'ORGANISATION DE LA SONATEL ET SON INTRODUCTION EN BOURSE.....	51
1-2-1 ORGANISATION DE LA SONATEL :.....	51
1-2-1-1 Le Service des Relations avec les Investisseurs (SRI) :.....	52
1-2-1-2 Le service Modélisation Economique et Plan:.....	53
1-3 LA SONATEL EN BOURSE	53
CHAPITRE II : DESCRIPTION DU MODELE D'EVALUATION	ET
PRESENTATION DES RESULTATS DE NOTRE ETUDE :	55
2-1 DESCRIPTION DU MODELE D'EVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIER DE LA SONATEL.....	55
2-1-1 DESCRIPTION DE L'EXISTANT:.....	55
2-1-1-1 Un modèle à référence budgétaire.....	55
2-1-1-2 Un modèle centré sur la croissance et la rentabilité.....	58
2-1-1-3 Un suivi et réévaluation des objectifs	59
2-1-1-4 Une évaluation à posteriori	59
2-2 PRESENTATION DES RESULTATS DE L'ETUDE.....	61
2-2-1 RENTABILITE ECONOMIQUE, FINANCIERE ET FEED-BACK CLIENT :	61
2-2-1-1 Croissance et rentabilité financière de la SONATEL :.....	62
2-2-1-2 Feed-back client:.....	64
2-2-2 RENTABILITE BOURSIERE ET VALEUR DE MARCHÉ :	66
2-2-3 L'EVALUATION DES CHANCES DE FAILLITE ; L'APPROCHE PAR UN MODELE DE TYPE FONCTION SCORE	69
CHAPITRE III : ANALYSES ET RECOMMANDATIONS	71
3-1 ANALYSES DES RESULTATS :.....	71
3-1-1 LA RENTABILITE ECONOMIQUE ET FINANCIERE :	71
3-1-1-1 La rentabilité économique :	71
3-1-1-2 Le taux de marge brute	71
3-1-1-3 Le ratio de rotation des capitaux engagés.....	72
3-1-2 LA RENTABILITE FINANCIERE (RETOUR SUR FONDS PROPRES).....	72
3-1-2-1 Le ratio de marge nette	73
3-1-2-2 L'efficacité productive.....	73
3-1-2-3 Le taux d'endettement.....	74
3-1-2 LE FEED-BACK CLIENT	75
3-1-2-1 Le Chiffre d'affaires.....	75
3-1-2-2 L'EBITDA.....	77
3-1-2-3 La valeur commerciale	77
3-1-3 LA CAPACITE A GENERER DES REVENUS POUR LES ACTIONNAIRES DE LA SONATEL.....	78
3-1-3-1 L'EVA.....	78
3-1-3-2 Le niveau du dividende distribué	79
3-1-3-3 Le taux de distribution :	80
3-1-3-4 Le rendement courant de l'action :	80
3-1-3-5 La rentabilité boursière.....	81
3-1-3-6 La performance boursière.....	82
3-1-3-7 La valeur de marché.....	83

3-2 RECOMMANDATIONS	84
3-2-1 RECOMMANDATIONS PROPRES AU MODELE D'EVALUATION	84
3-2-1-1 Une centralisation des modèles d'évaluation :	84
3-2-1-2 Un référentiel complémentaire	85
3-2-1-3 Une révision des standards d'évaluation :	86
3-2-2 RECOMMANDATION PROPRE AU PROCESSUS FINANCE.....	86
3-2-2-1 Une meilleure politique d'endettement:	86
3-2-2-2 Un plus grand volume des investissements	86
3-2-3 RECOMMANDATIONS LIÉES AU MARCHÉ.....	87
Conclusion	87
 CONCLUSION GENERALE	 88
 ANNEXES	 89
Annexe 1 : Organigramme du groupe SONATEL	90
Annexe2 : Guide d'entretien et liste des responsables rencontrés	92
Annexe 3 : Organigramme du département Contrôle de gestion	93
Annexe 4 : Evolution du cours SONATEL et l'indice BRVM 10	94
Annexe 5 : Le Modèle du Marakon Associates	95
Annexe 6 : Le modèle d'évaluation Felthman-Ohlson	96
Annexe 7 : Le modèle de la stratégie de la valeur de McKinsey	99
Annexe 8 : Définition et calcul de l'EBITDA	101
 BIBLIOGRAPHIE	 103

INTRODUCTION GENERALE

Le 21^{ème} siècle est marqué par une nouvelle ère de globalisation de l'économie. Cette dernière peut être perçue comme une fonte, une dissolution des marchés nationaux et sous régionaux dans un seul et unique marché planétaire, caractérisé par la chute des barrières nationales et sous régionales. De ce processus est né un marché mondial au sens propre du terme. En d'autres mots, contrairement aux siècles précédents où les entreprises pouvaient se permettre de délimiter leur marché et ainsi réduire la concurrence dans le but d'une meilleure maîtrise de leur environnement, il n'est plus matériellement aisé de le faire aujourd'hui : les entreprises, quelle que soit leur taille évoluent sur un même marché suivant leurs domaines d'activités stratégiques. Les entreprises sont donc au cœur d'un processus de transformation radicale car, plus que par le passé, la concurrence ne se fait plus seulement sur le plan industriel, mais aussi sur le plan de l'information avec le développement des technologies de l'information et de la communication.

Les frontières nationales ne constituent plus des obstacles pour les concurrents. Pour survivre et prospérer dans un tel environnement, les entreprises se doivent donc de développer des systèmes de management compatibles avec leur stratégie, leur capacité financière et ce, suivant leur sensibilité culturelle. C'est ainsi qu'ont été développés des systèmes de management tel :

- le Management par la Qualité Totale (TQM), centré sur la satisfaction des besoins du client,
- le Lean Management (LM), qui allie réduction des coûts et amélioration de la qualité, afin d'éviter que cette dernière ne soit sacrifiée dans les efforts de réduction des coûts,
- la comptabilité par activités (ABC) offrant entre autres, une meilleure visibilité dans la gestion des coûts,
- le management basé sur le résultat etc.

A l'étude, l'idée qui soutend toutes ces pratiques managériales reste celle de la performance définie par Patrick NYKITA et JASK TUSZYNSKI (2002: 198) comme « la capacité à atteindre un objectif ». Cette approche de la performance se réfère à la notion d'efficacité (capacité à produire l'effet attendu). Mais la performance ne se réfère pas seulement à la

notion d'efficacité mais également à celle d'efficience (capacité à atteindre l'objectif visé tout en minimisant les moyens et le temps nécessaires).

D'autre part, les Etats, sous la pression des institutions de Bretton Woods, du Fonds Monétaire International (FMI) et de la Banque Mondiale (BM), se désengagent de plus en plus du secteur économique. Les raisons avancées par ces institutions sont principalement de deux ordres : un dégrèvement des charges des Etats, favoriser l'essor d'un secteur privé viable tout en rendant les entreprises jadis sous l'égide des Etats plus performantes.

Au Sénégal, l'entrée en vigueur de la loi mettant fin au monopole de la Société Nationale des Télécommunications du Sénégal (SONATEL) en tant qu'opérateur global et seul détenteur d'une licence complète parachève ainsi le processus de libéralisation du secteur des télécommunications au courant de l'année 2004 et plonge la SONATEL dans cet environnement concurrentiel très instable marqué par la globalisation des marchés.

Par ailleurs, dans l'optique d'un essor du secteur privé, il a été créé dans les différentes sous-régions africaines des marchés financiers. Ces marchés offrent une solution parallèle d'accès aux financements pour les agents économiques à besoins de capitaux car transformant les capitaux à court terme (épargne) en financements longs (investissement). La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières de l'Afrique de l'ouest (BRVM) constitue ainsi pour les entreprises Ouest Africaines et la SONATEL en particulier une autre source de financement pour le développement de leurs activités ; source de financement dont la SONATEL ne s'est pas privée d'utiliser, puisque cotée sur cette place financière.

Le secteur des télécommunications peut être considéré aujourd'hui comme étant au centre de l'économie, du fait de son importance pour les agents économiques. En effet, pour le client, le plus important c'est la disponibilité, la facilité d'accès à l'information à un moindre coût et dans les normes de qualité requises. Les entreprises de télécommunications se doivent donc de générer suffisamment de ressources, nécessaires à la satisfaction des besoins de leurs clients.

L'une des caractéristiques principales des sociétés de télécommunications est leur niveau d'investissement, compte tenu du coût, du taux d'obsolescence très élevé des équipements de communication, et des rapides développements technologiques. Il conviendrait donc de s'interroger sur la capacité financière qu'a la SONATEL pour faire face à cette réalité afin

d'atteindre son objectif stratégique : « faire partie des entreprises qui changent l'image des entreprises Africaines ».

D'où la nécessité d'une constante veille sur le niveau de satisfaction des partenaires financiers de la SONATEL, compte tenu du fait que ceux-ci disposent dans un environnement mondialisé, d'outils leur permettant de faire des arbitrages en temps réel. La problématique de l'évaluation de la performance financière de la SONATEL pourrait donc se résumer à une évaluation du niveau de satisfaction des partenaires financiers (banques, actionnaires) de la SONATEL.

La notion de performance étant fortement corrélée à celle d'efficacité, la déclinaison de la performance financière en degré de satisfaction des partenaires financiers d'une entreprise pose de toute évidence le problème de l'atteinte des objectifs assignés à la direction générale par le conseil d'administration, qui lui-même en reçoit de l'assemblée générale des actionnaires. Il s'agit donc en clair, d'optimiser le niveau de satisfaction des actionnaires compte tenu de leur forte mobilité, et par ricochet, des différents partenaires sociaux de la SONATEL du fait de son importance dans l'économie sénégalaise.

Dans le cadre de notre étude, la question de recherche fondamentale est celle de savoir si **la SONATEL génère suffisamment de ressources financières lui permettant d'atteindre l'objectif stratégique qu'elle s'est assignée.**

A travers cette étude, nous nous appesantirons sur :

- la démarche d'évaluation de la performance financière,
- le modèle d'évaluation de la performance financière de la SONATEL et comment se met-il en œuvre,
- et nous essayerons de répondre à la question de savoir si la SONATEL est financièrement performante.

Le thème qui soutend cette étude visant à apporter notre modeste contribution au développement de la SONATEL est : « **l'évaluation de la performance financière de la SONATEL** »

L'objectif général de cette étude est d'évaluer la capacité de la SONATEL à générer de la valeur financière compte tenu de l'objectif à long terme qu'elle s'est fixée. Les objectifs secondaires qui en découlent sont les suivants :

- décrire le processus d'évaluation de la performance financière à la SONATEL tel qu'il se déroule,
- évaluer la performance financière de la SONATEL en termes de rentabilité économique, financière et boursière,
- évaluer sa capacité à satisfaire les détenteurs des titres SONATEL par rapport à d'autres entreprises du même secteur.

La démarche que nous allons adopter pour mener à bien cette étude est basée sur les éléments ci-dessous :

- une revue de la littérature afin de mieux comprendre les contours de la notion de performance financière;
- une étude méthodologique en matière d'évaluation ;
- une description des techniques de collecte de données (analyse documentaire, entretiens) ;
- une analyse des résultats, suivie des recommandations.
- Cette démarche sera plus détaillée dans le chapitre III de la première partie de notre travail.

En outre, cette étude vise dans le cadre de l'évaluation de la performance financière de la SONATEL, à apporter des réponses claires, précises et concises aux préoccupations du grand public et de tous les professionnels oeuvrant dans le domaine de la performance. Elle pourrait donc présenter de multiples intérêts.

- **Pour la SONATEL**

La SONATEL ambitionne d'être la société qui change l'image que l'on a des sociétés africaines. Elle s'est ainsi rapprochée d'un partenaire stratégique : France TELECOM. Pour atteindre cet objectif, outre le rapprochement vers ce partenaire stratégique, la SONATEL devra elle-même être hautement performante tant sur le plan financier que sur tout autre volet de l'entreprise entrant en droite ligne avec la réalisation de cet objectif stratégique. Pour ce

qui est de sa fonction financière, une évaluation périodique de la performance financière serait d'une importance capitale notamment en ce qui concerne l'appréciation de politique financière, d'investissement, base de son développement.

- **Pour nous :**

Visant une spécialisation en contrôle de gestion et plus précisément en gestion de la performance, cette évaluation de la performance financière de la Sonatel est une première expérience qui nous espérons, nous permettra non seulement de faire nos premiers pas en la matière, mais aussi de mieux appréhender les contours de la notion de performance. Cette étude nous permettra aussi d'enrichir les enseignements reçus au CESAG.

- **Pour le CESAG :**

Cette étude pourrait orienter les stagiaires en Gestion des Organisations et des Entreprises, Audit et Contrôle de Gestion, Techniques Comptables et Financières du CESAG pour une meilleure formulation des projets en matière d'évaluation ou de gestion de la performance. Elle permettra également au CESAG de disposer d'un document traitant des spécificités de la SONATEL

Le présent mémoire est structuré en deux parties :

La première partie traite du cadre théorique de l'évaluation de la performance financière en deux chapitres :

- le chapitre 1 aborde la notion de performance ;
- dans le chapitre 2, nous traiterons de la démarche et des outils d'évaluation de la performance financière.
- Dans le troisième chapitre de cette partie, nous présenterons la démarche de notre étude.

Dans la deuxième partie,

- nous présenterons la SONATEL au chapitre 1,
- puis nous nous appesantirons sur l'évaluation de la performance financière de la SONATEL, en présentant le modèle d'évaluation existant et les résultats obtenus dans notre étude au chapitre 2,
- nous terminerons par l'analyse des résultats de notre étude et la présentation des recommandations faites dans le troisième chapitre de cette partie.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Première Partie

**LA PERFORMANCE : NOTION ET DEMARCHE
D'EVALUATION.**

INTRODUCTION

La mondialisation de l'économie, a entraîné une plus grande rareté des ressources financières. La question de leur utilisation rationnelle se pose donc avec acuité. Les entreprises ont besoin pour cela de systèmes de management favorisant l'évaluation des différentes politiques menées, pour apprécier les efforts faits en vue d'une rentabilité maximale de ces ressources, de leur performance.

La mesure de la performance financière reste donc l'un des moyens d'évaluation, de comparaison, et de choix permettant à la fois d'optimiser la rentabilité des capitaux investis et le niveau de satisfaction des différents partenaires de l'entreprise en l'occurrence, les apporteurs de capitaux. Dans le cadre de notre travail, une définition préalable de la notion de performance s'avère nécessaire pour un examen de la démarche et des outils de mesure de cette dernière.

CHAPITRE I: LA NOTION DE PERFORMANCE

Introduction

La performance est une notion diversement appréhendée. Un nombre incalculable d'auteurs ont épilogué dessus. Il en ressort que la performance dépend du point de vue et de la spécialité des personnes qui la définissent. Il apparaît donc de toute évidence que cette notion difficile à cerner dépend tant de la raison de son étude que de la dimension approchée. Notion fondamentale à la bonne conduite de notre étude, nous nous attèlerons dans un premier temps à en brosser les contours (I), nous nous appesantirons ensuite sur la performance financière proprement dite (II).

1-1 DEFINITION DE LA PERFORMANCE:

Notion à la mode, on entend dire d'une entité, d'une personne, ou même encore d'un produit, d'une matière qu'elle est performante. Dans le cas d'une entreprise cotée en bourse par exemple elle jouit de facto d'une présomption de performance pour le public; à cause des conditions rigides à remplir pour sa cotation. Mais il conviendrait de revisiter la pensée des auteurs de gestion en la matière et dans un souci de profondeur, d'en étudier les déterminants.

1-1-1 LE CONCEPT DE PERFORMANCE

De nombreuses études ont eu pour objectif de cerner la notion de performance des entreprises. Toutefois, il n'existe pas de définition exhaustive et universelle de la performance. Pour être compétitive, toute entreprise doit adopter une stratégie assurant non seulement sa pérennité, mais lui permettant aussi de faire face à la concurrence.

Lebas (1995, P.174.) définit la performance en matière de gestion comme "la réalisation des objectifs organisationnels". Cette définition est applicable à tous les champs de la gestion. Est performant celle ou celui qui atteint ses objectifs. Cela induit que:

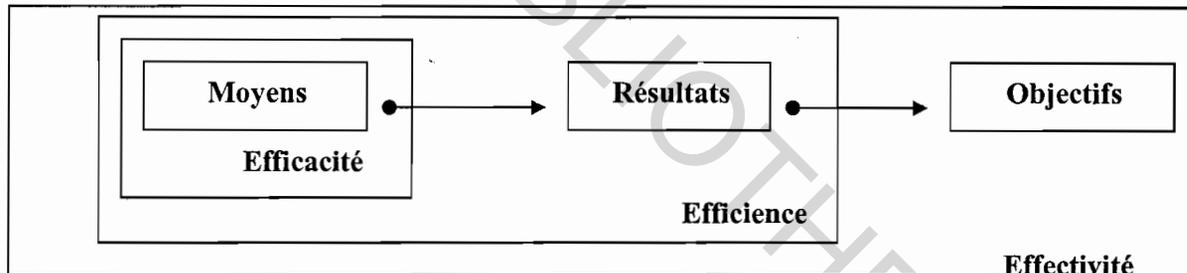
- La performance dépend d'un référentiel: objectif ou but
- La performance est multidimensionnelle dès lors que les buts sont multiples.

La performance est un sous ensemble de l'action; deux lectures sont possibles à ce niveau; la performance peut être perçue au sens strict comme l'effet, le résultat de l'action. Au sens large, dans une approche systémique, un résultat ne saurait être dissocié des moyens mobilisés et le

but fixé au préalable.,La performance serait donc "l'ensemble des étapes logiques élémentaires de l'action, de l'intention au résultat effectif" (Lebas, 1995, P.175.).

Alazard & Sapari (2001 : P.7) tentent de circonscrire cette notion. Pour eux, "le terme performance est défini comme l'association de l'efficacité et de l'efficience" tout simplement. L'efficacité consistant pour une entreprise à obtenir les résultats attendus dans le cadre des objectifs définis. L'efficience quant à elle se traduit par le principe d'économicité, qui correspond à la meilleure utilisation possible des moyens humains, matériels et techniques mis à la disposition de l'entreprise ou d'une fonction de l'entreprise pour l'atteinte des objectifs fixés. Mais, Jacot & Micaelli vont un peu plus loin et à ces deux notions, ils ajoutent celle d'effectivité. En effet, « l'effectivité va plus loin encore dans l'évaluation en se prononçant sur le triptyque objectifs/moyens/résultats » Jacot & Micaelli (1999, P.24.). En d'autres termes, la notion d'effectivité telle qu'évoquée par ces deux auteurs remonte jusqu'aux finalités qui sont à l'origine même du système dont on cherche la performance. Il s'agirait en clair de vérifier si l'on fait effectivement ce que l'on veut faire. Ils ont illustré leur pensée par la figure ci-dessous.

Figure 1: Définition de la performance



Source:(Jacot & Micaelli, 1999, P24)

La notion de performance pourrait donc être définie comme l'association du triptyque efficacité, efficience et effectivité, cette dernière notion ayant trait par ailleurs à la fonction de contrôle nécessaire au suivi des deux autres notions.

D'autre part, du fait de son caractère abstrait, certains chercheurs en gestion lui préfère le concept de compétitivité qui traduit « l'aptitude de l'entreprise à supporter durablement la concurrence » (Marion, 1999, P.175.). Ce concept évoque au préalable la question de la

pérennité de l'entreprise. "Il n'est donc pas possible de parler de performance sans replacer l'analyse dans un contexte de durée et de long terme" (Marmuse, 1996, P.214.).

Comme il est rare qu'une entreprise se satisfasse d'un statut quo, surtout si elle évolue dans un marché en croissance, la notion de performance doit alors nécessairement comporter un troisième volet qui permettra d'apprécier les potentialités de développement. L'entreprise performante sera alors celle qui satisfera aux impératifs de compétitivité, de pérennité et de développement sachant que la performance n'est pas forcément une combinaison temporelle des trois impératifs précédents dont la conjugaison est appelée à être modulée dans le temps.

Pinto (2004, P.17.), suite à l'éclatement de la bulle Internet et aux expérimentations de nouveaux modèles de management qui ont caractérisé les années 90 va intégrer le facteur temps et parle de « performance durable ». Il la définit comme "la capacité pour l'entreprise à renouveler sur une longue période des niveaux de croissance et de marge satisfaisants et non exceptionnels". Pour lui, il conviendrait donc d'évaluer une entreprise sur sa capacité à renouveler un exploit dans la durée plus que sur une prouesse à un moment donné.

Il note par ailleurs que la définition de la performance s'est tellement sophistiquée ces dernières années, à travers le rôle croissant joué par la logique financière, que l'on a perdu de vue l'essentiel. Plus précisément, une certaine pensée unique a privilégié le court terme contre le moyen terme, la valeur boursière contre la performance d'exploitation, la rémunération de l'actionnaire contre l'investissement productif, la croissance externe contre la croissance organique, au lieu de les arbitrer de façon équilibrée. Il résume ainsi le cœur de la performance durable à deux notions extrêmement simples:

- La croissance du chiffre d'affaire organique, parce que vrai témoignage de la performance client et de la pertinence de l'offre
- Le résultat opérationnel parce que traduisant la capacité de l'entreprise à exploiter au mieux ses ressources et à rémunérer le capital investi par les actionnaires.

La notion de performance reste difficile à définir de façon précise. Néanmoins, le triptyque efficacité/efficience/effectivité semble transcender les différentes approches de définition de cette notion. De ces différentes perceptions de la notion de performance ressort qu'il n'est point de performance sans une définition claire du couple objectifs/moyens. De façon plus détaillée, la notion de performance serait attachée à celle de responsabilité. Celui qui est responsable étant celui qui peut ou doit agir sur des paramètres de performance et rendre

compte sur sa performance et l'utilisation des moyens mis à sa disposition. Une entreprise sera donc dite performante non seulement par rapport aux moyens et objectifs de création de valeur qu'elle se donne, mais aussi à la dimension de la performance sur la quelle s'appuient ses objectifs.

1-1-1-1 Les dimensions de la performance

Les dimensions de la performance d'une entreprise peuvent être assimilées à ses principales composantes. Elles sont pratiquement les mêmes quel que soit les métiers des entreprises. De ce fait, il existe une multitude de dimensions suivant les domaines d'étude. Les auteurs en gestion tels Morin (1998, P.25.), SAULQUIN, SCHIER (2005, P.4.) s'accordent sur quatre principales dimensions de la performance :

- la pérennité de l'organisation

Basée sur le principe comptable de la continuité de l'exploitation qui s'appuie sur la compétitivité de l'entreprise et sa capacité à satisfaire longuement ses partenaires d'affaires.

- l'efficacité économique

Portant sur l'économicité des ressources, les rapports entre les rentrées (investissements) et les sorties (résultats) d'une part et la création de la valeur ajoutée permettant l'autofinancement d'autre part, l'efficacité économique permet de préciser la notion de rentabilité financière.

- la Valeur du personnel

Elle porte sur le rendement du personnel en terme de niveau d'implication du personnel dans la réalisation des objectifs à lui assignés.

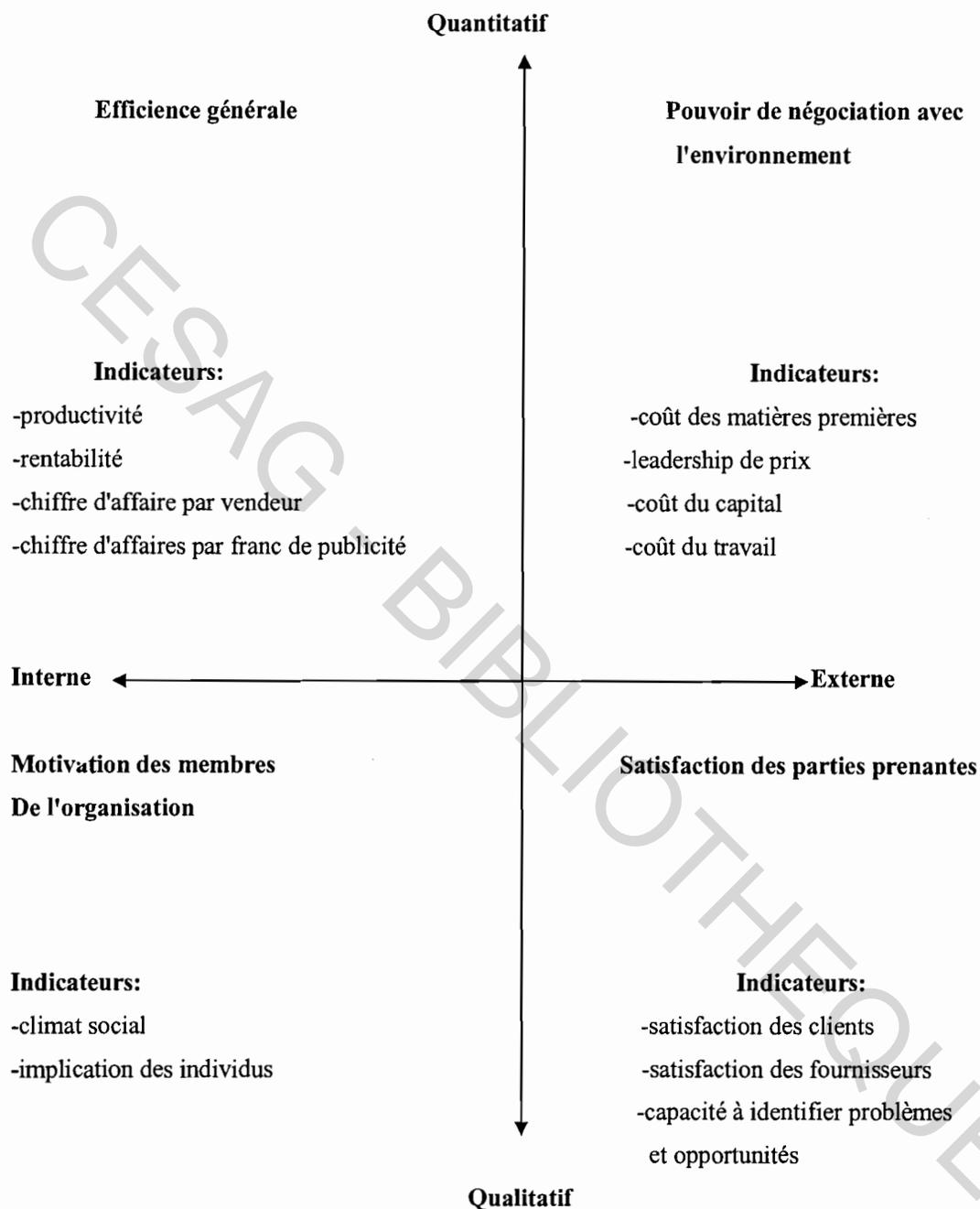
- la légitimité organisationnelle

Elle porte sur la qualité des interactions avec les groupes d'actions politiques, les gouvernements, les groupes d'intérêts externes comme les associations communautaires, et même avec ses partenaires d'affaire, en termes de respect des réglementations, de responsabilité sociale et environnementale.

Force est de constater que les dimensions de la performance sus évoquées et illustrées dans la **figure 2** ci-dessous, sont en fait les dimensions ou différents aspects de l'entreprise en tant qu'organisation humaine visant à créer de la valeur. Ainsi chaque entreprise pourrait définir

des créneaux d'activités se rapprochant d'une dimension propre à son domaine d'activité stratégique.

Figure 2: Illustration du caractère multidimensionnel de la performance.



Source : (Adjoua Mohammed, 2003)

En effet les dimensions de la performance varient selon les auteurs et les secteurs d'activités de ces derniers. Une exhaustivité des dimensions de la performance a pour principal corollaire une assez grande variété de ses déterminants.

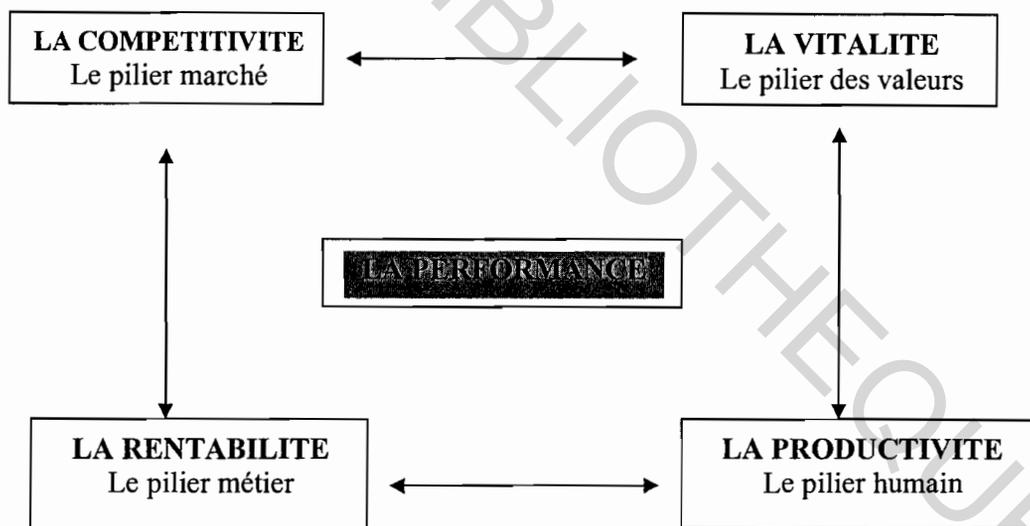
1-1-2 LES DETERMINANTS DE LA PERFORMANCE:

Les déterminants de la performance ou piliers de la performance selon Paul Pinto (2004) sont les "valeurs des entreprises sur lesquelles elles peuvent s'appuyer non seulement pour assurer leur pérennité, mais aussi développer leurs activités". Les déterminants/piliers de la performance sont ainsi l'assise de la performance de l'organisation. Selon cet auteur, la performance repose sur quatre piliers qui entretiennent des relations synergiques très fortes: la valeur, le marché, les hommes et le métier.

- la vitalité pour pilier des valeurs
- la compétitivité pour le pilier marché
- la productivité pour le pilier humain
- la rentabilité pour le pilier métier

Chacun de ces piliers représente un enjeu majeur de performance comme illustré dans le schéma suivant.

Figure 3 : Les quatre piliers de la performance.



Source : Pinto, 2004, P.47

Ces déterminants participent tous à la performance financière, mais seuls les piliers compétitivité (par ce que générateur de ressources financières), et rentabilité (mettant en exergue le métier même de l'entreprise) nous semblent être les plus proches de la notion de performance financière.

1-1-2-1 La compétitivité

La compétitivité d'une entreprise repose sur sa maîtrise du marché, sa capacité à apporter des réponses nouvelles, originales et de qualité aux besoins des consommateurs. C'est également par une exploitation permanente du capital client que les entreprises parviennent à tirer profit durablement du marché.

En effet, le capital client est l'actif le plus précieux d'une entreprise et sûrement le moins visible. Selon Pinto (2004, P. 52), « la relation clientèle devient aujourd'hui un enjeu de direction générale. Les projets d'acquisition d'entreprise intègrent souvent le coût unitaire du client comme un élément de valorisation à part entière, en complément des critères d'évaluation financière classiques ».

La relation client devient une véritable priorité pour satisfaire au moins trois objectifs:

- adapter l'offre de produits/services aux évolutions des attentes ou des habitudes de consommation,
- fidéliser les consommateurs/clients à fort potentiel en créant un lien de qualité avec eux et en leur proposant régulièrement de nouvelles offres,
- gérer l'entreprise en base client afin de mieux allouer les ressources marketing et optimiser la supply Chain.

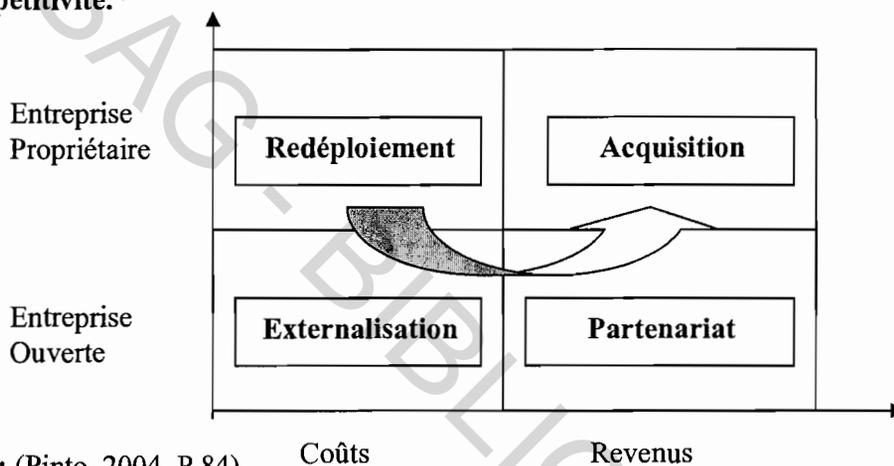
Pour atteindre ces objectifs, il est impératif de mieux connaître le client de mieux comprendre sa rationalité. Très clairement, l'entreprise ou la marque qui possède des informations pertinentes sur l'environnement de choix de ses clients a la possibilité de réellement agir sur eux pour orienter leurs décisions, en anticipant sur leurs propres arbitrages.

1-1-2-2 Le métier de l'entreprise et sa rentabilité

Le métier de l'entreprise est un enjeu majeur de la performance, la rentabilité. C'est dans le domaine de l'excellence stratégique et opérationnelle que l'entreprise va puiser une grande partie de sa performance par une utilisation optimale du capital. A la banalisation des fusion-acquisitions, des stratégies métiers émergentes telles que l'externalisation ou les partenariats suscitent de plus en plus d'intérêt et de curiosité chez les dirigeants. Ce qui traduit une plus grande ouverture des entreprises.

Les dirigeants de l'entreprise sont donc amenés à arbitrer entre redéploiement des activités de leur entreprise lorsqu'ils sont confrontés à des problèmes de compétitivité ou acquisition pour accélérer leur croissance (figure 4). Cette alternative s'est enrichie au travers du développement des stratégies d'externalisation et de partenariat. Même si externalisation et partenariat peuvent présenter des similitudes, notamment leur faible consommation de capital, la différence entre les deux approches est pourtant fondamentale. Elle tient essentiellement aux objectifs poursuivis par les deux démarches. L'externalisation est orientée vers la déconsolidation des actifs existants alors que les partenariats sont à quelques exceptions près, bâtis pour servir la croissance.

Figure 4 : Quatre alternatives stratégiques qui s'offrent à une entreprise à la recherche de compétitivité.



Source : (Pinto, 2004, P.84)

La performance finale de l'entreprise qui se traduit généralement par sa valeur financière peut donc être perçue comme la somme des performances unidimensionnelles résultant de la mise en exergue des valeurs de l'entreprise, des valeur humaines, de la compétitivité dans les métiers de l'entreprise. Le but ultime d'une entreprise étant la création de la valeur, il convient donc de s'appesantir sur la performance financière, traduisant l'état de santé général d'une entreprise.

1-2 LA PERFORMANCE FINANCIERE

La spécificité des entreprises de télécommunications telle la SONATEL réside essentiellement dans le fait qu'elles évoluent dans un secteur en perpétuel mouvement où l'innovation technologique est en quelque sorte le principal moteur de la croissance. Cette exigence technologique impose un niveau d'investissement très élevé, ce qui met en exergue

l'importance de la politique d'investissement et de financement des ces derniers d'une part, et la notion de rentabilité des capitaux investis d'autre part.

La performance financière peut en outre être entendue comme « les revenus issus de la détention des actions », ¹ les actionnaires étant le dernier maillon de la chaîne à profiter de l'activité de l'entreprise. La mesurer reviendrait à se prononcer sur la capacité pour l'entreprise à générer suffisamment de revenus pour ses propriétaires. La capacité de rémunération des propriétaires dépendant entièrement de l'aptitude des dirigeants de l'entreprise à rentabiliser les capitaux investis. En d'autres termes, la performance financière a plusieurs variantes qui s'appuient sur des piliers qui lui sont propres.

1-2-1 LES COMPOSANTES DE LA PERFORMANCE FINANCIERE

Il s'agit particulièrement de deux principales variantes de la performance financière: la rentabilité et l'assise financière, la performance boursière.

1-2-1-1 **La rentabilité et l'assise financière**

La rentabilité « comptable est le rapport entre l'accroissement de richesse et les capitaux investis » (Vernimmen, 2002, P.379.). Vernimmen pense par ailleurs qu'il ne faudrait pas confondre marge et rentabilité; la marge étant le rapport d'un résultat à un volume d'activité, la rentabilité est par contre le rapport d'un résultat aux capitaux investis pour dégager ce résultat. On distingue donc la rentabilité économique et la rentabilité financière. Mais une bonne assimilation de la notion de rentabilité financière passe par une étude préalable de la rentabilité économique.

1-2-1-1-1 La rentabilité économique d'une entreprise:

Elle se mesure à l'aide du taux de rentabilité économique ou taux de rentabilité opérationnelle ROCE (Return on capital employed)

$$\text{Taux de rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après IS}}{\text{Actif économique}}$$

¹ SAHUT Jean Michel ; JS LANTZ, 2003, « *Création de la valeur et performance financière dans les télécoms* », La revue du financier, N°12, P.28.

Le taux de rentabilité peut également être considéré comme le taux de rendement des capitaux propres si l'endettement net est nul. La rentabilité économique peut ainsi s'expliquer par la combinaison d'une marge et d'un taux de rotation, celui de l'actif économique.

$$\frac{\text{RE}^1}{\text{Actif économique}} = \frac{\text{RE}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}}$$

Le premier ratio RE/CA est la marge dégagée par l'entreprise alors que le second CA/AE est un ratio de rotation des capitaux engagés pour un chiffre d'affaire donné. Une rentabilité économique normale peut donc résulter soit du produit d'une faible marge, et d'un fort taux de rotation, soit du produit d'une forte marge et d'un faible taux de rotation. Mais la rentabilité économique ne pouvant être réellement comprise sans une vue approfondie de la rentabilité des capitaux propres, il convient de la calculer. Elle se mesure par le rapport

$$\frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres.}}$$

Pour une meilleure appréciation de cette rentabilité, les analystes financiers extournent du résultat net l'amortissement des survaleurs et des éléments non récurrents avant de calculer la rentabilité des capitaux propres. Par ailleurs la notion de rentabilité des capitaux propres met en exergue celle d'effet de levier.

L'effet de levier explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette. Par définition, on appelle effet de levier la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique. Son principe est le suivant: lorsqu'une entreprise s'endette et investit des fonds empruntés, elle obtient sur ce montant un certain résultat d'exploitation normalement supérieur aux frais financiers de l'endettement. Dans le cas inverse, ce n'est pas la peine d'investir. L'effet de levier peut donc accroître la rentabilité des capitaux propres par rapport à la rentabilité économique, mais peut aussi dans certains cas la minorer. Il peut donc jouer dans les deux sens. Force est néanmoins de constater que l'endettement peut permettre d'accroître la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise sans modifier par définition la rentabilité économique

$$\text{Rcp} = \text{Re} + (\text{Re}-i) \times \text{D/CP}$$

La deuxième partie de cette équation constitue l'effet de levier. Où

Rcp = rentabilité des capitaux propres,

¹ Résultat d'exploitation après IS

Re = rentabilité économique après impôt,

i = coût de l'endettement après impôt,

D = montant de l'endettement net

CP = montant des capitaux propres

1-2-1-1-2 La rentabilité financière et levier financier:

La rentabilité financière fait référence à des capitaux investis par les bailleurs de fonds de l'entreprise, actionnaires et prêteurs. Elle se compose principalement de la rentabilité des capitaux investis et de la rentabilité des capitaux propres.

○ *Rentabilité des capitaux investis:*

La définition des capitaux investis est établie à partir du passif de l'entreprise. D'un point de vue statistique et comptable, on retient les ressources durables de l'entreprise, c'est-à-dire ses capitaux permanents, eux mêmes constitués de capitaux propres et d'endettement LMT.

Afin de respecter le principe d'homogénéité, il faut retenir au numérateur une mesure du résultat qui intègre la rémunération des actionnaires et des prêteurs; le résultat courant ignorant les frais financiers payés aux créanciers de l'entreprise. Raison pour la quelle il faudrait ajouter au résultat courant ces frais financiers, dans un ratio qui comporte au dénominateur les capitaux investis par l'entreprise.

Résultat courant + frais financiers (s/ dette durable)

Capitaux investis (capitaux permanents)

La difficulté du ratio de rentabilité précédent est de ne mettre au numérateur, au regard de l'endettement durable, que les frais financiers liés à ces dettes. Or le poste comptable des frais financiers reprend aussi les intérêts payés dans le cadre des opérations de trésorerie. Il est difficile de faire une distinction, sauf en cas d'information précise.

○ *La rentabilité des capitaux propres (Rcp)*

C'est le ratio de rentabilité par excellence. Il compare le résultat net aux capitaux propres et se situe dans l'optique de l'actionnaire qui met à la disposition de l'entreprise des fonds et reçoit des dividendes.

$$Rcp = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Ce ratio est une mesure comptable de la rentabilité dans la mesure où l'estimation des capitaux propres est celle de la comptabilité, c'est-à-dire une évaluation tournée vers le passé.

Par ailleurs, le résultat net est affecté par les éléments exceptionnels. Ceux-ci rendent difficile la comparaison de la rentabilité financière dans le temps, lorsque apparaissent des cessions d'actifs entraînant des plus ou moins values. Afin de neutraliser les éléments exceptionnels et pour permettre d'analyser une évolution dans le temps, il est possible de partir du numérateur du résultat courant auquel on applique le taux de droit commun de l'impôt sur les bénéfices. On calcule de cette manière un résultat net courant après impôt qui sera rapporté aux capitaux propres.

$$R_{cp} = \frac{\text{Bénéfice courant} \times (1 - \text{taux IS})}{\text{Capitaux propres}}$$

D'autre part, la rentabilité financière des capitaux propres se prête à une décomposition en trois termes qui sont chacun susceptible d'une analyse:

$$\frac{RN}{CP} = \frac{RN}{CA} \times \frac{CA}{CI} \times \frac{CI}{CP}$$

- le premier ratio représente classiquement la marge nette de l'entreprise.
- le deuxième ratio est un ratio de rotation qui informe sur l'efficacité productive de l'entreprise. Il permet de répondre à la question de savoir: Sur 1 franc CFA de capital investi durablement, combien de CA est-il généré? Ce ratio permet de comparer les choix industriels et technologiques d'entreprises d'une même branche d'activité.
- le troisième ratio exprime la politique de financement de l'entreprise. Plus précisément, il mesure le taux d'endettement de l'entreprise, les capitaux investis étant constitués des capitaux propres et de l'endettement.

$$\frac{CI}{CP} = \frac{CP + \text{Endettement}}{CP} = 1 + \text{Taux d'endettement}$$

En rappelant que: **Taux (ou ratio) d'endettement** = $\frac{\text{Endettement}}{CP}$

En définitive, la rentabilité financière est à la conjonction de trois types de politiques de l'entreprise

- Une politique de marge qui exprime un comportement commercial sur un marché.
- Une politique de rotation qui est le résultat des choix techniques et industriels concernant la production.

- Une politique d'endettement qui joue un rôle d'amplification des décisions commerciales et industrielles.

1-2-1-2 La performance boursière

L'actionnaire de l'entreprise cotée comme l'analyste financier externe, dispose d'une approche différente en matière d'évaluation de la performance de l'entreprise, qui s'appuie sur la valeur boursière de l'entreprise caractérisée par son indépendance des contraintes comptables qui privilégient une valeur historique figée de l'entreprise.

1-2-1-2-1 La rentabilité boursière (R_b)

La rentabilité boursière se calcule en prenant au dénominateur la valeur boursière de l'entreprise, c'est-à-dire sa capitalisation (nombre d'actions émises x cours boursier) on a donc:

$$R_b = \frac{BN}{\text{Capitalisation boursière}}$$

Une notion plus parlante souvent utilisée est le bénéfice par action (BPA)

$$BPA = \frac{BN}{\text{Nombre d'actions}}$$

La rentabilité boursière peut donc s'écrire ainsi:

$$R_b = \frac{BPA}{\text{Cours de l'action}}$$

Par ailleurs, l'analyse boursière utilise très systématiquement la notion de multiple cours /bénéfice, plus connu sous son nom anglo-saxon de " **Price Earning Ratio**" en abrégé PER. Celui-ci est le rapport du cours de bourse sur le bénéfice par action de l'entreprise. Il apparaît en fait comme l'inverse de la rentabilité boursière.

$$PER = \frac{\text{Cours de l'action}}{BPA \text{ passé ou en cours}} = \frac{1}{\text{Rentabilité boursière}}$$

Le PER « joue un rôle considérable dans l'analyse boursière. Il est d'avantage utilisé dans la pratique que la rentabilité boursière » (De la Bruslerie, 2002, P.181.). Le PER s'apprécie comme le nombre d'années de bénéfice que les actionnaires sont prêts à payer pour acquérir l'action. Le PER exprime en un seul chiffre la valorisation appliquée par l'ensemble des intervenants d'un marché à une entreprise donnée. Le PER est exprimé sur une base historique

ou actuelle. Il est beaucoup plus utilisé par les analystes financiers comme coefficient multiplicateur du BPA dans la prévision des cours.

Cours prévu = PER x BPA prévisionnel

1-2-1-2-2 La performance boursière

Elle vient compléter la rentabilité financière boursière qui présente un caractère trop instantané, en lui donnant la mise en perspective d'une durée d'investissement. "La performance est l'accroissement de la valeur d'un investissement que cela se traduise par des gains encaissés ou des plus values non réalisées" (Vernimmen 2003, P.385). Les dividendes touchés par l'actionnaire sont l'illustration même de gains boursiers effectivement perçus. Cette performance boursière s'exprime en pourcentage sur une durée de temps séparant un instant t (date d'acquisition des actions ou d'évaluation précédente) et t+1 (date de vente ou date d'évaluation actuelle)

$$\text{Performance} = \frac{(P_{t+1}) - (P_t) + \text{Dividendes}}{(P_t)}$$

Cette performance est historique si P_{t+1} est un prix de marché constaté effectivement. Il s'agit d'une performance prévisionnelle si P_{t+1} est une anticipation de prix futur.

o **Le rendement dividende de l'action (ou rendement courant)**

C'est le rapport du dividende versé sur le cours de l'action.

$$\text{Rendement courant} = \frac{\text{Dividende par action (+ Avoir fiscal)}}{\text{Cours de l'action}}$$

Il exprime le gain effectivement touché par l'actionnaire, les plus values restant potentielles tant que l'action n'est pas cédée. Pour un investissement individuel, l'avoir fiscal est un crédit d'impôt qui peut être ajouté au dividende.

De cette analyse ressort que la performance financière se compose essentiellement de la notion de rentabilité financière et celle de performance boursière. Mais ceci n'est en fait que l'expression d'un ensemble de procédés mis en œuvre en aval, constituant les piliers de la performance financière

1-2-2 LES PILIERS DE LA PERFORMANCE FINANCIERE

Comme la performance organisationnelle, la performance financière a des déterminants sur lesquels elle se fonde. Il s'agit plus particulièrement de la politique d'investissement de l'entreprise, et de la notion de création de la valeur.

1-2-2-1 la politique d'investissement de l'entreprise

Elle est fondamentale; une entreprise crée de la valeur en réalisant des investissements judicieux, d'où l'importance des choix d'investissements et de leur mode de financement, ce qui met en exergue la notion de coût de capital, élément déterminant de la politique d'investissement d'une entreprise

1-2-2-1-1 Le choix d'investissement

○ *la Van et le TRI.*

La valeur actuelle nette (VAN), le taux de rentabilité interne (TRI) et le délai de recouvrement d'un investissement constituent les principaux outils utilisés en matière de choix d'investissement. « La VAN est la valeur des flux de trésorerie (positifs ou négatifs) liés à l'investissement, actualisés à un taux de rentabilité exigé par les investisseurs compte tenu du risque de l'investissement ». (Langlois et Mollet, 2004, P.277.).

Le TRI est tout simplement un taux de rentabilité interne de l'investissement. S'il est supérieur au taux de rentabilité à exiger de l'investissement compte tenu de son risque, alors cet investissement mérite d'être réalisé. Dans le cas contraire cet investissement ne mérite pas d'être réalisé.

La VAN reste le meilleur critère en matière de choix d'investissement qu'il soit industriel ou financier, puisque qu'elle mesure la création de valeur induite par l'investissement. La VAN et le TRI conduisent aux mêmes décisions lorsqu'il s'agit simplement de savoir si un investissement peut être entrepris ou non. Ce n'est que lorsqu'il faut choisir entre deux investissements mutuellement exclusifs que le critère de TRI est moins pertinent que celui de la VAN.

1-2-2-1-2 Le coût du capital ou le taux de rentabilité d'un investissement

Le coût du capital ou coût moyen pondéré des capitaux, est une notion fondamentale en finance puisqu'il sert à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation des entreprises. « Le coût du capital ne dépend que du risque de l'actif économique et il préexiste à la structure financière » (Langlois&Mollet, 2004, P289).

En effet, c'est en fonction du risque de cet actif économique et de la structure financière que les créanciers et les actionnaires vont déterminer le taux de rentabilité qu'ils exigent sur les dettes et les capitaux propres de l'entreprise. Ce n'est que pour cette raison de commodité de calcul que le coût du capital est souvent calculé comme la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement net. Le coût du capital peut être en effet calculé:

- Soit par une méthode directe à partir du β de l'actif économique;

$$K = r_F + \beta_e \times (r_M - r_F)$$

Où K , r_F , r_M et β_e sont respectivement le coût moyen pondéré, le taux de l'argent sans risque, le taux de rentabilité du marché et le bêta de l'actif économique, c'est-à-dire le β de l'entreprise à dette nulle.

- Soit par une méthode indirecte où il est égal à la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement net;

« En pratique, puisque l'on cherche la rentabilité exigée par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise, il convient de reconstituer le coût du capital à partir de l'évaluation des différents titres financiers émis par l'entreprise. Dès lors il est possible de reconstituer le coût du capital d'une entreprise en cherchant quel taux de rentabilité est exigé pour chaque type de titre financier et en pondérant chaque taux par sa part relative en valeur dans le financement de l'entreprise » (Langlois&Mollet, 2004, P308).

On retrouve la formule du coût moyen pondéré du capital suivante:

$$K = K_{cp} \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_D} + K_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_{cp} + V_D}$$

- Soit à travers l'observation, quand elle est disponible, de la valeur de l'actif économique.

Pour l'entreprise diversifiée, il existe autant de coût de capital que de secteurs dans lesquels elle est présente.

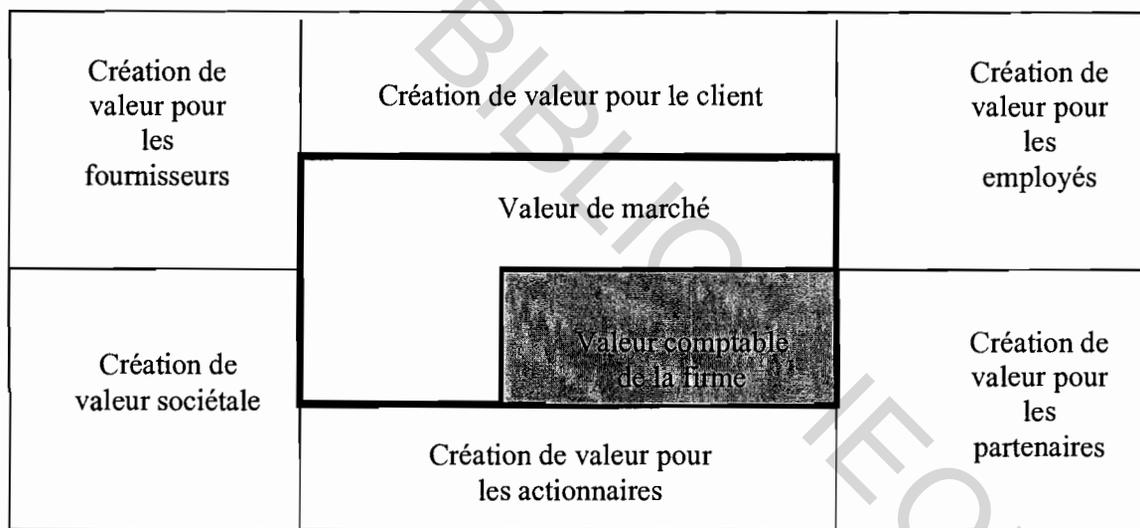
1-2-2-2 La création de valeur

La valeur apparaît comme un concept omniprésent en sciences de gestion. Comme le notent Bréchet et Desreumaux, " la valeur, notion régulièrement mobilisée en sciences de gestion, est l'objet d'une pluralité de regards disciplinaires sans réelle lecture fédératrice approfondie" (Jean Pierre Bréchet, 1998, P.18.).

1-2-2-2-1 Approche prédominante en matière de création de la valeur en gestion

La valeur apparaît comme un concept omniprésent mais largement éclaté, comme le montre la figure 5 ci-dessous. Dans cette profusion d'images, certaines références paraissent dominer. C'est le cas de la finance avec le concept de maximisation de la valeur actionnariale ou en stratégie avec la généralisation des thèmes liés à l'avantage concurrentiel qui détermine la valeur qu'une firme peut créer pour les clients en sus des coûts supportés.

Figure 5: les multiples aspects de la création de valeur.



Source : (J. Caby, & G. Hirigoyen, 2001, P.17.)

L'objectif d'une société dans une économie de marché est la création de la richesse par la maximisation de la valeur des fonds propres. La récente prédominance observée de la valeur actionnariale en gestion des entreprises aujourd'hui semble certifier que cet objectif est vérifié lorsque les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires.

En effet, la création de la valeur actionnariale, fondement des modèles de création de la valeur via la croissance de la valeur de marché est aujourd'hui plus qu'un effet de mode, une idéologie qui trouve son application dans le mode de pilotage d'un nombre croissant d'entreprises. Son mot d'ordre pourrait être réduit à ce slogan " Agir dans le sens des intérêts des actionnaires, c'est agir dans le sens de l'intérêt général, ainsi, les entreprises n'affichent plus qu'un objectif unique; la création de valeur pour leurs actionnaires" (Caby & Hirigoyen, 2001, P.22).

○ *Des modèles fondés sur la prédominance de la valeur financière*

En effet « c'est la chaîne des cash-flows futurs attendus qui détermine la valeur financière » (Hirigoyen, 1997, P.58). Cette valeur financière (VF) comprend d'une part la valeur des actifs existants et la valeur des opportunités de croissance. VF est donc une valeur actuelle des flux futurs ou combinaison de flux constatés (historiques) et prévisionnels. Cette approche de l'évaluation économique (initiée par Miller et Modigliani) repose au départ sur l'idée que la valeur d'une entreprise est la somme des valeurs actuelles des composantes suivantes:

- la rente actuelle (ou non) dégagée par les actifs existants au moment de l'évaluation;
- les économies futures d'impôts réalisés grâce à l'endettement (du fait de la déductibilité des charges financières) et les revenus futurs dégagés par de nouveaux investissements.

« Les modèles plus récents (Mac Kinsey, Stern, par exemple) ont affiné cette approche, mais la problématique de base est identique. Rente et cycle de vie posent des problèmes plus complexes liés à la mesure de la performance, à la mesure du risque et à l'identification des processus de valorisation des produits. Se pose également le problème du temps et notamment de la détermination des cycles pendant lesquels les flux attendus créeront de la valeur. Les économies d'impôts liées à l'endettement peuvent faire l'objet d'une estimation à partir des documents comptables actuels ». (Koch et Trémolière, 1995, P.75.)

L'un des facteurs déterminants, à l'issue de ce point sur la valeur et la création de la valeur pour l'entreprise reste la politique d'investissement car élémentaire de la création de la valeur; la décision d'investissement n'étant en principe adoptée que lorsque les revenus expectés sont supérieurs au coût de ce dernier.

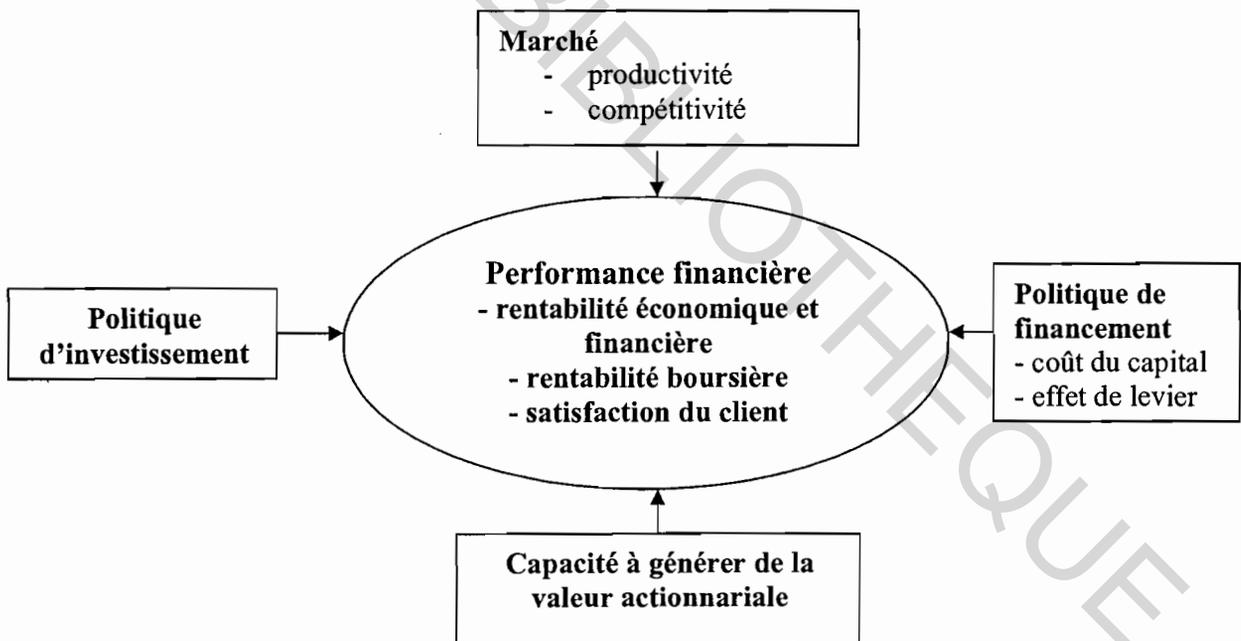
Par ailleurs, l'approche fondée sur les ressources ne peut être dissociée de la conception de la firme fondée sur les activités. Les ressources représentent le moyen d'exécuter des activités qui créent des avantages concurrentiels. L'entreprise accumule donc des avantages concurrentiels de natures différentes (internes ou externes) à travers ses choix stratégiques et

la confrontation de ses activités. L'approche fondée sur les ressources complète les approches orientées sur les positions de marché.

« Les deux perspectives conduisent à la gestion d'un portefeuille d'activités. Chaque activité de la chaîne de valeur peut contribuer à la position de la firme en terme de coût ou créer une base de différenciation. C'est à travers ces activités que les compétences centrales et les capacités organisationnelles s'expriment. La gestion des activités se nourrit d'un objectif commun : la création de la valeur pour le consommateur. Cette vision intégrée peut servir de cadre de référence à la valeur substantielle par opposition à la valeur purement financière » (Hoarau & Teller, 2003, P.13)

La performance semble donc être un phénomène globalisant qui embrasse l'entreprise dans son ensemble. Cette impression se confirme avec l'examen des déterminants de la performance. Ceux-ci, en fait, constituent un ensemble de pratiques ayant trait à des notions en gestion telles la rentabilité, la productivité, la satisfaction client. La performance financière peut donc être modélisée ainsi qu'il suit :

Figures 6 : Composantes et facteurs déterminants de la performance financière.



Source : Nous même

La question de la mesure de la performance financière a fait l'objet d'un certain nombre de recherche en gestion dont nous parlerons dans les lignes qui suivent.

CHAPITRE II: DEMARCHE ET OUTILS D'EVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE

Le management est défini comme le processus qui permet à chaque responsable de réaliser les buts de l'organisation par les autres et avec les autres, dans des conditions d'économie, d'efficacité et d'efficacités. Ce qui sous entend une réflexion préalable sur les modalités de fixation des objectifs, de mesure des résultats et de détermination des sanctions, sans toutefois omettre les règles du jeu ou de fonctionnement connues et admises par tous ceux qui auront à les appliquer. Pour ce qui est du cas particulier de la performance financière, son évaluation suit une démarche méthodologique commune en bien des points à la démarche d'évaluation en générale, mais est accentuée sur les données de l'environnement purement financier. La démarche de l'évaluation de la performance financière (2-1) reste donc la même quelque soit les modèles d'évaluation (2-2).

2-1 LA METHODOLOGIE D'EVALUATION

Nous parlerons ici de la démarche d'évaluation et des outils utilisés lors de ce processus.

2-1-1 LA DEMARCHE D'EVALUATION

Un bon nombre d'auteurs se sont penchés sur la démarche d'évaluation. Nous retiendrons dans notre travail la démarche de la Banque mondiale, car elle nous paraît plus exhaustive. Elle se fait en quatre principales phases : les préalables à l'évaluation, la préparation de l'évaluation, la réalisation de l'évaluation et la valorisation des résultats.

2-1-1-1 les préalables à l'évaluation

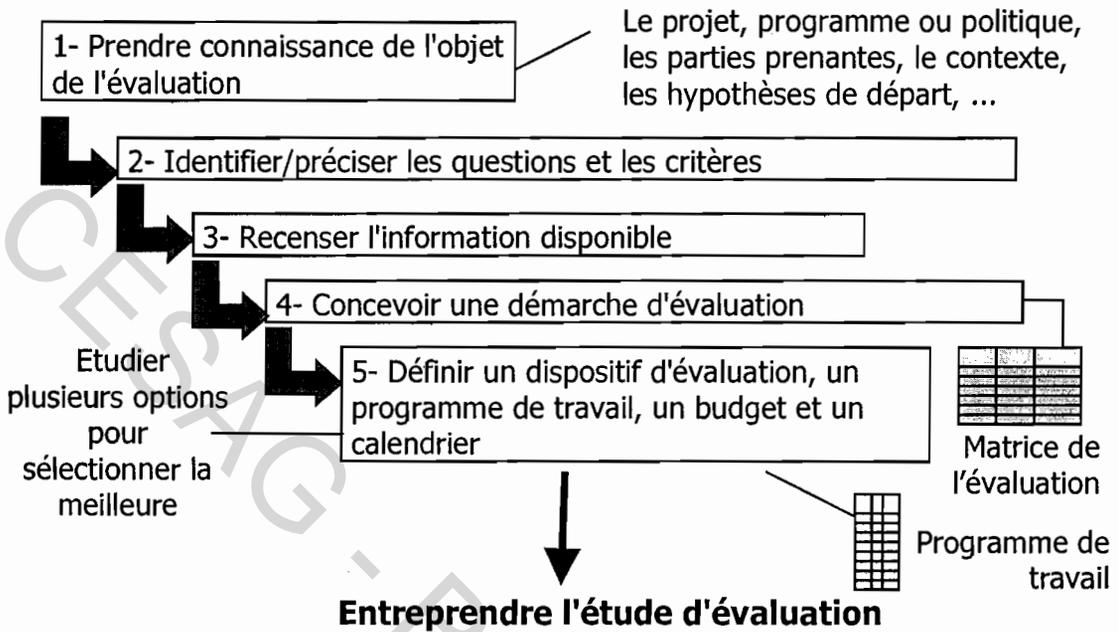
Selon la nature de l'organisation et ses procédures, les préalables peuvent être différents. Il s'agit généralement de:

- consulter les partenaires et les opérateurs du processus ou de l'organisation où se déroule l'évaluation,
- choisir le bon moment,
- faire un avant projet sommaire (ébauche),
- prévoir le budget,
- nommer un responsable et un Comité de pilotage.

2-1-1-2 La préparation de l'évaluation

Elle se fait en cinq étapes comme il est illustré dans le schéma ci-dessous :

Figure 7 : Les étapes de la préparation d'une évaluation

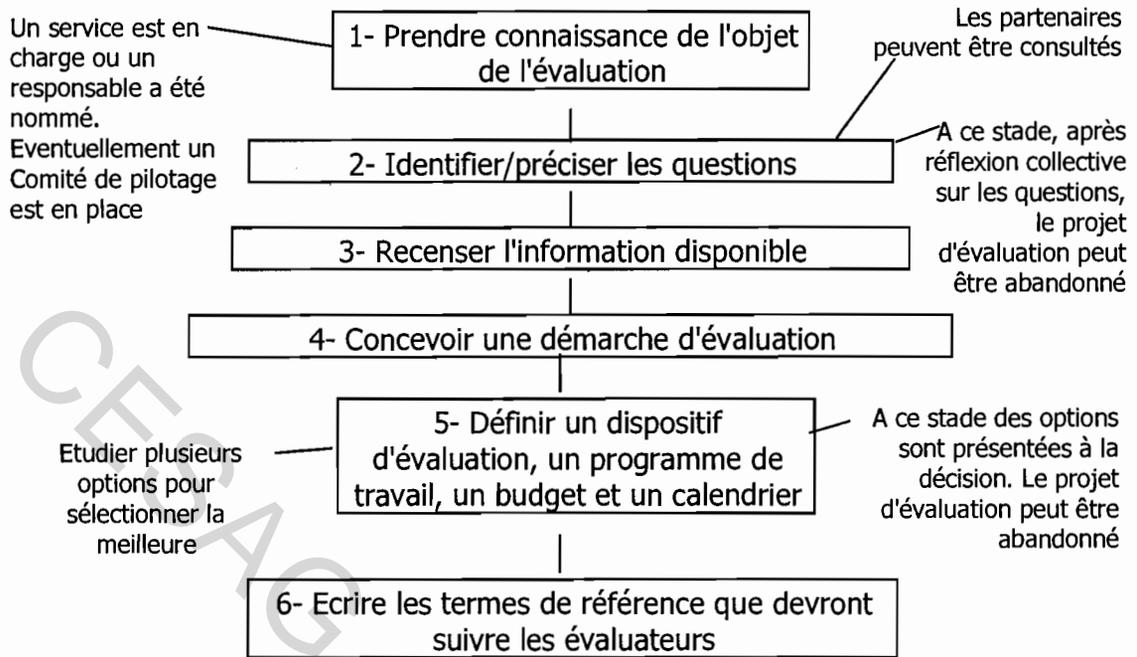


Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9_P.5

Le schéma ci-dessus fait apparaître la conception d'une démarche d'évaluation. En effet, Les questions ayant été précisées et organisées selon les différents critères, l'information disponible étant connue, il s'agit de définir quelle méthode, quelles techniques de collecte et d'analyse de l'information pour chacune des questions de l'évaluation.

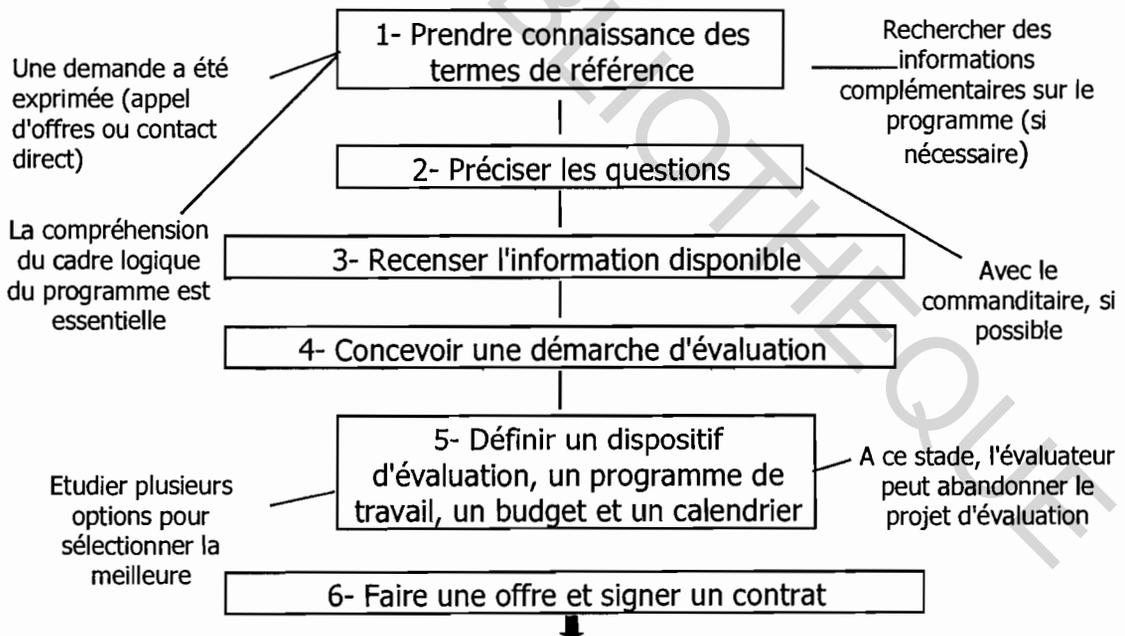
D'autre part les formateurs de la Banque mondiale font une distinction entre la préparation de l'évaluation dans une organisation commanditaire et la préparation de l'évaluation par l'évaluateur proprement dit. Ceci d'autant plus qu'il est nécessaire pour l'évaluateur de détenir un ordre de mission du commanditaire. Les schémas qui suivent illustrent cette différence.

Figure 8 : Préparation de l'évaluation pour une organisation (Commanditaire)



Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9 P.6

Figure 9 : Préparation de l'évaluation pour l'évaluateur



Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9 P.7

Ces schémas font apparaître la finalité de la préparation de l'évaluation pour le commanditaire comme étant la rédaction des termes de référence que devra suivre l'évaluateur, pendant que la préparation de l'évaluation chez ce dernier devrait aboutir à une proposition de contrat. Après la signature du contrat l'évaluateur passe à l'évaluation proprement dite.

2-1-1-3 La réalisation de l'évaluation

C'est le cœur même du processus d'évaluation. De cette étape sont attendus des documents spécifiques suivant:

Avant la descente sur le terrain pour l'évaluation proprement dite :

- une description sommaire du projet (à évaluer),
- une problématique et des questions de recherche,
- un Test de Diagnostic Rapide (TDR),
- une liste des parties prenantes,
- une matrice de l'évaluation,
- la démarche de l'évaluation,
- un programme de travail,

Et pour finir différents outils ou instruments (guides d'entretien, questionnaires, itinéraire de mission, liste des personnes à interroger, choix raisonné des sites à visiter...).

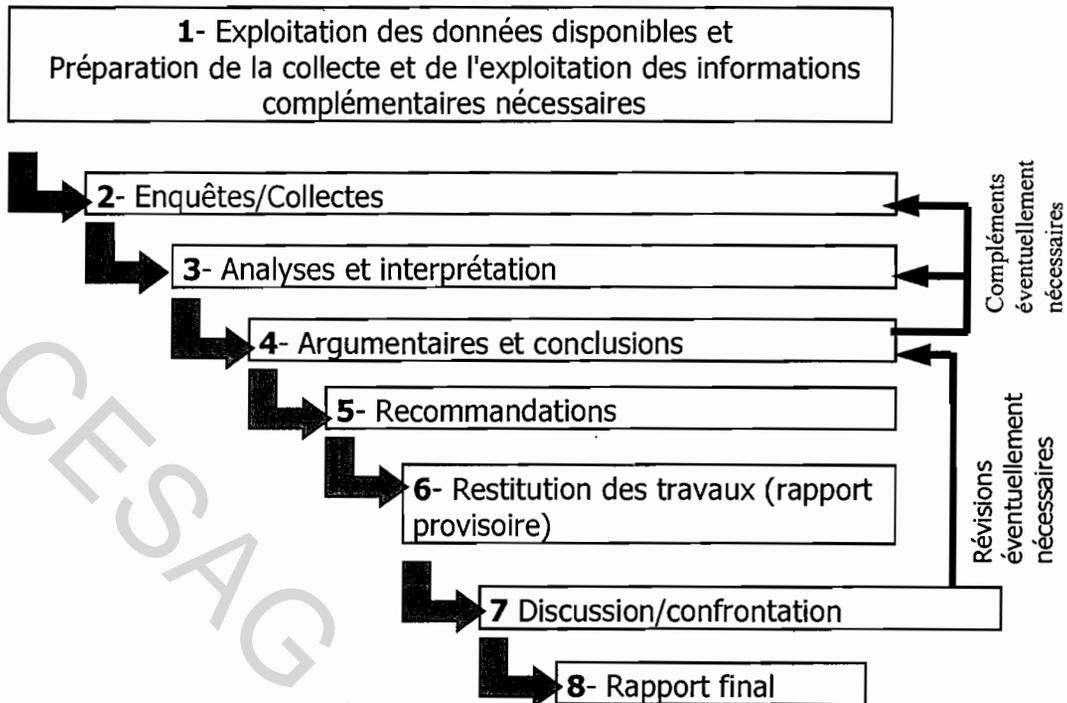
Pendant et après l'évaluation sur le terrain,

- un compte rendu de mission,
- des rapports d'étapes,
- des comptes rendus de réunion,
- un sommaire des résultats,
- un rapport provisoire d'évaluation,

Et enfin un rapport final d'évaluation.

La réalisation de l'évaluation se fait en huit étapes tel qu'illustré dans le schéma ci-dessous.

Figure 10 : La réalisation de l'évaluation



Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9 P.13

2-1-1-4 La valorisation des résultats

Il s'agit ici de la phase de restitution. Elle consiste à communiquer les résultats obtenus suivant les termes de références élaborés au préalable par le commanditaire. Elle pourrait se poursuivre par un suivi de la mise en œuvre des recommandations suivant le fait que l'évaluation est interne à l'organisation ou non, ou encore suivant les prérogatives données à l'évaluateur dans les termes de référence.

A l'observation de cette démarche, la réussite d'une évaluation dépend plus de sa phase de préparation que de sa réalisation. D'autre part, à chaque phase sont associé un ou plusieurs outils de travail permettant d'optimiser sa mise en œuvre.

2-1-2 LES OUTILS DE LA DEMARCHE D'EVALUATION:

Ils sont principalement de trois ordres ; les outils de collecte, les outils de description et les outils de mise en œuvre.

2-1-2-1 Les outils de collecte d'informations

2-1-2-1-1 les questionnaires

Il en existe un grand nombre selon le type d'information recherché et l'objet d'évaluation. Nous en retiendrons deux, présentés par Renard (2006, P337).

- **Questionnaire de prise de connaissance** : Il consiste à reprendre les questions que se pose l'évaluateur sur l'objet d'évaluation afin de se familiariser avec cette unité, de permettre une présentation ou une orientation de l'évaluation, de prévoir les moyens à mettre en œuvre, de présélectionner les cibles. Il est utilisé dans les préalables et à la phase de préparation de l'évaluation.
- **Questionnaire volume et type de transaction** : Il permet d'établir des comparaisons, de mettre en évidence des écarts, de rapprocher des informations, de déceler de probables anomalies. Il est utile lors de la réalisation de l'évaluation.

2-1-2-1-2 L'entretien

C'est une technique de recueil d'informations qui permet l'explication et le commentaire. Elle apporte une plus-value importante à la collecte des informations factuelles et des éléments d'analyse et de jugement. Cet outil est utile lors des phases de préparation et de réalisation de l'évaluation.

2-1-2-1 Les outils de description

2-1-2-2-1 L'observation physique

L'observation physique est un outil d'application universelle, car tout est observable. C'est un outil de collecte de données. Elle consiste à observer ce qui se passe sur le terrain. Elle peut être directe ou indirecte. « La pratique de l'observation physique exige trois conditions :

- L'observation ne doit pas être clandestine : on applique ici les règles générales de transparence. L'évaluateur devra donc prévenir les responsables concernés pour les informer de sa visite et de ses intentions.
- L'observation ne doit pas être ponctuelle ; elle peut durer un certain temps et peut être répétée à plusieurs reprises. Ceci est la contre partie de la première condition
- L'observation doit toujours être validée car elle est toujours incertaine sauf dans le cas ou elle-même est une validation. » (Renard, 2006, P.343)

2-1-2-2-2 La narration

Selon COOPERS & LYBRAND (1998, P 32) Il en existe deux types :

- la narration par l'auditeur
- la narration par l'audité

○ la narration par l'évalué

C'est l'outil le plus élémentaire qui soit, mais qui n'est pas à négliger pour autant dans son utilisation. La narration par l'évalué n'a d'autre objet que de décrire un cadre général. Elle présente des inconvénients tels :

- la difficulté à retrouver les informations recherchées dans le discours de l'interlocuteur,
- la difficulté de compréhension si la narrateur use et abuse de sigles, termes techniques...
- le volume de temps passé avec l'interlocuteur.

Elle présente d'autre part des avantages tels :

- un bon climat entre auditeur et audité,
- la richesse des informations obtenues,
- l'absence d'exigences de formation et de transcription pour l'auditeur.

Pour COOPERS & LYBRAND, ce type de narration repose donc sur l'habilité à prendre des notes et l'aptitude à les transcrire et à les interpréter.

○ Narration par l'évaluateur

On serait tenté de qualifier ce type de narration de transcription narrative d'une narration par l'évaluateur. En effet, la narration par l'évaluateur n'est qu'un reportage de données obtenues d'une observation physique, d'un constat, de conclusion d'un test, bref de tout autre outil de collecte de données de l'évaluation.

Mais la narration dans son ensemble reste un outil limité en matière de transmission de données. Ceci est dû au fait qu'elle n'a ni logique, ni rigueur encore moins de technique comme les outils inventoriés précédemment.

2-1-2-2 Les outils de réalisation de l'évaluation

2-1-2-3-1 La matrice de l'évaluation

C'est un outil de réalisation qui permet d'élaborer la démarche d'évaluation. Il est utilisé dans la phase de préparation et permet de conceptualiser toute l'investigation partant des questions de recherche aux outils utilisés. Les formateurs de la Banque mondiale la présentent comme suit :

Tableau 1 : La matrice d'évaluation

Questions	Quels indicateurs privilégier	Quels dispositifs d'investigation	Quels outils
Classées selon les différents critères : Pertinence Q1 Q2 Cohérence Q3 ...	Comment répondre, quels indicateurs seront convaincants, pour chaque question	pour chaque indicateur recherché	Guide Test ...

Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9 P.9

2-1-2-3-2 Le programme de travail

Il est utilisé lui aussi dans la phase de préparation de l'évaluation. Il pourrait se présenter comme suit :

Tableau 2 : Le programme de travail.

Tâches	Produit attendu	Date		Responsable	Pré-requis
		début	fin		
T1 T2 T3 ...	Produit de T1 Produit de T2 ...			En distinguant éventuellement qui dirige et qui participe	

Source: siteresources.worldbank.org/PGLP/Resources/French_Module9 P.10

Le programme de travail est un outil qui permet de formaliser l'évaluation.

La démarche d'évaluation est un processus bien connu des auteurs en management, dans une volonté de simplifier l'évaluation, les auteurs en gestion ont mis sur pieds des modèles d'évaluation de la performance et notamment la performance financière.

2-2 LES MODELES DE MESURE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

La performance a toujours été au centre des systèmes de gestion des entreprises. En effet, bon nombre de chercheurs ont mis sur pied les siècles précédents, des modèles de mesure de la performance. Aujourd'hui avec l'évolution constante et importante de l'environnement des organisations, notamment avec la théorie des 3D (Déréglementation, Décloisonnement et Désintermédiation) propre aux marchés financiers, apparaissent de nouveaux systèmes de mesure de la performance financière ou du moins un approfondissement de systèmes de mesure existants, la base de comparaison (budget, objectif fixé, périodes précédentes, normes standards ou Benchmarking) étant l'élément transversal de ces systèmes.

2-2-1 MODELES TRADITIONNELS DE MESURE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE:

Deux approches caractérisent particulièrement les systèmes de mesure de la performance. Celle par les agrégats ou indicateurs d'ordre général basée sur la mesure des résultats ou extrants du processus « entreprise » comme le chiffre d'affaires, les flux de trésorerie dont la mise en commun a permis l'élaboration des fonctions scores, et une autre plus récente basée sur la notion de création de la valeur.

2-2-1-1 L'approche par les indicateurs de mesure:

Certains chercheurs ont plutôt abordé la question de la performance de l'entreprise par le risque encouru par cette dernière dans les relations avec ses partenaires. En effet, évaluer la performance d'une entreprise peut être aussi évaluer ses risques de défaillance, prédire autant que possible ses difficultés à venir. Une entreprise performante est une entreprise viable, en croissance, où la probabilité de cessation d'activité est très faible.

Suivant cette approche, de nombreux chercheurs ont tenté de chiffrer le risque de défaillance des entreprises en combinant plusieurs ratios indicateurs de difficultés. Ces ratios affectés de coefficients de pondération représentent les variables d'une fonction appelée "**fonction score**". « L'élaboration de la fonction score nécessite l'étude d'une population d'entreprises défaillantes afin de déterminer des critères suffisamment discriminants et donc susceptibles

d'être des témoins d'alerte efficaces » (Nicolas Van Praag, 1995, P.97). L'objectif de la fonction score est de déterminer un nombre compris entre deux bornes. Généralement, le scoring le plus faible correspond au risque le moins important, et le plus fort à un risque plus important. La composition de la fonction score varie donc selon la perception du risque de l'analyste. Ainsi, un certain nombre de fonctions ont vu le jour dont ne sera exposée ici que celle devant faire l'objet d'une application dans la suite de notre travail, les autres étant exposées dans les documents annexes (annexes 6, P.101 et 7, P. 104).

✦ *Le modèle d'Altman:*

Probablement le modèle le plus célèbre, « à partir duquel s'est développée la plupart des recherches subséquentes. Il date de 1968 et porte sur une analyse multidimensionnelle (plusieurs ratios) de sociétés américaines en faillite » (Paul Khoury, 1999, P.198). Cette étude a permis de donner la fonction discriminante suivante:

$$Y = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + X_5$$

Avec les X_i suivant:

X_1 = Fonds de roulement / Actif total

X_2 = Bénéfice non repartis / Actif total

X_3 = Bénéfice avant intérêts et impôts / Actif total

X_4 = Valeur en bourse des actions / Total dettes

X_5 = Chiffre d'affaires / Actif total

Le score obtenu (appelé zêta score) est apprécié comme suit:

$Y \geq 2,99$; l'entreprise est saine

$Y < 1,81$; l'entreprise est potentiellement en défaillance (insolvabilité, difficultés financières graves, faillite)

$1,81 \leq Y < 2,99$; difficile de se prononcer, des recherches additionnelles s'imposent.

Ce modèle est réservé aux entreprises cotées. (Paul Khoury, 1999, P.200; 201.)

En outre, prévoir un risque de défaillance n'est jamais sans risque d'erreur. Une entreprise en bonne santé à une date donnée peut être en situation d'insolvabilité quinze jours plus tard. Par ailleurs, tout système de scoring semble figé dans le temps, et il semble difficile de concevoir un système où chaque paramètre ferait l'objet d'une pondération dont le taux serait directement variable en temps réel en fonction des dernières statistiques relatives aux causes de défaillance des entreprises."Un tel système serait quasi impossible à gérer compte tenu du

nombre d'informations nécessaires et surtout de leur diversité" (Nicolas Van Praag, 1995, P.45.)

2-2-1-2 Le budget:

Dans de nombreuses entreprises, le système de mesure de la performance consiste à préparer un budget, puis comparer régulièrement l'atteinte des objectifs aux données du budget. Le budget apparaît ainsi comme un instrument de mesure, de récompense et de sanction.

Les entreprises « ...sont payées pour créer de la richesse et non pour contrôler les coûts » Peter F. Drucker (2000, P.22.). Le fait semble évident, et pourtant les méthodes traditionnelles de mesure des performances ne le reflètent guère. Il s'agit donc d'examiner les nouvelles approches de la mesure des performances par la création de la valeur.

2-2-2 LES NOUVELLES APPROCHES DE MESURE DE LA PERFORMANCE:LES APPROCHES PAR LA VALEUR

Sans qu'il s'agisse véritablement dans une première approche, d'une méthode d'évaluation, « le concept de valeur actionnariale sert à se prononcer sur la gestion d'une société, à travers l'examen du niveau de richesse qu'elle génère au titre d'une période longue et même parfois depuis son origine. Les flux produits sont évalués au regard des capitaux investis par les actionnaires. Ce calcul permet de voir si l'entreprise génère ou pas de la richesse » (J.J. Tournier et J.B. Tournier, 2001, P.155.). La richesse pour l'actionnaire se mesure de façon substantielle par l'accroissement des dividendes perçus. On pourrait donc être logiquement tenté de croire que l'objectif de création de valeur pour les actionnaires se confond avec celui de rentabilité des capitaux investis. L'évaluation de la performance financière pourrait donc se faire à l'aide des modèles de mesure de création de la valeur.

2-2-2-1 La droite de valeur:

Selon CABY & HIRIGOYEN. (2001, P17), la droite de valeur établit la relation entre l'indice I_v (levier de valeur) et Q (ratio de Marris); Valeur boursière des capitaux propres/Valeur comptable)¹. Avec I_v traduisant la supériorité de la rentabilité des capitaux propres par rapport à l'espérance de rentabilité.

¹ À ne pas confondre avec le ratio de Tobin établi en rapportant la valeur totale de la firme et non seulement ses capitaux propres, à la valeur de remplacement des actifs.

$I_v = r\phi / E(r\phi) = r\phi / K_i$; Où $r\phi$ représente la rentabilité financière (résultat net/ capitaux propres), l'espérance de rentabilité, $E(r\phi)$, qui n'est autre que le coût du capital de l'entreprise (K_i), donné par la formule du MEDAF en fonction du risque, de la rentabilité des actifs sans risque et de l'espérance de rentabilité du marché, soit: $E(r\phi) = K_i = K_f + \beta_i (K_M - K_f)$, avec

K_f = le taux d'intérêt sans risque;

K_M = le taux de rentabilité espéré du marché

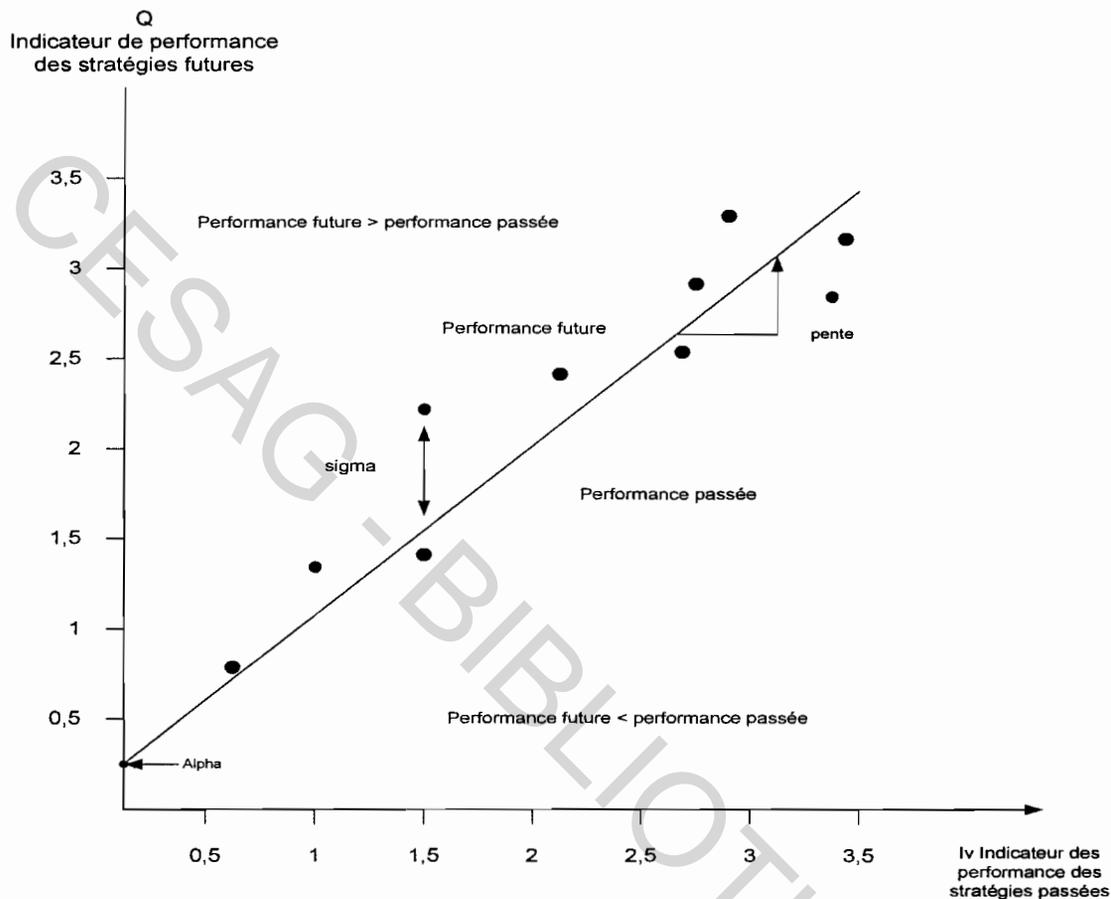
β_i = le coefficient de volatilité de l'action i.

Aussi intéressant soit il, l'indice I_v ne tient pas compte des phases d'investissements de l'entreprise. Son interprétation mérite donc une grande prudence. Un indice inférieur à l'unité peut correspondre à des investissements importants réalisés par l'entreprise. Si le marché financier anticipe que ces investissements généreront des rendements futurs importants, le cours de l'action de l'entreprise s'établira à un niveau tenant compte des anticipations. C'est la raison pour laquelle le ratio I_v doit être complété par le ratio Q. Le ratio Q est un indicateur permanent de l'évaluation que les investisseurs font de l'entreprise, de ses dirigeants et de leur choix et perspectives stratégiques. Lorsque Q est supérieur à 1, l'entreprise crée de la valeur, elle en détruit si il est inférieur à 1.

La droite de valeurs établie la relation entre I_v et Q tel qu'illustré par le schéma suivant :

Figure11 : La droite des valeurs.

Graphique : la droite des valeurs



Source: La création de valeur de l'entreprise (CABY & HIRIGOYEN. 2001)

Les entreprises marquées d'un point noir, situé à gauche de la droite de la valeur, sont évaluées par le marché comme devant améliorer leur performance dans le futur. A l'inverse, celles situées dans la partie droite devraient détruire de la valeur dans l'avenir. En fait, la représentation graphique du modèle de la droite de valeur permet la formalisation d'une relation théorique et empirique entre le ratio Q et l'indice de valeur Iv. Le modèle linéaire proposé pour expliquer une telle relation attribue aux trois paramètres α , γ et δ le rôle de traduire tout ce que les marchés financiers connaissent et anticipent quant à la croissance future des résultats des entreprises d'un secteur donné. Ce modèle s'exprime comme suit:

$$VB/VC = \alpha + \gamma Iv + \delta$$

Le paramètre α représente la valeur moyenne estimée de Q lorsque le levier de valeur (Iv) est nul, c'est-à-dire lorsque la rentabilité financière de l'entreprise est nulle et qu'elle est au seuil de rentabilité. Le coefficient γ mesure la relation entre la performance économique des entreprises Iv et leur évaluation par les marchés financiers Q pour un secteur donné. Le coefficient δ qui est le terme résiduel du modèle représente la différence entre le Q estimé pour une entreprise en fonction de sa performance économique Iv et le Q réel de cette même entreprise. Du point de vue statistique, δ mesure la variation de ratio Q non expliquée par l'indice Iv .

Au modèle de la droite de valeur, sont associés des modèles dérivés tel le modèle du Marakon Associate développé par A.C. Hax et N.S. Majluf (1984). (Voir **Annexe 3**)

2-2-2-2 L'approche par les modèles d'évaluation de la création de la valeur

Trois grands modèles ont été élaborés, mais nous nous appesantirons sur le seul modèle EVA de J.M. Stern (1984) et de G.B. Stewart (1991) compte tenu de la simplicité de sa démarche, les modèles de la stratégie de la valeur de McKinsey (1994), et le modèle de Feltham-Ohlson (1995) étant exposés dans les documents annexes de ce travail (annexe 6, P.99).

2-2-2-2-1 Le modèle EVA de J.M. Stern et G.B. Stewart

Au cœur du modèle d'évaluation de ces auteurs se trouve la notion de valeur économique ajoutée définie pour la période t comme le produit des capitaux investis par le différentiel de la rentabilité économique de ces capitaux sur le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise. Soit:

$$EVA_t = (r_{et} - K_t) \times C_t$$

Avec:

EVA_t = la valeur économique ajoutée de la période t,

C_t = le montant des capitaux investis en t,

r_{et} = la rentabilité économique en t des capitaux investis, (RE_t/C_t)

K_t = le coût moyen pondéré du capital en t.

L'EVA est donc un résultat économique après rémunération de tous les capitaux. J.M. Stern et G.B. Stewart définissent la valeur ajoutée de marché (MVA) comme la valeur actuelle de la série des EVA, soit:

$$MVA_t = \Sigma \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

La valeur de marché de l'entreprise (ou valeur marchande totale) en t s'obtient alors comme suit:

$$V_{t0} = C_{t0} + \Sigma \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

L'objectif principal à atteindre est donc la maximisation de l'EVA, cette valeur économique ajoutée étant une mesure de la performance de l'entreprise. J.M. Stern, G.B. Stewart et D.H. Chew (1995) précisent, cependant qu'un management par EVA doit s'accompagner obligatoirement de la mise en place d'un système d'intéressement et de participation financière.

Les outils d'appréciation de la performance financière, fonctions score, budget et modèles d'évaluation semblent chacun suivant sa spécificité adapter à la notion de performance financière suivant que l'entreprise s'auto évalue ou qu'elle le fait par rapport à d'autres entreprises de son secteur (Benchmarking). Les modèles par la valeur, qui sont en fait des perfectionnements ou adaptations des modèles existants, reprennent des concepts évoqués dans les années 70 tel que l'EVA. Ils ont le mérite de faire ressortir des valeurs beaucoup plus adaptées au contexte des entreprises marquées par la création de la valeur pour les actionnaires.

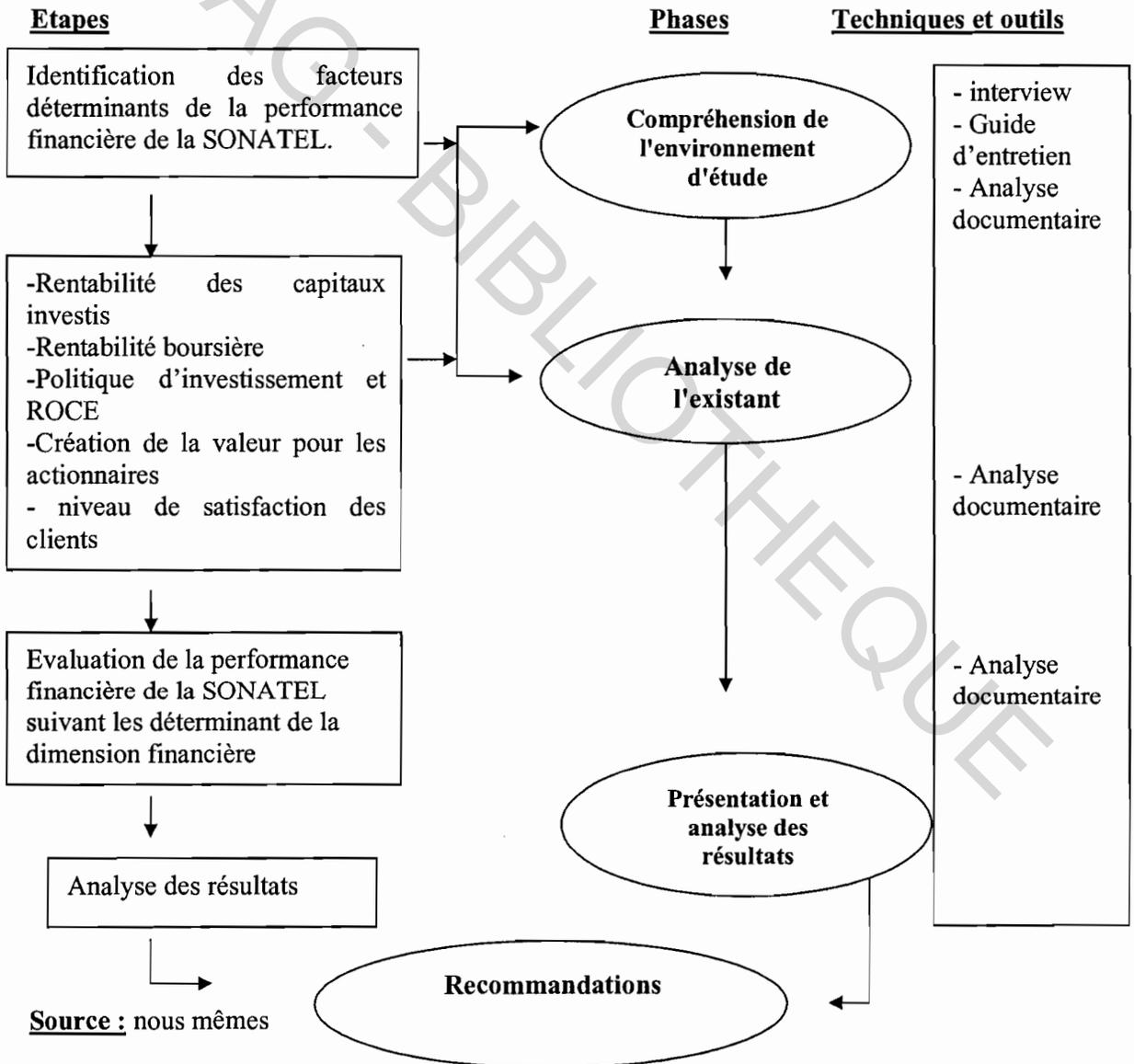
CHAPITRE III : METHODOLOGIE

La méthodologie de notre étude s'apparente à une synthèse de la démarche d'évaluation exposée à la première partie du deuxième chapitre. Elle consiste à premièrement déterminer les dimensions et déterminants de la performance financière de la SONATEL, ensuite à passer à l'évaluation proprement dite de sa performance financière après avoir au préalable élaboré une démarche d'évaluation et sans toute fois ausculter la présentation du modèle d'évaluation existant.

3-1 LE MODELE D'ANALYSE

Il est la modélisation des étapes les plus importantes de l'étude il se présente comme suit :

Figure 12 Modèle d'analyse.



3-2 LA DEMARCHE D'EVALUATION

Après la revue de la littérature qui nous a permis de cerner la notion de performance financière et d'en déterminer dimensions et déterminants d'une part, et la démarche d'évaluation d'autre part, nous avons adopté la démarche suivante.

3-2-1 PREPARATION DE L'EVALUATION

Elle a consisté en une prise de connaissance de l'environnement d'étude et du processus d'évaluation existant.

3-2-1-1 outils de collecte des données

Pour appliquer la démarche décrite précédemment, nous avons utilisé les outils suivants :

3-2-1-1-1 *L'observation*

Durant les trois mois passés dans la Direction Financière et Comptable de la SONATEL, il nous a été donné de résider dans les services en charge du processus d'évaluation de la performance financière de la SONATEL. Il s'agit notamment du service chargé des Relations avec les investisseurs du département finance, et du service modélisation et plans du département contrôle de gestion. Ce qui nous a permis de suivre le processus d'évaluation tel qu'il est fait.

3-2-1-1-2 *L'entretien*

Ils ont été menés suivant une liste des personnes à interroger (voir annexe 2, P 96). Nous avons ainsi débuté nos entretiens avec le Directeur Comptable et Financier. Cet entretien nous a permis d'exposer nos objectifs d'évaluation, notre plan de travail, mais aussi d'avoir une vision globale de l'organisation de la DFC, et des objectifs à atteindre par cette direction. Nous nous sommes par la suite entretenus avec les chefs des départements et services en charge du processus d'évaluation. Ces entretiens portaient principalement sur les missions de leur service, leur organisation, les objectifs à eux assignés, les indicateurs de performance financière utilisés et leur pertinence pour la réalisation de leurs missions.

1.1.1.1.1. l'analyse documentaire

Elle nous a permis de bien comprendre le processus d'évaluation d'une part, et d'autre part de nous assurer qu'elle est en corrélation avec le processus d'évaluation. Les documents analysés sont les suivants :

- directives budgétaires 2004,
- tableau de bord de la DFC 2004,
- lettres d'orientations de la Direction Générale 2004,
- Rapport d'activité annuel 2004.

3-2-1-2 Les outils de réalisation

Nous en avons utilisé deux principalement.

- **La matrice d'analyse dont une ébauche se présente comme suit :**

Questions	Indicateurs privilégiés	Dispositif d'investigation	outils
Quelle est la rentabilité financière ?		Etude documentaire	Analyse documentaire
Quel est le niveau de rentabilité des capitaux investis ?		-	Analyse documentaire
Quelle est la capacité à générer de la valeur financière de la SONATEL ?		-	
Comment se répercute le niveau de satisfaction des clients		-	
La politique de financement des investissements de la SONATEL est-elle optimale ?		-	
La SONATEL génère t-elle suffisamment de valeur de marché ?		-	
Quelle est la performance boursière de la SONATEL		-	
Quel le risque de faillite de la SONATEL		-	

Source : nous-mêmes

○ le plan de travail

Tâches	Produits attendus	Dates	
		Début	Fin
<i>Prise de connaissance de la SONATEL et de la DFC</i>		04 juillet 2005	30 juillet 2005
<i>Collecte des informations; conduite des entretiens</i>		01 août 2005	31 août 2005
<i>Evaluation proprement dite de la performance financière</i>	Rapport provisoire		
<i>Redaction du rapport provisoire d'évaluation.</i>	Rapport provisoire	01 Septembre 2005	14 septembre 2005

Source : nous mêmes

Conclusion

Les contours théoriques de la notion de performance révèlent un concept pluridimensionnel dont l'évaluation dépend de la dimension dont on veut se saisir. La dimension financière étant celle qui est l'objet de notre étude, il apparaît qu'elle peut se résumer à l'étude de la rentabilité financière, de la performance boursière et du niveau de satisfaction des clients. De nombreux modèles d'évaluation financière, ayant tous pour base les indicateurs, de performance, ont été élaborés et continuent de l'être par des chercheurs pour atteindre cet objectif. Après avoir défini les contours théoriques de la notion de performance en générale et de performance financière en particulier, et après avoir exposé la méthodologie de notre travail, il convient de s'appesantir sur l'évaluation de la performance financière de la SONATEL.

Deuxième partie

APPLICATION DE L'EVALUATION DE LA
PERFORMANCE FINANCIERE AU CAS DE LA
SONATEL

INTRODUCTION

La notion de performance financière et les moyens de mesure élaborés par une pléiade de gestionnaires depuis les années soixante dix (70) sur lesquelles nous avons épilogué plus haut, sont des outils de management qui ne gardent tout leur sens lorsqu'ils s'appliquent à un cas particulier. En effet, l'entreprise étant définie comme une organisation humaine dont le but ultime est la création de valeur économique, chaque entreprise se caractérise par une spécificité qui fait son identité culturelle (valeurs, culture d'entreprise...). Cette spécificité d'une entreprise à une autre, fait que l'on ne saurait élaborer un système d'évaluation standard applicable à toutes les entreprises. On pourrait à la limite tenter de fédérer des systèmes d'évaluation spécifiques à des entreprises d'un même secteur d'activité de l'économie, mais l'identité culturelle propre à chaque entreprise reste un obstacle à une standardisation des systèmes de mesure. Dans le souci de cerner tous les contours de la performance, il conviendrait donc d'élaborer pour chaque entreprise un système d'évaluation prenant en compte ses spécificités culturelles.

Le cas de la Sonatel sur lequel nous nous sommes penchés n'échappe pas à cette réalité. En effet, la Sonatel est une entreprise de droit Sénégalais dont les services de télécommunications offerts au grand public constituent le cœur de métier. L'élaboration d'un modèle d'évaluation de la performance financière de la Sonatel ne saurait donc omettre les spécificités de cette entité. Il s'agira dans cette partie de la prise de connaissance des spécificités de la SONATEL dans un premier temps par la connaissance de l'historique de l'entreprise, de ses missions et de son organisation, suivra la prise de connaissance de son modèle d'évaluation et enfin de l'évaluation propre de sa performance financière.

CHAPITRE I: PRESENTATION DE LA SONATEL

Face à la dégradation du réseau national géré par l'O.P.T. (Office des Postes et Télécommunications), les autorités sénégalaises ont voulu redynamiser le secteur des télécommunications par la création en 1985 de la SONATEL. Depuis lors, la SONATEL a connu des mutations, dont une privatisation qui s'est soldée par un partenariat stratégique avec France Télécom au courant de l'année 1995 et une première cotation à la BRVM le 03 octobre 1998. Ces évolutions en ont fait un "hub" sous-régional et un acteur majeur du développement des télécommunications en Afrique et dans le monde. Il serait donc intéressant de se pencher sur l'historique, les missions et l'organisation de cette entité.

1-1 HISTORIQUE ET MISSIONS DE LA SONATEL:

1-1-1 HISTORIQUE DE LA SONATEL

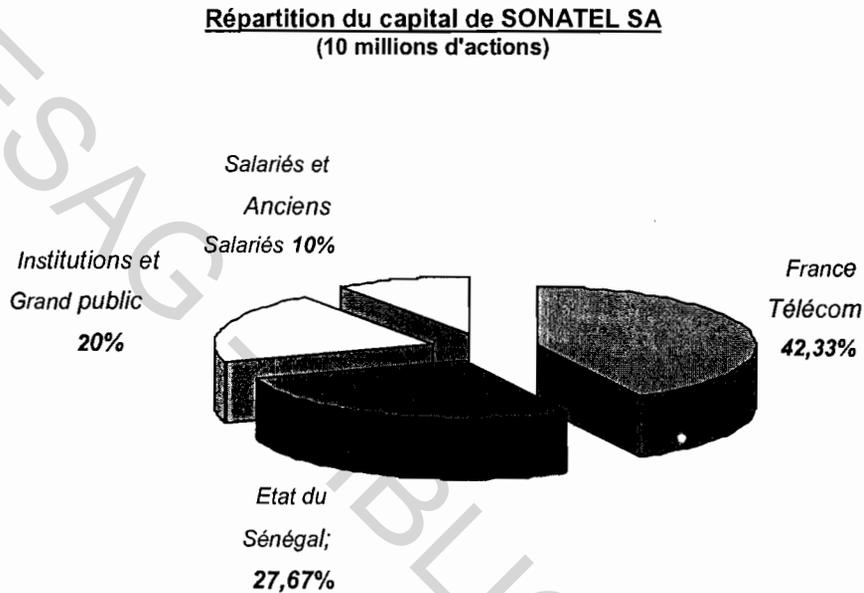
C'est au début des années 1980 que les autorités Sénégalaises semblent avoir réellement décidé d'agir devant l'insuffisance d'infrastructures de télécommunications, une qualité de service médiocre, une demande sans cesse croissante et insatisfaite, un retard considérable par rapport aux autres pays Africains. Ceci a conduit en juin 1983 à la tenue des "journées Sénégalaises des Télécommunications", véritable diagnostic du secteur et dont les recommandations ont contribué deux années plus tard à la création de la SONATEL, « ...fusion de TéléSénégal, société nationale chargée de l'exploitation du réseau international des télécommunications et de l'O.P.T, Etablissement Public à caractère Industriel et Commercial (EPIC) chargé de l'exploitation du réseau national » (DIARASSOUBA Issaka, 2000).

La SONATEL a été créée le 23 juillet 1985 par la loi 85-86 qui lui confère en même temps le monopole de l'exploitation des télécommunications sur l'ensemble du territoire, la mission de service public et une autonomie de gestion dans le cadre d'un contrat plan qui la lie à l'Etat pour trois ans renouvelable

La SONATEL est par ailleurs devenue société anonyme lorsqu'elle s'est alliée à un partenaire stratégique, France Télécom, choisi à la suite d'un appel d'offre international, dans le cadre d'une loi votée le 29 août 1995, autorisant l'Etat à céder 33,33% du capital à France Télécom, par l'intermédiaire de sa filiale France Câbles et Radio (F.C.R.) qui en détenait déjà 9%. La SONATEL est donc une société Anonyme dont le capital était de 3.500.000.000 francs CFA

en 1985. La SONATEL a procédé en 1991 et 1993 à une incorporation de réserves portant ainsi son capital social à 50.000.000.000 de Francs CFA. En 1997, elle procède à une division du nominal portant le nombre d'actions à dix millions (10.000.000) d'une valeur nominale de 5.000 FCFA chacune, entièrement souscrites et libérées. Le Capital de SONATEL se répartit aujourd'hui comme suit:

Figure 13 : Répartition du capital de SONATEL SA

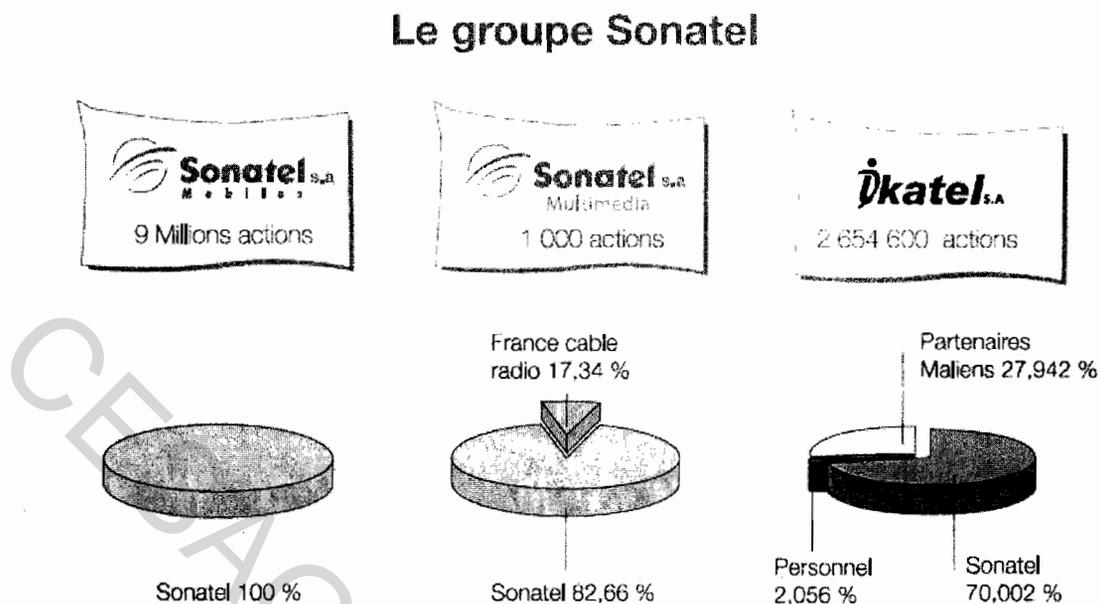


Source: SONATEL, Panorama 2004.

D'autre part, le groupe SONATEL dont le siège est établi au boulevard de la république, est un opérateur de télécommunications disposant d'une licence globale et présent sur tous les marchés de télécommunications au Sénégal: la téléphonie fixe, la téléphonie mobile, l'Internet et les données aux entreprises. Au 31 décembre 2004, le groupe Sonatel est composé de quatre filiales dont la CGE non intégrée dans les résultats du groupe pour l'exercice 2004². Sa structure intégrant les filiales entrant dans son périmètre de consolidation au 31 Décembre 2004 est illustrée par le schéma ci-dessous :

² L'acquisition de la CGE s'est fait au dernier trimestre de l'exercice 2004.

Figure 14 : Le groupe SONATEL



Source: Panorama 2004, P.19.

La Sonatel a connu bien des mutations que l'on peut qualifier d'économico politiques; cette structure société étant le principal, sinon le seul outil de développement du secteur des télécommunications dont dispose l'Etat Sénégalais.

1-1-2 LES MISSIONS DE LA SONATEL

Suivant la loi 85-86 portant création de la SONATEL, cette entité a pour missions:

- l'établissement de réseaux de télécommunication ouvert au public;
- la fourniture de services téléphoniques entre points fixes, services télex et télégraphique, de services de télécommunication de données et de paquets;
- l'acquisition et l'exploitation de concessions, droits et privilèges pour l'atterrissement, la pose, l'exploitation des câbles sous marins, l'implantation de centres radioélectriques, de stations terriennes pour communications spatiales et de tout système de communication;
- l'établissement et l'exploitation d'un réseau de radiotéléphonie où elle intervient par le biais de sa filiale SONATEL Mobile;
- la fourniture d'Internet et la transmission de données dans lequel elle intervient par sa filiale SONATEL Multimédia.

En clair, la SONATEL a la responsabilité de définir, mettre en œuvre, et maintenir en état de fonctionnement les moyens de communication en adéquation avec les besoins du pays:

- en assurant le maintien du service par une politique de modernisation de l'infrastructure existante,
- en mettant les moyens de communications à la disposition du grand nombre par une politique d'extension du réseau,
- en proposant des services adaptés à l'évolution de l'activité économique et sociale compte tenu: des investissements importants que nécessitent les télécommunications, de l'évolution rapide des techniques, du foisonnement de nouveaux services, de la diversité des besoins à satisfaire et de l'interdépendance du réseau national des télécommunications avec les réseaux étrangers et de la technologie étrangère.

L'objectif assigné à la SONATEL est donc l'exploitation et le développement des réseaux de télécommunications interne et externe, tout en assurant l'offre de service au plus grand nombre, avec un bon rapport qualité coût, sous la contrainte de l'équilibre financier.

Mais à l'analyse des missions assignées à la Sonatel se révèle une mise en commun des missions de service public et une mission de rentabilité économique, traduction de la composition de son capital et surtout de la main mise que garde l'Etat Sénégalais sur cette entreprise³. D'autre part, Sa cotation à la BRVM constitue sa vitrine en terme de rentabilité auprès des investisseurs et autres opérateurs économiques de la sous région.

1-2 L'ORGANISATION DE LA SONATEL ET SON INTRODUCTION EN BOURSE

1-2-1 ORGANISATION DE LA SONATEL :

La SONATEL est un groupe constitué de sociétés de télécommunications ayant chacune un cœur de métier bien défini. Ainsi la SONATEL SA, société mère a pour coeur de métier la téléphonie fixe et le transfert de données, SONATEL Mobile la téléphonie fixe, SONATEL Multimédias Internet et IKATEL la filiale Malienne opérateur de téléphonie globale au Mali.

³ L'Etat Sénégalais a pour objectif de porter le parc téléphonique à plus de 3 millions à l'horizon 2008; en outre il souhaite améliorer la desserte rurale en raccordant 9500 villages au même horizon et la totalité des "villages centres"(14 200) d'ici 2010. CF lettre d'orientation sectorielle Janvier 2005.

L'organigramme de la société, de type fonctionnel, est relativement classique (annexe 1, P.95). Ayant à sa tête un Directeur Général assisté d'un adjoint (DGA). Le groupe SONATEL renferme au total 12⁴ directions parmi lesquelles se retrouvent les Directions générales des filiales (les directeurs généraux des filiales ayant rang de Directeur dans l'organigramme du groupe), 40 départements et 83 services.

La Direction Financière et Comptable (DFC) dans la quelle nous avons séjourné comporte trois départements (Comptabilité, finance et contrôle de gestion). Nous avons eu le plaisir de passer quelques temps, dans le service des relations avec les investisseurs (SRI) du département finance, et le service chargé de la modélisation économique et plans dans le département contrôle de gestion. Ces services rentrent en droite ligne dans le processus d'évaluation de la performance financière.

1-2-1-1 Le Service des Relations avec les Investisseurs (SRI) :

C'est un service qui a pour objectif principal d'assurer une gestion optimale des relations avec les investisseurs dans un nouvel environnement de bourse. Pour y arriver, le SRI effectue ;

- le suivi quotidien du cours SONATEL,
- l'analyse des performances de l'entreprise pour mieux évaluer les perspectives de son titre afin de veiller aux aspects des obligations légales à l'endroit des actionnaires,
- l'organisation des assemblées générales,
- la contribution à la mise en œuvre du plan d'action du club des actionnaires de la SONATEL,
- la communication financière et de toute donnée liée à la BRVM,
- la gestion des emprunts notamment le rapport des dettes, suivi de l'échéance et contrôle de l'exécution des obligations,
- l'élaboration du Tableau de bord de la DFC,
- les rapports semestriels sur la conjoncture économique internationale.

De par les tâches effectuées, le service des relations avec les investisseurs constitue véritablement la vitrine de la Sonatel pour ses investisseurs. C'est un service éclairer qui a pour principale raison d'existence "l'actionnaire", aussi bien pour ce qui est de son niveau d'information que pour le retour d'informations venant des actionnaires pour l'entreprise.

⁴ Dont directeurs généraux des filiales ayant rang de directeur dans l'organigramme de SONATEL SA

Il est, entre autres, un centre d'évaluation de la performance en relation avec les actionnaires, notamment en terme de création de valeur. Les indicateurs qui y sont les plus utilisés sont : la Capitalisation boursière, le cours de l'action, le rendement par action, le PER, le pourcentage de titres transigés SONATEL/ BRVM...

1-2-1-2 Le service Modélisation Economique et Plan:

Comme son nom l'indique ce service est chargé de la modélisation et de la planification de l'activité de la Sonatel. Il s'agit plus précisément de:

- l'élaboration des business plans basés suivant les orientations stratégiques de la direction générale,
- la mise à jour du plan stratégique de la SONATEL
- l'analyse des écarts,
- prévisions en termes d'évolution du CA, du parc de lignes, de la demande,
- calcul des coûts de revient de Sonatel Fixe.

Ce service constitue le centre même du système d'évaluation des performances du groupe, compte tenu du fait qu'il est chargé de l'élaboration du modèle de référence, et de l'analyse des écarts. C'est un centre de type opérationnel qui est chargé du suivi des indicateurs phares de l'activité de la Sonatel, de la planification des données opérationnelles nécessaires.

1-3 LA SONATEL EN BOURSE

L'action SONATEL a été cotée pour la première fois le 02 octobre 1998, à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières de l'Afrique de l'Ouest (BRVM). Cette opération, qui a fait de la SONATEL la première entreprise Sénégalaise et premier opérateur des télécommunications Africain cotée en bourse, lui permet de poursuivre plusieurs objectifs:

- accroître la renommé et la notoriété de l'entreprise,
- améliorer sa structure financière,
- informer d'avantage les actionnaires et impliquer le personnel actionnaire dans les choix stratégiques,
- avoir la possibilité de financer ses besoins à des coûts plus avantageux.

Dès son introduction à la BRVM, la SONATEL a fortement contribué à faire franchir à la capitalisation totale de la place d'Abidjan, le seuil "psychologique" de mille milliards de

francs CFA. De 195 milliards de francs CFA après l'offre publique de vente, la capitalisation boursière de la SONATEL s'est élevée à 220 milliards de francs CFA le 02 octobre 1998 pour atteindre 240 milliards de francs CFA au 31 décembre 1998. Soit 25% de la capitalisation totale de BRVM et 40% de la capitalisation des dix entreprises de l'indice BRVM 10.

Par ailleurs, la constante hausse de la valeur de l'action Sonatel concoure à atteindre les objectifs de notoriété et de renommée de la Sonatel. (Voir Annexe 4, P.94)

La Société Nationale des Télécommunications du Sénégal est donc une société pionnière dans les télécommunications au Sénégal et en Afrique de l'ouest qui bénéficie d'un partenariat stratégique avec France Télécom suite à sa privatisation partielle et qui jouit apparemment d'une santé financière reflétée par sa forte activité boursière. Des scandales, tel Enron aux Etats-Unis, ont montré que l'on pourrait avoir des situations où l'information boursière est manipulée, et ainsi ne pas refléter la réalité de la performance financière d'une entreprise. Une étude approfondie de cas au sein d'une entreprise semble donc être la plus appropriée, sans toutefois exclure de prime abord les informations boursières, pour en évaluer la performance financière.

CHAPITRE II : DESCRIPTION DU MODELE D'EVALUATION ET PRESENTATION DES RESULTATS DE NOTRE ETUDE :

La performance financière de la Sonatel, objet de notre étude est la résultante d'un ensemble de processus, de pratiques opérationnelles et managérielles mettant en relief une organisation s'attribuant des moyens propres pour l'atteinte d'un but ultime : la création de la richesse. Comme dans toute organisation visant un certain niveau de résultat, la phase à posteriori de contrôle et d'évaluation occupe une place déterminante non seulement dans la dynamique d'ensemble impulsée par les dirigeants de l'entreprise, mais aussi dans le devenir, via la vision qu'ont ces derniers de l'entreprise qu'ils dirigent. La phase d'évaluation s'appuiera donc sur un modèle bien déterminé, choisi selon les spécificités de l'entreprise en question.

2-1 DESCRIPTION DU MODELE D'EVALUATION DE LA PERFORMANCE FINANCIER DE LA SONATEL

Une évaluation de la performance quelle qu'elle soit s'appuie sur un modèle d'évaluation définie en fonction des intrants et des extrants du système de management mis en place. Dans le cas particulier de la performance financière à la Sonatel, seules les orientations managérielles, traduites par les indicateurs définis pour son évaluation, pourraient l'expliquer, d'où la nécessité d'une description préalable du modèle d'évaluation existant.

2-1-1 DESCRIPTION DE L'EXISTANT:

C'est un modèle dont le fondement reste la rentabilité ayant pour référentiels le budget et les performances antérieures. Il s'articule en trois principaux axes ; le budget, le suivi budgétaire et la réévaluation des objectifs et enfin l'évaluation proprement dite des performances financières et opérationnelles.

2-1-1-1 Un modèle à référence budgétaire

En effet, tout le processus d'évaluation tant managérial que financier de la SONATEL est fondé sur son référentiel qui est le budget.

Il est à base zéro. En effet, chaque année est définie un budget minimum par centre de responsabilité qui est rentré dans la base du logiciel d'élaboration et de suivi budgétaire Pillar. Cette tâche est exécutée par les responsables des centres de responsabilité.

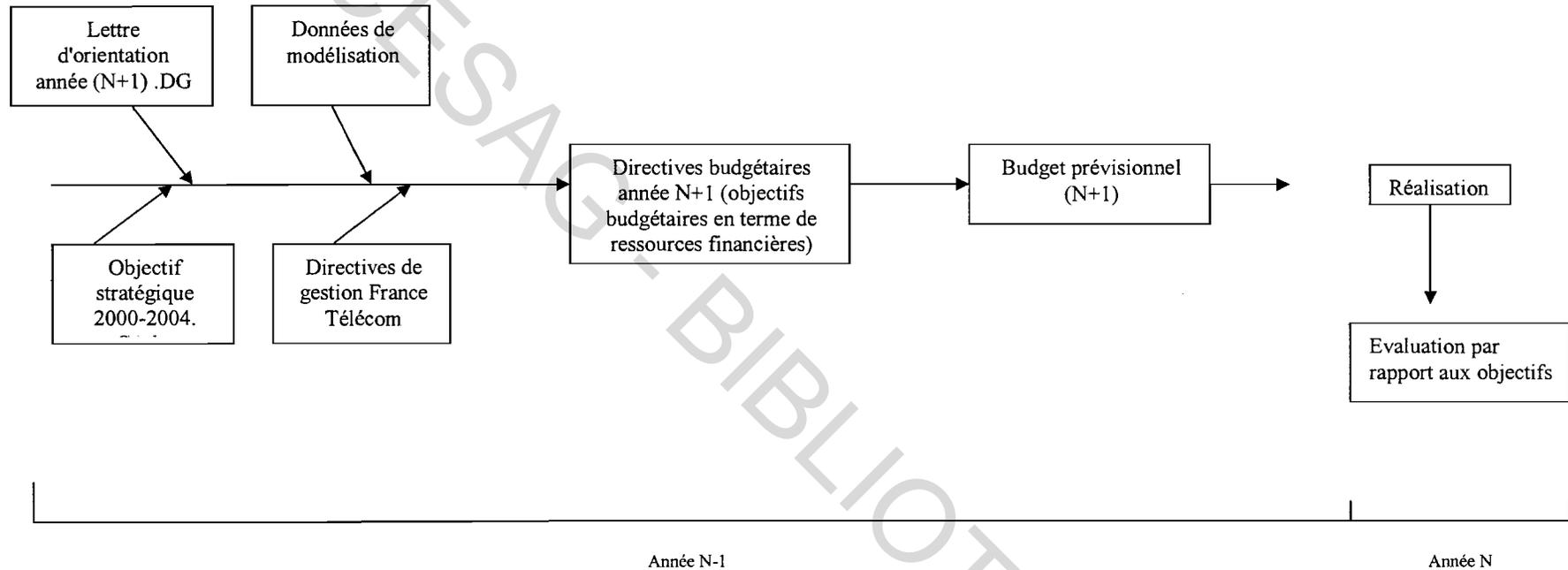
Il est ascendant¹ et comporte quatre niveaux d'arbitrage (service, département, DFC, DG). Son processus d'élaboration (et de suivi) prend en compte toutes les composantes en termes de prévisions de charges et de recettes de l'entreprise et est superviser par un comité d'élaboration ayant à sa tête le chef de département contrôle de gestion.

Il débute le 31 Juillet de l'année N-1, date de publication du rapport d'activité semestriel tel qu'illustré par le schéma simplifié suivant:

CESAG - BIBLIOTHEQUE

¹ Élaboré par les responsables de chaque centre de responsabilité

Figure 15 : Différentes étapes du processus en relation avec l'évaluation de la performance financière



Source: nous mêmes

Le budget de la SONATEL est donc construit, dans une optique de maîtrise des charges, autour de quatre piliers (croissance, client, dynamique collective et rentabilité), qui constituent le référentiel véritable du système d'évaluation, parce que formulés en termes d'objectifs et de niveau d'activité à atteindre. Deux de ces piliers rentrent véritablement dans le périmètre de notre étude à savoir : le pilier croissance et le pilier rentabilité.

2-1-1-2 Un modèle centré sur la croissance et la rentabilité

Le budget de la SONATEL est un budget fondé sur la croissance et la rentabilité, tel que mis en exergue par deux des piliers dont la réalisation des objectifs est primordiale pour le bon fonctionnement et la pérennité de l'organisation

a) *Le pilier croissance:*

C'est une déclinaison chiffrée de l'objectif principal fixé par la Direction Générale en terme de croissance de l'entreprise, notamment en matière de :

- croissance interne et externe du groupe,
- CA groupe, et par secteur,
- CA par activité,
- Parc et trafic.

b) *Le pilier rentabilité*

Il s'agit particulièrement de la rentabilité financière et de la création de valeur par la maîtrise et le pilotage de la trajectoire de rentabilité en termes de maîtrise des coûts, d'EBITDA (Annexe 8, P.106), de BFR, et de free Cash Flow. Il se décline en des sous objectifs en matière de taux d'EBITDA, du niveau d'investissement, de BFR et de free Cash Flow.

- Taux d'EBITDA consolidé groupe (61%),
- Taux d'EBITDA fixe (55%) et mobile (53%),
- Ratio de dette nette/EBITDA < 50%,
- Niveau de maîtrise des investissements et de BFR en vue de faire croître le free Cash Flow opérationnel,
- Niveau de recouvrement (taux de recouvrement 60jrs fin de prestation > 80%).

Source : Directives Budgétaires 2004

2-1-1-3 Un suivi et réévaluation des objectifs

Ainsi donc, le processus d'évaluation de la performance financière est basé sur un suivi trimestriel au niveau du service chargé du budget et un reporting mensuel au niveau du service de modélisation économique et plans. Ensuite, suit une comparaison par rapport aux objectifs trimestriels et mensuels fixés par la maison mère suivant chaque pilier. Les rapports de suivi et d'évaluation produits sont ainsi examinés en vue de mettre sur pied des actions correctives permettant si possible de réévaluer les objectifs consignés dans le document référentiel. Le processus d'évaluation de la performance financière est supervisé conjointement par les départements :

- de Contrôle de Gestion (voir organigramme à l'annexe 2, P.96) chargé de l'élaboration du budget et de son suivi via son service de modélisations économiques et plans, et son service chargé du budget,
- de Finance via son service chargé des relations avec les investisseurs, chargé de l'analyse des performances financières et opérationnelles de l'entreprise pour mieux évaluer les perspectives de son titre et du reporting financier.

2-1-1-4 Une évaluation à posteriori

Elle est faite par le service chargé des relations avec les investisseurs du département finance. Elle est basée essentiellement sur un ensemble d'indicateurs de performance de type classique suivant le tableau de bord mensuel de la DFC. Cette évaluation à posteriori de la DFC, à périodicité mensuelle est un modèle avec des standards comme référentiel. Ces standards sont de quatre types : des standards internationaux du secteur des télécommunications (Reuters), des standards définis à l'interne par les services de la SONATEL, des standards de base de la BCEAO et des standards de finance. Ils sont utilisés conjointement dans le processus d'évaluation. Ils sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 3 : Indicateurs de suivi et d'évaluation des performances de la DFC

Groupe de ratios	Ratios	Standards d'évaluation
Ratios De Performance	<i>Cours moyen du titre SONATEL</i>	
	<i>Retour sur fonds propres</i>	0.95%
	<i>RAA sur Investissement</i>	3.61%*
	<i>RAA sur actif total</i>	4.07%*
Ratios de valorisation	<i>Capitalisation boursière /CA</i>	22.7
	<i>Capitalisation boursière/valeur comptable</i>	2.36
	<i>Capitalisation boursière/Cash Flow</i>	21.9
Ratios de rentabilité	<i>VA en %</i>	60.47
	<i>RAA en %</i>	13.58
	<i>Résultat d'exploitation en %</i>	13.58
	<i>Résultat net en %</i>	10.21
	<i>Cash Flow en %</i>	
Ratios d'efficience opérationnelle	<i>Taux de rotation de l'actif</i>	ND
	<i>Taux de rotation de l'actif immobilisé</i>	ND
	<i>Taux de rotation de l'actif circulant</i>	ND
	<i>Taux de rotation des créances clients</i>	ND
	<i>Taux de rotation des créances OA</i>	ND
	<i>Durée moyenne de recouvrements clients**</i>	ND
Ratios de liquidité et d'endettement	<i>Ratio de liquidité croissante</i>	1.013
	<i>Ratio de levier financier</i>	0.971
	<i>Ratio de dettes financières /Capitaux propres</i>	0.853
	<i>Ratio de dettes financières /Capitalisation boursière</i>	ND
	<i>Ratio de couverture des charges totales</i>	1
Ratios complémentaires de base de la BCEAO	<i>Ratio d'autonomie financière</i>	20%
	<i>Capacité de remboursement</i>	4
	<i>Ratio de rentabilité</i>	>0
	<i>Ratio de liquidité générale</i>	>1

Source : Tableau de bord département finance, 2004 * *Ratios standard de REUTERS du secteur des télécommunications.* ** *créances clients y compris la partie balance trafic.*

Ce tableau présente six groupes de ratios dont quatre entrent pleinement dans le champ de notre étude. Il s'agit

- des ratios de performance, mesurant le rendement global des capitaux investis ;

- des ratios de valorisation, mesurant la valeur ajoutée du titre SONATEL sur l'activité de l'entreprise ;
- des ratios de rentabilité mesurant la profitabilité de l'activité en fonction du CA ;
- Des ratios de liquidité et d'endettement, mesurant le niveau d'endettement et de solvabilité.

Ce modèle d'évaluation de la performance financière offre des avantages en termes de suivi et de réajustement des objectifs opérationnels, d'évaluation des performances financière et opérationnelle. Ces avantages se justifient par le fait que le modèle pris dans sa globalité tel qu'appliqué à toute l'entreprise est un ensemble composé de plusieurs sous modèles existants dans chaque centre de responsabilité. Mais une évaluation des performances financières sur l'année suivant ce modèle et plus particulièrement suivant les indicateurs qui y sont utilisés présenterait un intérêt certain.

Connaissant les objectifs de rentabilité, il serait donc temps d'évaluer le niveau de rentabilité, la performance boursière, le feed-back du marché.

2-2 PRESENTATION DES RESULTATS DE L'ETUDE

L'étude que nous avons menée est fondée sur des données comptables (historiques), tirées des rapports annuels de la SONATEL depuis sa première cotation jusqu'au 31 décembre 2004, seules informations disponibles lors de notre séjour dans cette entreprise. Il s'agira dans un premier temps de calculer et de comparer les valeurs d'un certain nombre d'indicateurs ayant trait aux notions de rentabilité économique, financière et du feed-back client d'une part, de rentabilité boursière, de valeur de marché de l'entreprise et de capacité à générer de la valeur pour les actionnaires comparativement à d'autres opérateurs du même secteur. D'autre part, nous calculerons suivant l'approche par les fonctions scores la probabilité de faillite de la SONATEL.

2-2-1 RENTABILITE ECONOMIQUE, FINANCIERE ET FEED-BACK CLIENT :

Cette partie sera scindée en deux autres. Une présentation des résultats d'évaluation de la croissance et de la rentabilité économique et financière, et une présentation des résultats d'évaluation du feed-back client.

2-2-1-1 Croissance et rentabilité financière de la SONATEL :

Bon nombre d'indicateurs sont utilisés pour le suivi de la croissance et de la rentabilité d'exploitation. Seuls ceux observés dans le tableau suivant ont été retenus dans le cadre de notre étude. Il s'agit notamment de quelques indicateurs de performance (Retour sur fonds propres, RAA, RAA/investissements, RAA/Actif total), de rentabilité (RAA, résultat net), de liquidité et d'endettement (Dettes financières/Fonds propres).

Tableau 4 : Variation des indicateurs de performance financière par rapport à l'année précédente et aux standards SONATEL.

Indicateurs	Formule de calcul	Résultats	Variations			
		2003	Standard Sonatel	2004	/* à l'année précédente	/ au Standard
Retour sur fonds propres	Résultat net / capitaux propres avant distribution des dividendes	24,90%	36,8%	30,65%	+23,09%	-37,25%
Résultat Avant Amortissement		123,094	63%	153,444	+24,65%	-60,87%
Résultat net	Résultat net comptable	56,143	22,52%	82,437	+46,83%	108%
Rentabilité des investissements	RAA/Investissements	2,46	43,32%	2,69	9,35%	159%
Capacité de remboursement à partir des fonds propres	Dettes financières/Fonds propres	0,225	0,853	0,187	-0,168	-119,6
Rentabilité économique	RE -IS/AE	28,74%		19,19%	-80,81%	

Source : nous mêmes. Données calculées à partir du Panorama, du Rapport financier et du Tableau de bord DFC 2004.

▪ ***Le Retour sur fonds propres***

Le Retour sur capitaux propres est un indicateur de performance qui mesure la rentabilité des capitaux propres. Il est de 30,65% en 2004 soit en augmentation de 23,09% par rapport à l'année précédente et en baisse de 37,25% par rapport au standard d'évaluation SONATEL. Ceci traduit une amélioration du niveau de rendement des actionnaires par rapport à 2003. Elle pourrait se justifier par une forte capacité bénéficiaire, elle-même soutenue par une forte profitabilité des services fournis par la SONATEL.

▪ ***Le Résultat Avant Amortissement (RAA)***

C'est un ratio de mesure de rentabilité d'une part, et d'autre part de création de richesses. Il mesure la capacité de l'entreprise à financer ses investissements en biens durables (immobilisations) et son besoin en fonds de roulement sans appel à des fonds extérieurs.

Sa valeur est de 153,444 Milliards de F CFA en 2004. Il est en progression de 24,65% par rapport à l'exercice 2003 et de -60,87% par rapport au standard d'évaluation SONATEL. La croissance par rapport à l'année précédente pourrait se justifier par le fort taux de rentabilité des capitaux propres dans un premier temps, et par la bonne rentabilité des investissements avec un taux des capitaux engagés en 2004 de 26,17% contre 21,02% en 2003.

▪ ***Le Résultat Net***

Il est de 82,437 Milliards et croît de près de 47% par rapport à 2003 et représente 32,68% du chiffre d'affaires. Ce niveau de résultat est expliqué conjointement par la forte croissance du chiffre d'affaires et la maîtrise grandissante des coûts d'exploitations de l'entreprise. Il est la traduction d'une grande capacité de croissance de la société, mais aussi de son aptitude à satisfaire ses partenaires financiers en général et des actionnaires en particulier.

▪ ***Rentabilité des Investissements***

Elle est de 2,69 en 2004. Ce qui représente un RAA 2,69 fois supérieur au niveau d'investissement. Elle est en croissance de 9,35% par rapport à l'année 2003. Ce qui représente une très forte croissance en ce qui concerne le modèle d'évaluation SONATEL. L'évolution par rapport à l'exercice précédent se justifie par une bonne rentabilité des capitaux investis +27,02% par rapport à l'année 2003.

▪ **Rentabilité économique**

Elle est de 19,19% et est en forte baisse par rapport à l'année précédente de 80,81%. Cette forte baisse pourrait s'expliquer par une baisse de la profitabilité des produits SONATEL ou encore par une baisse du volume des ventes.

▪ **Capacité de Recouvrement des dettes financières**

Elle est de 0,187 en 2004 contre 0,225 l'année précédente. Elle est en baisse de 0,168 année, soit 02 mois. Elle est largement en dessous des standards de la SONATEL et même des standards en finance (<3 ou 4 ans). Cette « bonne » capacité de couverture des dettes est générée par un bonne croissance du RAA, combinée à la baisse de la dette financière en 2004, du fait du remboursement par anticipation du prêt SONATEL Mobile dont le montant est de 1,8 milliards F CFA (Rapport annuel SONATEL 2004, P14).

Tous les indicateurs analysés ci-dessus sont à la hausse par rapport à l'année 2003, ce qui montre une solide rentabilité économique et financière de cette entité. Il conviendrait maintenant d'évaluer sa capacité à satisfaire le client.

2-2-1-2 Feed-back client:

Il s'agit ici de répondre à la question de savoir comment le niveau de satisfaction des clients de la SONATEL se répercute sur son activité. Pour répondre à cette question, nous avons sélectionné un certain nombre d'indicateurs pouvant nous permettre de nous prononcer à ce sujet. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 5 : Variations des indicateurs feed-back clients

Indicateurs	Formules	Variations		
		2003	2004	Variations%
CA	Somme des revenus de l'activité commerciale	195,621	252,263	28,95%
EBITDA		123,094	153,444	24,66%
RE	EBE- (Amort&prov+reprises prov.)	85,211	116,491	36,71%
Niveau de Valeur commerciale généré	Capitalisation boursière/CA	4,38	3,98	-9,1%
Return on Assets	RAA/Actif total	0,29	0,31	6,89%

Source : nous mêmes

▪ **Chiffre d'affaires :**

Il est de 252,263 milliards en 2004 soit en nette progression de 28,95% par rapport à l'année précédente. Il est largement au dessus des objectifs de chiffre d'affaires consolidés du groupe (213 milliards). Il peut être justifié par l'adéquation des produits aux besoins des clients d'une part et le volume des services vendus compte tenu des coûts au consommateur relativement faibles, la SONATEL utilisant sa position de quasi monopole pour pratiquer une politique de coût très attractive.

▪ **L'EBITDA:**

Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, c'est un ratio qui mesure la capacité à générer de la valeur d'exploitation. Il est comparable à l'EBE dans le système comptable SYSCOHADA.

Il est de 153,444 milliards de FCFA en 2004 soit en augmentation de 24,66% par rapport à l'année 2003. Ceci représente une croissance considérable de la capacité de la SONATEL à générer de la valeur.

▪ **Le Résultat d'Exploitation :**

Il se situe à 116,491 milliards et est en croissance de 36,71% en 2004 par rapport à l'année 2003. Son fort taux de croissance résulte de la bonne croissance de l'EBE (24,55%) et une baisse des dotations (-5%).

▪ **Taux de valeur commerciale générée**

Il est de 3,98 en 2004 contre 4,38 en 2003 soit en baisse de 9,1%. Cette baisse représente une évolution favorable ; la capitalisation boursière ne représentant plus que 3,98 fois le chiffre d'affaire contre 4,38 fois l'année précédente. Ceci se traduit par une relative hausse du chiffre d'affaires (fixe +11%, mobile +46%).

▪ **Retour sur Actif (ROA)**

IL est de 31% en 2004 contre 29% en 2003. Soit en augmentation de 6,89% par rapport à l'année précédente. Cette augmentation par rapport à l'année précédente se justifie elle aussi par la bonne croissance du RAA.

2-2-2 RENTABILITE BOURSIERE ET VALEUR DE MARCHÉ :

Nous nous pencherons dans cette sous partie sur la capacité de la SONATEL à générer de la valeur pour les détenteurs de titres en terme de niveau de création de valeur économique de l'entreprise (EVA) d'une part, et d'autre part en terme de rendement de l'action SONATEL, de sa performance boursière et de sa valeur de marché. Les résultats sont présentés dans le tableau de la page suivante.

Tableau 6 : Variation indicateur de performance boursière SONATEL.

Indicateurs	Formule de calcul	Résultat		
		2003	2004	Variation
<i>EVA en % des capitaux engagés</i>	EVA / Capitaux Engagés	8,02%	11,26%	+ 40,40%
<i>Rentabilité boursière.</i>	BPA/cours de l'action	24,93%	21,18%	-15,04%
<i>Dividende net par action</i>	Dividende net total à payer / nombre d'actions	3960 F CFA	5085 F CFA	+1125 F CFA
<i>Performance boursière</i>	$(P_{t+1} - P_t + \text{Dividende})/P_t$	-9,42%	74,96%	895,75%
<i>Taux de distribution</i>	DPA/BPA	70,53%	66,63%	-5,52%
<i>Valeur de marché (V_{to} en milliard)</i>	$V_{t_0} = C_{t_0} + \sum = \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$	643,42	806,09	25,28%

Source : Nous mêmes

▪ *L'EVA*

La Valeur économique créée en pourcentage des capitaux engagés est de 11,26% en 2004. Soit en augmentation de 40,4% par rapport à l'année 2003. Cette forte augmentation est due à une forte rentabilité des capitaux propres, ce qui pourrait traduire une forte profitabilité des produits et services offerts par la SONATEL (+ 22% de Valeur ajoutée par rapport à 2003). Cette forte augmentation pourrait aussi s'expliquer par une plus grande maîtrise des charges d'entreprise et un coût moyen pondéré des capitaux inchangé par rapport à l'année précédente.

▪ *La Rentabilité Boursière*

Elle est le rapport du bénéfice par action sur le cours de l'action. Ce rapport mesure la rentabilité du BPA par rapport au cours de l'action à une date précise en l'occurrence celle du 31 décembre. La rentabilité de l'action SONATEL est de 21,18% en 2004 contre 24,93% en 2003. Soit en baisse de 15,04%. Ce qui représente une contre performance de près de 15,04%. Cette contre performance s'explique par la forte croissance de la valeur du titre SONATEL au

31 décembre (+53,21%) contre une croissance moins importante du bénéfice par action (+35,92%).

▪ ***Le Dividende net Par Action***

Il est de 5085 francs CFA en 2004 contre 3960 francs CFA en 2003 soit en nette augmentation de 1125 francs CFA ce qui représente une variation en pourcentage de l'ordre de 28,40%. Cette augmentation traduit un revenu plus élevé pour les détenteurs d'actions Sonatel, conséquence d'une plus grande valeur économique créée durant l'exercice.

▪ ***Le Taux de distribution***

Il exprime bien l'arbitrage entre distribution des bénéfices aux actionnaires et rétention en réserve par l'entreprise. Il est de 66,63% en 2004 et de 70,53% en 2003 soit en régression de 5,52%. Ce qui pourrait traduire une politique d'affectation du résultat aux réserves plutôt qu'à la rémunération des actionnaires. Mais compte tenu du faible taux de variation il serait assez précipité d'affirmer que la SONATEL adopte une politique de réserve plutôt que de création de valeur pour l'actionnaire.

Mais d'autre part, la baisse de cet indicateur traduit tout de même le fait que la SONATEL en 2004 a distribué un montant de dividende en réalité inférieur à ce qui devrait être distribué compte tenu de la croissance de la valeur de son titre et du niveau de bénéfice réalisé.

▪ ***La Performance Boursière***

Elle est historique, elle représente comme le dit Vernimmen, l'accroissement de la valeur d'un investissement que cela se traduise par des gains encaissés ou des plus values non réalisées. Elle varie de +74,96% en 2004, contre -9,42% en 2003 par rapport à 2002. Soit une croissance exponentielle de 895,75% sur les deux années. L'augmentation de 2004 est due à la croissance de la valeur du titre SONATEL par rapport à 2003 de +53,21%, combinée à celle du dividende +28,40%.

▪ *La valeur de marché*

Calculée suivant le modèle EVA de J.M. Stern et G.B. Stewart, elle représente la projection (suivant le coût du capital et la valeur ajoutée économique) de la perception qu'ont les agents économiques de la SONATEL.

Elle est de 806,09 milliards en 2004. Elle connaît une assez forte croissance par rapport à l'année 2003 (25,28%). Croissance soutenue par celle de l'EVA et la stagnation du coût du capital.

A la présentation des résultats, la SONATEL est une société génératrice de valeur en 2004 et performante sur le plan boursier. Ceci semble se préciser à l'observation de sa valeur de marché en constante croissance, ce qui participe de son objectif de notoriété et de valeur référence de la BRVM.

2-2-3 L'EVALUATION DES CHANCES DE FAILLITE ; L'APPROCHE PAR UN MODELE DE TYPE FONCTION SCORE

Les modèles basés sur des fonctions scores ont pour caractéristique d'évaluer la performance financière d'une entreprise par l'estimation de ses chances de faillite.

Dans le cadre de notre étude nous n'avons pas appliqué toutes les fonctions scores existantes au cas de le SONATEL. Nous nous sommes limités à l'application du modèle d'Altman, parce que pouvant être aisément appliqué compte tenu de la disponibilité des informations nécessaires à son application.

Le modèle d'Altman est composé des indicateurs suivants :

$X_1 = \text{Fonds de roulement} / \text{Actif total}$

$X_2 = \text{Bénéfices non repartis} / \text{Actif total}$

$X_3 = \text{Bénéfice avant intérêts et impôts} / \text{Actif total}$

$X_4 = \text{Valeur en bourse des actions} / \text{Total dettes}$

$X_5 = \text{Chiffre d'affaires} / \text{Actif total}$

Dans le cas de la SONATEL, nous aurons les indicateurs ont les valeurs suivantes:

$X_1 = 0,109 ; X_2 = 0,167 ; X_3 = 0,231 ; X_4 = 18,206 ; X_5 = 0,512$

La fonction score est libellée ainsi ;

$$Y = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + X_5$$

Ce qui revient à $Y_s = 1,2(0,109) + 1,4(0,167) + 3,3(0,231) + 0,6(18,206) + 0,512$

Nous obtenons donc $Y_s = 12,5625$

La grille d'évaluation de cette fonction est la suivante :

- $Y \geq 2,99$; l'entreprise est saine
- $Y < 1,81$; l'entreprise est potentiellement en défaillance (insolvabilité, difficultés financières graves, faillite)
- $1,81 \leq Y < 2,99$; difficile de se prononcer, des recherches additionnelles s'imposent.

$$Y_s = 12,5625 > 2,99$$

Ce qui implique que la SONATEL est une société saine, dont on pourrait penser qu'elle soit encore loin de la faillite.

Les résultats de notre étude révèlent de prime abord une bonne rentabilité économique et financière de la SONATEL, un degré de satisfaction des clients marqué par la croissance des indicateurs de marché, une bonne rentabilité boursière et par ailleurs un risque très faible de faillite. Après avoir exposé les résultats de notre étude, il conviendrait de les analyser.

CHAPITRE III : ANALYSES ET RECOMMANDATIONS

Ce chapitre est consacré aux analyses des résultats de notre étude présentés plus haut. Le but ultime étant une explication par des indicateurs, des différents piliers de la performance financière de la SONATEL à savoir : la rentabilité économique et financière, la rentabilité boursière, et le feed-back client, cette dernière composante exprimant ainsi la capacité pour la société à se maintenir durablement sur ce marché malgré la forte concurrence. Ces analyses s'appuieront par ailleurs sur une comparaison par rapport à d'autres opérateurs des télécommunications dans le monde.

3-1 ANALYSES DES RESULTATS :

3-1-1 LA RENTABILITE ECONOMIQUE ET FINANCIERE :

Il s'agira d'analyser ici la rentabilité économique et la rentabilité financière.

3-1-1-1 La rentabilité économique :

Elle est de 19,19% en 2004. Elle représente la valeur nette générée par le cœur de métier de la SONATEL. Elle est positive et en baisse de plus de 80% par rapport à l'année précédente. Etant donné que la rentabilité économique peut être perçue comme la composition du taux de marge brute et du ratio des capitaux propres engagés. Son analyse nous amène donc à nous pencher sur ces composantes.

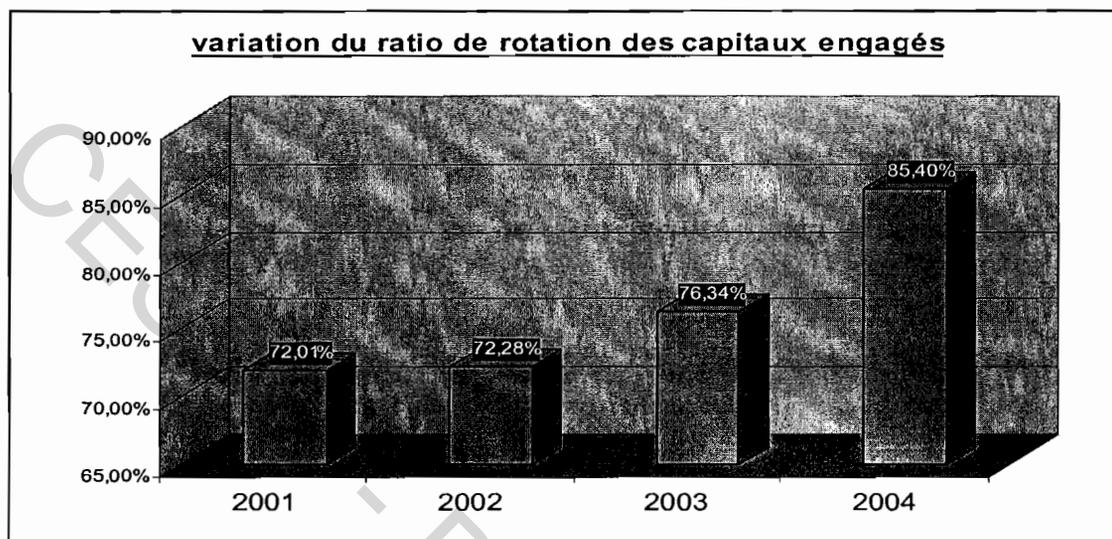
3-1-1-2 Le taux de marge brute

Il est de 22,63% en 2004 contre 39,90% en 2003 soit en baisse de 43,28%. Une telle baisse du taux de marge brute s'explique par une baisse de la profitabilité des produits SONATEL. La SONATEL semble donc avoir entrepris une politique de baisse du coût au consommateur, ce qui réduit considérablement la profitabilité de ses produits, en mettant plutôt l'accent sur les volumes de consommation.

3-1-1-3 Le ratio de rotation des capitaux engagés

Ce ratio représente le niveau de capitaux effectivement utilisés dans l'activité d'exploitation durant l'exercice. La figure qui suit illustre son évolution durant les quatre derniers exercices.

Figure 16 : Variation du ratio de capitaux engagés.



Source : nous mêmes à partir des rapports annuels SONATEL

La rotation des capitaux engagés est de 85,40% en 2004 et est la plus élevée sur les quatre derniers exercices de la SONATEL tel qu'illustré sur le graphique ci-dessus. Le niveau de ce ratio révèle une plus grande activité et confirme la baisse de la profitabilité des produits de la SONATEL au profit des volumes des ventes. Mais il convient d'analyser la rentabilité financière pour avoir une idée de la pertinence de cette politique.

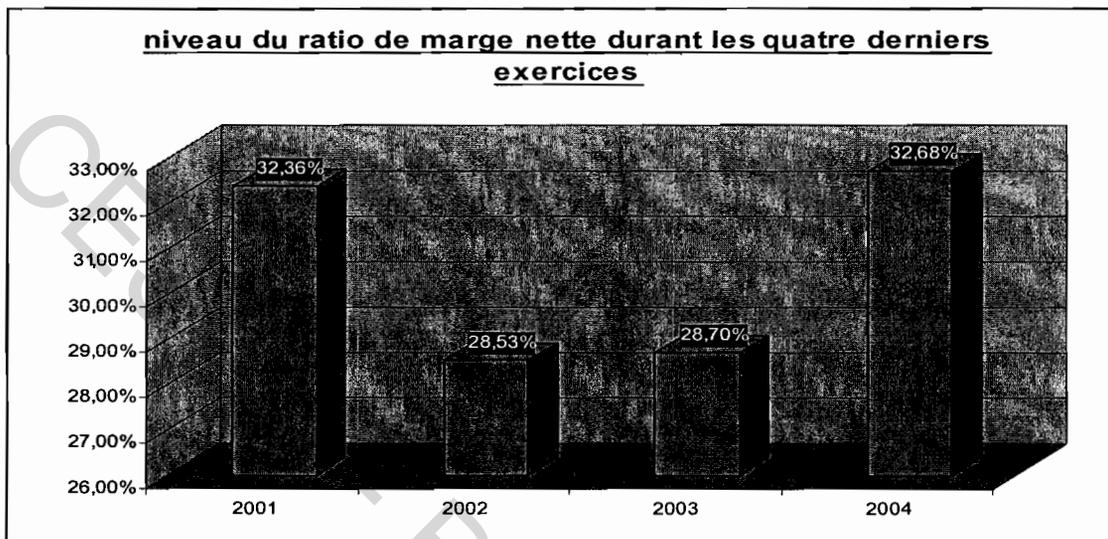
3-1-2 LA RENTABILITE FINANCIERE (RETOUR SUR FONDS PROPRES)

Elle est de 27,91% en 2004 contre 21,91% en 2003 soit en nette augmentation de 27,38%. Cette augmentation peut être justifiée par une bonne performance des ratios de marge brute, d'efficacité productive et la politique d'endettement en terme de taux d'endettement pratiqué, qui la composent.

3-1-2-1 Le ratio de marge nette

C'est le rapport entre le résultat net sur le chiffre d'affaires. Son évolution durant les quatre derniers exercices se présente comme suit :

Figure 17 : Niveau de la marge net sur les quatre dernière années.



Source : nous mêmes à partir des rapports annuels SONATEL

Il est de 32,68% en 2004 et en nette évolution par rapport à 2003 (13,86%). Hausse qui trouve une explication peut être pas dans la haute profitabilité des produits SONATEL, mais plutôt dans le volume très élevé de produits et services vendus et la baisse du coût de production et des charges de distribution.

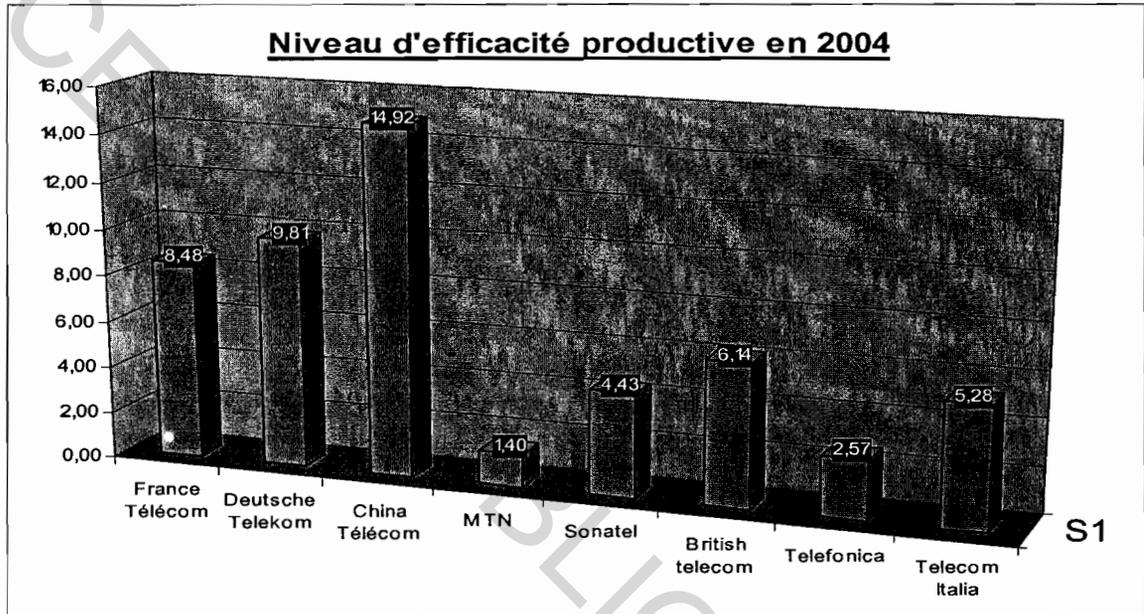
3-1-2-2 L'efficacité productive

C'est un indicateur qui mesure les capitaux générés par chaque franc investi. Il s'obtient par le rapport des capitaux investis et du chiffre d'affaires. Il traduit par ailleurs la justesse des choix d'investissement et la capacité des dirigeants à optimiser leur appareil de production. La valeur de ce ratio en ce qui concerne la SONATEL est de 4.43. Ce qui veut dire en fait que 1 franc CFA investi génère 4.43 francs CFA de chiffre d'affaires.

Dans une analyse focalisée sur la SONATEL on pourrait penser à juste titre que ce niveau d'efficacité productive est satisfaisant. Il conviendrait donc de le compare à celui d'autres opérateurs de télécommunications dans le monde. Nous illustrons cette évaluation par un

graphique mettant en exergue l'efficacité productive de la SONATEL dans un panel d'opérateurs de télécommunication qui n'ont peut être pas la même taille que la Sonatel, mais qui ont certaines caractéristiques en commun avec la SONATEL telles : la licence complète (fixe, mobile, Internet, transfert de données), la présence sur le marché financier, une forte histoire avec leur Etat de siège respectif et notamment la participation de ces derniers au capital, leur leadership respectif au niveau des marchés étatiques dont ils sont originaires.

Figure18 : Evaluation de l'efficacité productive de la SONATEL



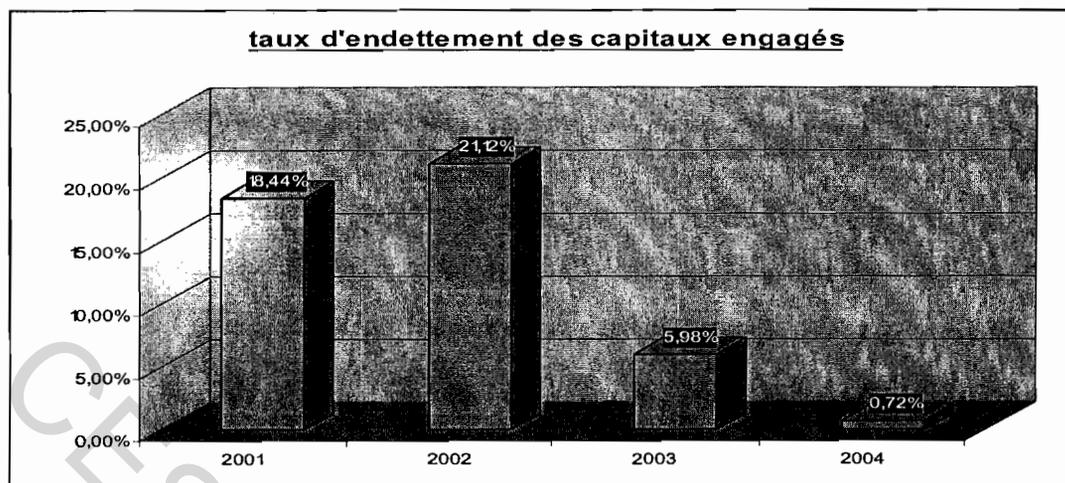
Source : nous mêmes, à partir des rapports annuels des différent opérateurs

Comparativement aux autres opérateurs (China Telecom 14.92, Deutsche Telekom 9.81, France Télécom de 8.48), le niveau d'efficacité productive de la SONATEL (4,43) reste certes satisfaisant sur le marché africain, mais pas dans le monde. Le dynamisme des économies Chinoise et Allemande en 2004, leur présence sur plusieurs marchés dans plusieurs pays (DT présent dans 28 pays) et leur taille (C.T. 25 filiales en Asie) justifient la forte efficacité productive de ces opérateurs. Ce qui dénote une certaine inertie de l'économie Sénégalaise.

3-1-2-3 Le taux d'endettement

Il représente le coût des capitaux engagés. Il est à son plus bas niveau en 2004 tel qu'illustré dans le graphique suivant

Figure 19 : Taux d'endettement des capitaux engagés



Source : nous mêmes, à partir des rapports annuels SONATEL

Il ressort donc de l'analyse de trois composantes de la rentabilité financière que son bon niveau de performance se justifie par la combinaison d'un croissance du ratio de marge nette, de la croissance de l'efficacité productive et enfin d'un faible niveau de rémunération des capitaux engagés.

D'autre part la baisse de la rentabilité économique par rapport à l'exercice 2003 dû à l'application d'une politique de réduction du coût au consommateur n'a pas empêché que la SONATEL soit financièrement rentable en 2004.

3-1-2 LE FEED-BACK CLIENT

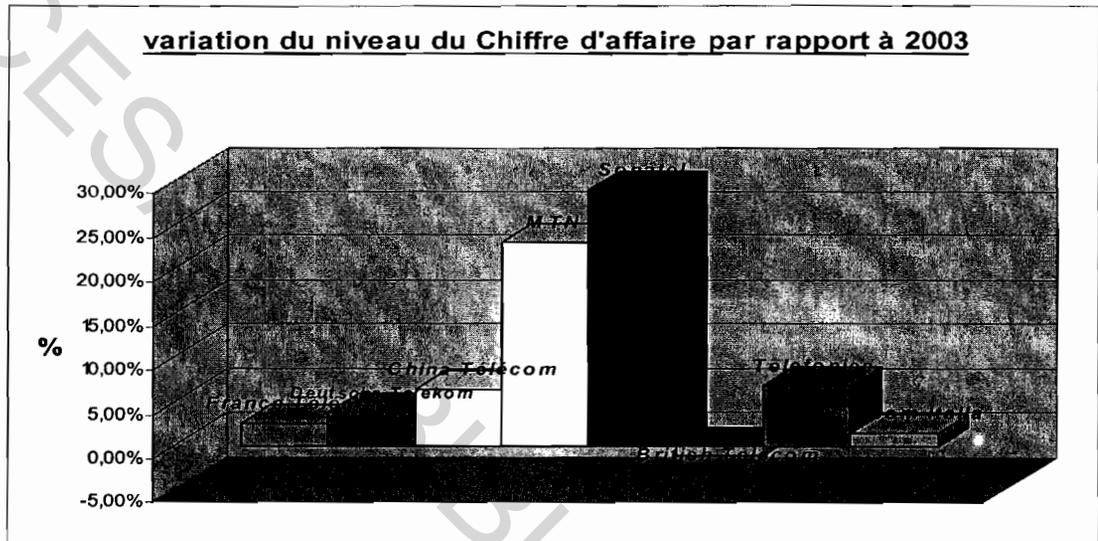
De l'analyse de l'efficacité productive, il apparaît que le niveau de performance financière de la SONATEL est lié au dynamisme de l'économie Sénégalaise en général et du marché des télécommunications en particulier, mais aussi surtout du positionnement de la SONATEL sur ce marché. De ce fait, une analyse du feed-back client passe par l'analyse d'indicateurs tels : le CA, l'EBITDA, la valeur commerciale, révélant le dynamisme commercial de cette structure.

3-1-2-1 Le Chiffre d'affaires

Il est en croissance de 28,95% en 2004 par rapport à 2003. Cette croissance est soutenue par celle du CA de l'activité du mobile (+46%), et celle du fixe (+11%). La SONATEL réalise ainsi en 2004 un très bon niveau de croissance, surtout dans le secteur du mobile. Le chiffre

d'affaires étant un indicateur de croissance. La forte croissance de cet indicateur révèle le niveau d'influence qu'a la SONATEL sur son marché et par ricochet ses potentielles perspectives d'extension. En effet la SONATEL est leader en 2004 dans les différents secteurs de son activité. Elle détient le monopole du fixe et du transfert de données et 70% des parts de marché du mobile. Cette variation comparée à celles d'autres opérateurs pourrait nous permettre de prolonger notre analyse.

Figure20 : Evaluation du niveau du CA de la SONATEL



Source : nous mêmes, à partir des rapports annuels des différents opérateurs.

A la vue de ce schéma, nous pouvons observer que le chiffre d'affaires de la SONATEL connaît la plus forte croissance sur le panel d'entreprises des télécommunications constitué. Avec un taux de croissance de près de 30% par rapport à l'année 2003, suivi de MTN à plus de 20% de variation du Chiffre d'affaires.

Les autres opérateurs des télécommunications notamment les opérateurs Européens ont une variation du chiffre d'affaires nettement inférieure au taux de croissance mondial du secteur en 2004 (11,9%)⁵. Elle n'excède pas la barre des 6%. Il est de même pour l'opérateur asiatique China Telecom.

Ceci ne veut en aucun cas dire que ces opérateurs ne jouissent pas d'une certaine influence sur leur marché respectif, mais plutôt que ces marchés semblent saturés n'offrant plus de réelles

⁵ IUT news, www.iut.int.com, janvier 2006

opportunités de croissance à la différence du marché africain, compte tenu des grandes opportunités de croissance qu'offre ce marché. Ce qui semble garantir aux deux opérateurs Africains du panel un certain niveau de rentabilité commerciale leur permettant d'avoir une assise financière devant leur assurer leur croissance. Une analyse de l'EBITDA apporterait un plus grand éclairage en matière de rentabilité opérationnelle et de feed-back client de la SONATEL.

3-1-2-2 L'EBITDA

Il croît de 26,44% en 2004 et représente la valeur opérationnelle générée par la SONATEL par rapport à l'exercice précédent.

Un tel niveau de croissance de l'EBITDA se justifie soit par les opportunités de marché d'une part, soit par une forte profitabilité des services offerts sur ce marché d'autre part ou encore par une large gamme de services offerts. La deuxième hypothèse semble très peu probable, compte tenu de la politique de réduction du coût de consommation au client adoptée par la SONATEL. Les deux autres hypothèses sont vérifiées, la SONATEL étant le précurseur des nouvelles technologies en matière de télécommunications sur le marché sénégalais et dans la sous région ouest Africaine, via son partenaire stratégique France Télécom.

3-1-2-3 La valeur commerciale

Elle est de 3,98 en 2004 contre 4,38 en 2003 soit en baisse de 9,1%. Cette baisse représente une évolution favorable ; la capitalisation boursière ne représentant plus que 3,98 fois le chiffre d'affaire contre 4,38 fois l'année précédente. Ceci se justifie par une forte hausse du chiffre d'affaires du groupe (28,95%),

- suite à l'augmentation du nombre d'abonnés Sonatel Mobile (200.000 ; soit +66,67% par rapport à 2003) et les 72% (+150.000 abonnés en 2004) de parts de marché de la filiale malienne IKATEL S.A au Mali,
- à une plus grande plage de services offerts aux clients (ADSL, lignes Keurgui Khéweul, baisse des tarifs),
- au renforcement du partenariat avec les Télécentres et les clients Grands comptes⁶,

⁶ Clients Grands comptes = gros clients, notamment grandes entreprises et institutions.

- par une assez bonne rentabilité commerciale des services offerts par la SONATEL (+22% de valeur ajoutée d'exploitation) malgré la politique de coût au client.

De cette analyse, ressort que le feed-back client, défini comme un ensemble de ratios permettant de mesurer la répercussion du niveau de satisfaction des clients sur les performances commerciales de la SONATEL a pour principaux fondements

- le monopole de la SONATEL sur certains segments du marché des télécommunications au Sénégal tel le transfert de données, la téléphonie fixe et éventuellement l'accès à Internet, sa position prédominante sur son concurrent « TIGÖ » sur le secteur de la téléphonie mobile,
- la diversité des services offerts à ses clients,
- sa capacité d'innovation par rapport à ses concurrents du fait de son partenariat stratégique avec France télécom.

Après avoir analysé la rentabilité économique et financière, le feed-back client, il conviendrait de se pencher sur la rentabilité boursière.

3-1-3 LA CAPACITE A GENERER DES REVENUS POUR LES ACTIONNAIRES DE LA SONATEL

Il s'agira ici d'analyser la rentabilité boursière de la SONATEL suivant un ensemble d'indicateurs la composant, comparativement à d'autres opérateurs de télécommunications.

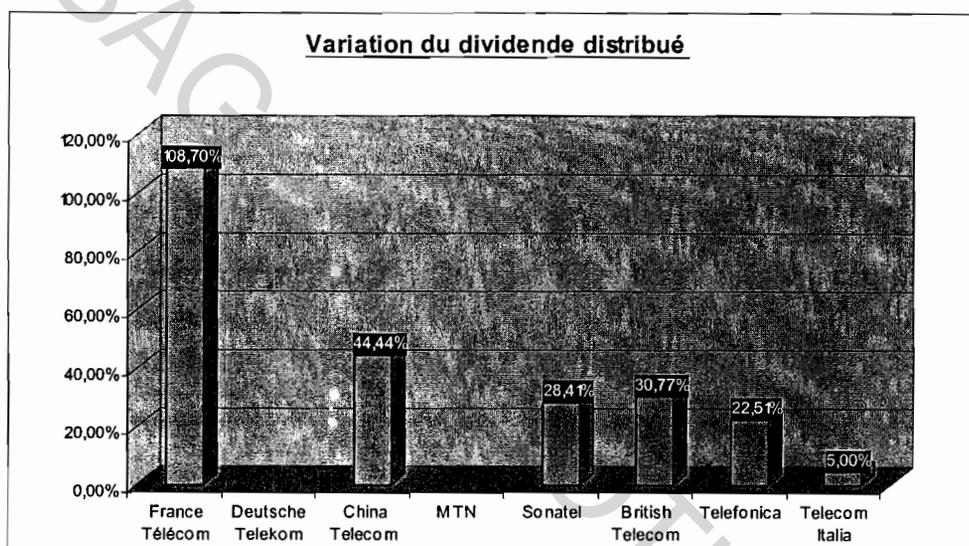
3-1-3-1 L'EVA

Cet indicateur est utilisé comme base de calcul dans la détermination de la valeur de marché de l'entreprise. Il représente la valeur de marché créée par rapport aux capitaux engagés. Il représente en valeur 33,5 milliards de FCFA en 2004 soit 11,25% des capitaux engagés. Il est en nette augmentation de 40,4% par rapport à l'exercice 2003. Il atteint ce niveau de performance suite à une bonne rentabilité des capitaux propres (30,65%), une bonne rentabilité des capitaux investis (26,17%) et un coût moyen pondéré des dettes financières inchangé par rapport à 2003 (13,27%).

3-1-3-2 Le niveau du dividende distribué

Il représente le niveau de revenu reversé au détenteur de titre SONATEL à la fin d'un exercice. Il dépend de la politique de distribution des dividendes adoptée par la SONATEL. Suivant la résolution 2 des annexes du rapport annuel ayant trait à la politique de distribution de dividendes, « l'intégralité des bénéfices de SONATEL SA est entièrement reversée aux détenteurs de titres ». La variation du dividende distribué est de 28,41% par rapport à l'exercice 2003. Cette bonne variation traduit effectivement l'application de cette politique de distribution des dividendes dite « attractive ». Une comparaison à d'autres opérateurs des télécommunications permet de mieux apprécier cette variation.

Figure 21 : Evaluation de la variation des dividendes distribués



Source : Nous mêmes, suivant Rapports annuels des différents opérateurs.

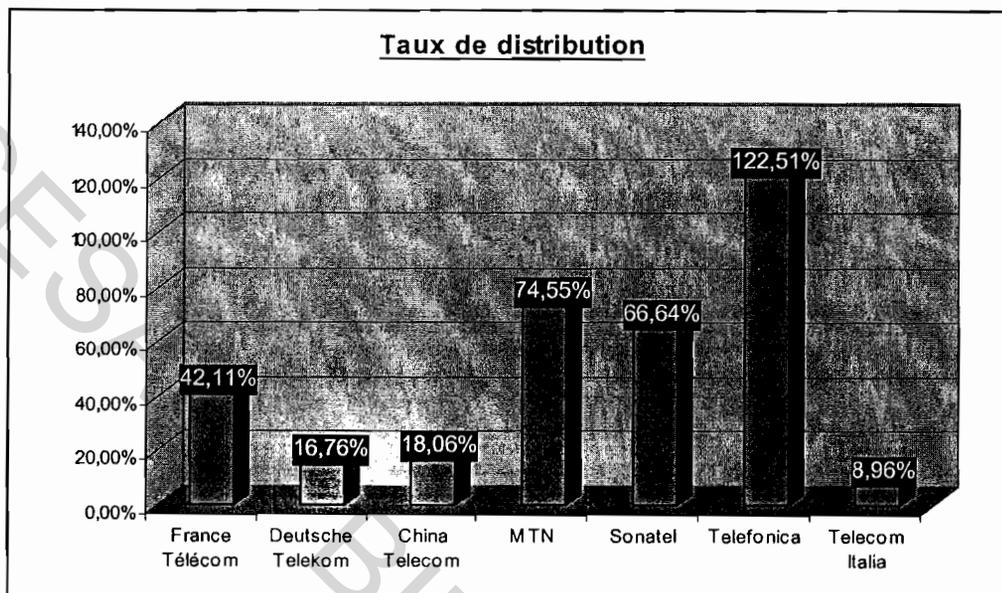
**Deutsche Telekom n'a pas distribué de dividendes en 2003. MTN dividende 2003 non communiqué.*

A l'observation de ce graphique, la variation du dividende distribué par la SONATEL est inférieure à celle de British Telecom 30,77%, à celle de China Telecom 44,44%, et près de quatre fois inférieure à celle de France Télécom, 108,7%. Ce graphique montre une assez bonne performance en terme de dividende distribué par la SONATEL, mais elle reste en dessous de celle de certains opérateurs qui, dans nos analyses précédentes semblaient opérationnellement moins rentables que la SONATEL en termes de croissance de l'EBITDA. Il se poserait donc la question de savoir si l'objectif de création de valeur actionnariale n'est pas primordial pour la SONATEL.

3-1-3-3 Le taux de distribution :

Il exprime bien l'arbitrage entre distribution des bénéfices aux actionnaires et rétention en réserve par l'entreprise. Il est mis en exergue dans le graphique ci dessous.

Figure 22 : Comparaison du niveau du Taux de distribution.



Source : Nous mêmes, à partir des rapports annuels des différents opérateurs.

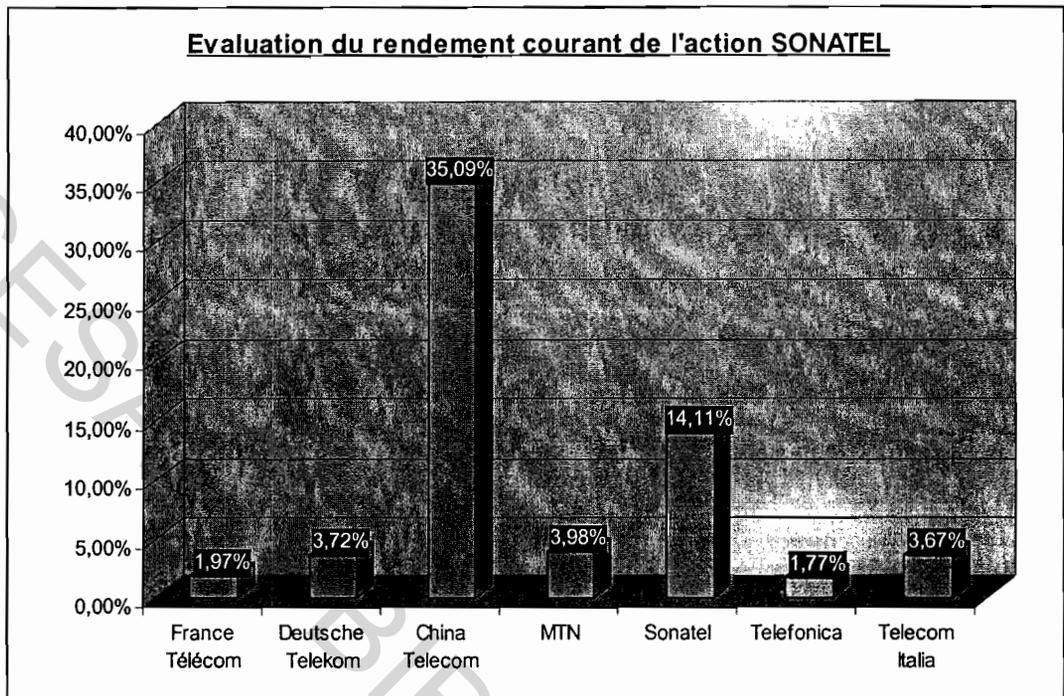
Le taux de distribution, c'est-à-dire la partie du bénéfice versée aux détenteurs de titres de la SONATEL est de 66,64%. Il est le plus élevé après celui de l'opérateur espagnol Telefonica 122.51% (ceci amène à penser que cette entreprise ait probablement puisé dans ses réserves pour rémunérer ses actionnaires, le taux de distribution étant supérieur à 100%), suivi de celui de MTN (74.55%). Ce graphique nous montre un très bon niveau de taux de distribution de la SONATEL. On pourrait donc logiquement penser que la SONATEL rentre largement dans le champ des entreprises qui font de la satisfaction de l'actionnaire leur cheval de bataille.

3-1-3-4 Le rendement courant de l'action :

Le rendement courant de l'action mesure le gain effectivement touché par l'actionnaire, les plus values restant potentielles tant que l'action n'est pas cédée. Il est de 14,11% en 2004. Il traduit en fait la part du dividende dans le cours de l'action. Il est en baisse par rapport à celui

de 2003 (16,85%) de 16,6%, du fait d'une plus forte croissance du cours de l'action SONATEL(54%) par rapport à celle du dividende distribué (28,4%).

Figure 23 : Rendement courant de l'action.



Source : Nous mêmes, à partir des rapports annuels d'activités 2004 des différents opérateurs

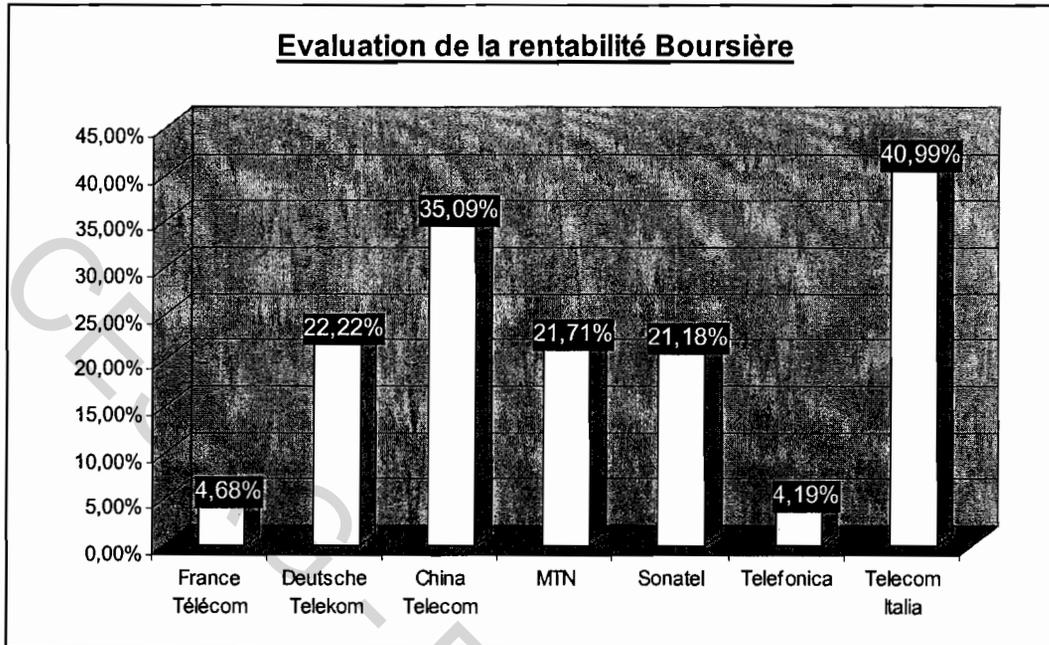
D'autre part, le rendement courant de l'action SONATEL (14,11%) est le meilleur après celui de la China Telecom (35,09%). Ces deux opérateurs sont d'ailleurs les seuls du panel à avoir un rendement courant de l'action de plus de 4%. Ceci montre et confirme un bon niveau de rémunération de leurs actionnaires en général et de ceux de la SONATEL en particulier. Ceci justifie le caractère attractif de la politique de distribution des dividendes évoqué plus haut.

3-1-3-5 La rentabilité boursière

C'est le rapport entre le BPA et le cours de l'action. Il permet de mesurer le niveau de valeur financière généré par une action à un moment t. le BPA distribué par la SONATEL en 2004 représente 21,18% du cours de son titre au 31 décembre 2004 contre 24,93% en 2003. Soit une contre performance de près de 15,04%. Cette relative « mauvaise », performance est due au fort taux de croissance du cours de l'action SONATEL (54%), comparativement à celui du bénéfice par action qui n'est que de 36%.

Par ailleurs, une évaluation suivant un référentiel externe, permettrait de mieux l'apprécier.

Figure 24 : Evaluation de la rentabilité boursière de la SONATEL.



Sources : Nous mêmes, à partir des rapports annuels des différents opérateurs.

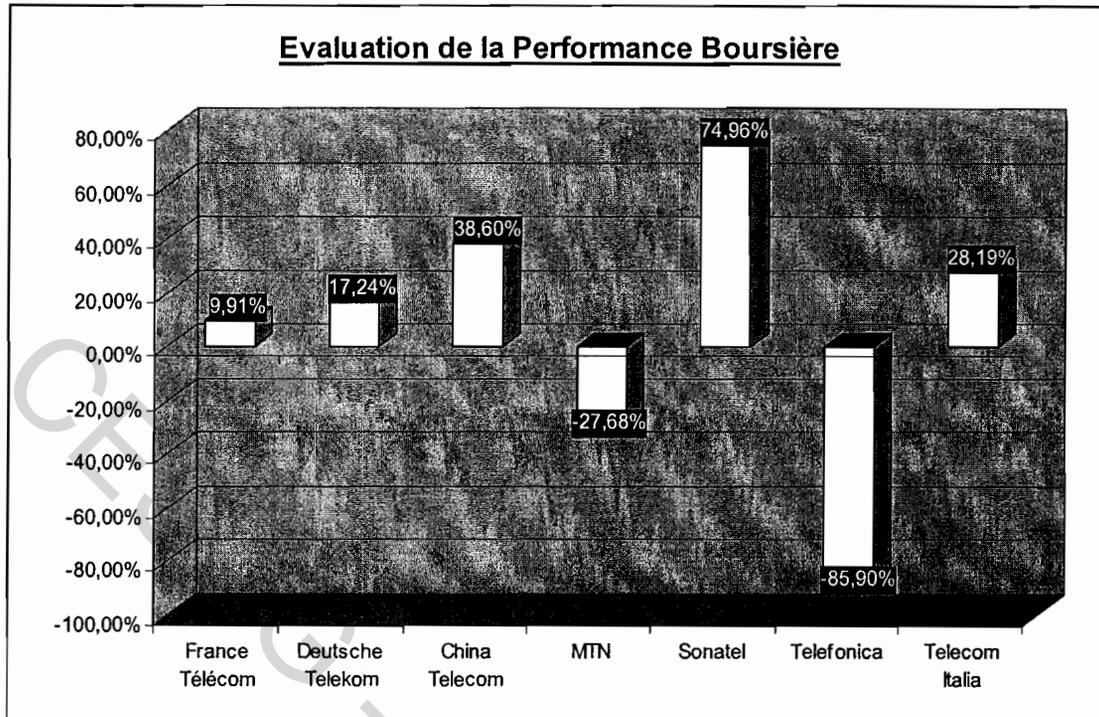
Bien que la rentabilité boursière de la SONATEL soit positive, elle est insuffisante comparativement à celle d'une grande partie des opérateurs présents sur le graphique ci-dessus. La rentabilité boursière s'obtenant par le rapport du bénéfice par action sur le cours de l'action.

Mais il convient de compléter cette analyse de la rentabilité boursière par une analyse de la performance boursière. La rentabilité boursière ayant un caractère figé, le bénéfice par action et le cours du titre étant des données du marché en un instant précis.

3-1-3-6 La performance boursière

La performance boursière contrairement à la rentabilité boursière offre la mise en perspective d'une durée d'investissement. Elle est exprimée dans ce graphique suivant le cours de l'action des différents opérateurs au 31 décembre 2003 et au 31 décembre 2004.

Figure 25 : Evaluation de la performance boursière de la SONATEL.



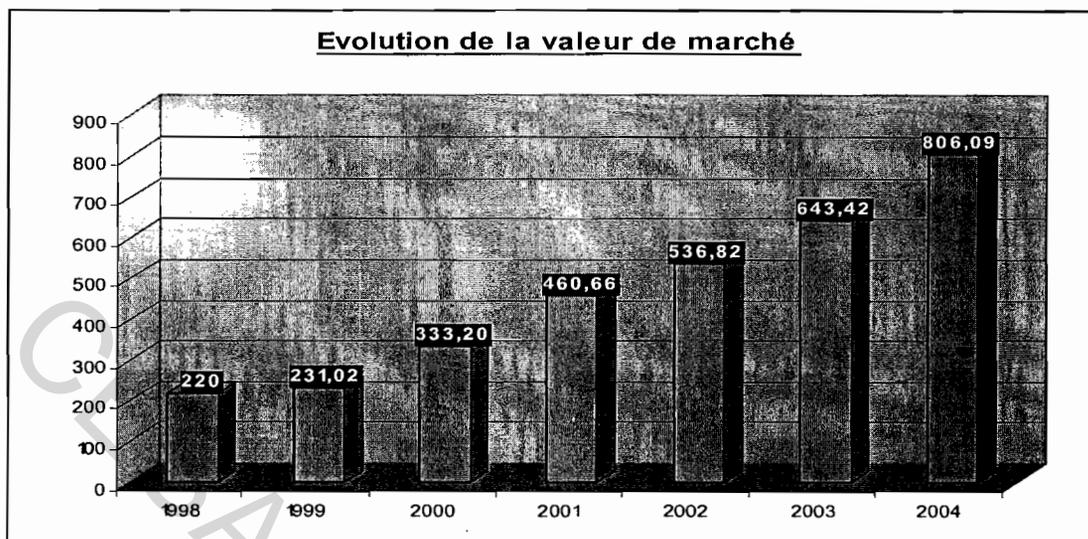
Source : Nous mêmes, à partir des rapports annuels d'activités 2003 & 2004 des différents opérateurs.

La performance boursière de la SONATEL est de 74,96%. Elle est de loin la plus élevée, représentant près de deux fois celle de China Telecom, la meilleure performance boursière suivante. Ce qui veut dire en fait que le titre SONATEL dans des conditions identiques à celle de 2003 et 2004 offre la meilleure rentabilité dans le temps, par rapport aux autres opérateurs des télécommunications présents dans ce panel. La performance boursière étant la traduction par des gains sur des titres financiers encaissés ou des plus values générées par un investissement, ce graphique nous montre que les détenteurs de titres SONATEL sont les mieux rémunérés dans le temps, du moins en ce qui concerne le référentiel choisi.

3-1-3-7 La valeur de marché

Elle est déterminée à partir du modèle EVA de J.M Stern et G.B. Stewart. Elle est la valeur actuelle des EVA, résultat économique après rémunération des capitaux. Elle traduit la perception qu'ont les agents économiques des perspectives de performance de la SONATEL. Le graphique suivant présente son évolution depuis l'entrée en bourse de la SONATEL en 1998.

Figure 26 : Evolution de la valeur de marché de la SONATEL depuis sa première cotation.



Source : Nous mêmes à partir du rapport annuel 2004, zoom SONATEL 2006 de la BRVM

Ce graphique montre une valeur de marché de la SONATEL en croissance depuis sa première cotation, son plus fort taux de progression étant en 2004 (25,35%). Ce qui traduit la confiance grandissante qu'ont les opérateurs économiques de la sous région aux potentialités de croissance de la SONATEL.

Ceci confirme le succès de la politique de distribution des dividendes. D'autre part, la hausse constante du volume de transaction des titres SONATEL à la BRVM nous amène par ailleurs à penser que les détenteurs de titres sont satisfaits des revenus que génèrent leurs titres.

3-2 RECOMMANDATIONS

A l'issue des différents constats et conclusions auxquels nous sommes parvenus lors de notre étude, nous formulons les recommandations suivantes :

3-2-1 RECOMMANDATIONS PROPRES AU MODELE D'EVALUATION

3-2-1-1 Une centralisation des modèles d'évaluation :

Il existe plusieurs modèles d'évaluation de performance à la SONATEL. Bien que la performance soit pluridimensionnelle, il serait bienvenu de pouvoir les fédérer au niveau du service chargé du reporting financier en l'occurrence le SRI, en vue de faire ressortir au

mieux le niveau de performance de chaque dimension de l'entreprise, notamment au niveau des rapports annuels.

3-2-1-2 Un référentiel complémentaire

Le modèle d'évaluation de la performance financière de la SONATEL est un modèle avec triple référence :

- des standards historiques
- des standards externes
- des standards budgétaires

Mais une évaluation par rapport à d'autres entreprises du même secteur pourrait apporter une mesure plus complète de la valeur de la SONATEL sur un marché encore plus grand que le marché africain; le marché mondial des télécommunications. A cet effet, nous proposons un modèle d'évaluation dont les principales caractéristiques seront les suivantes :

○ L'objectif de l'élaboration du modèle :

La raison de l'élaboration de ce modèle de comparaison est la mise en relief des forces ou des faiblesses de la Sonatel par rapport à d'autres opérateurs de télécommunication. Dans la perspective de l'atteinte de cet objectif, Il s'avère nécessaire d'élaborer un ensemble d'indicateurs de comparaison clés.

○ Les caractéristiques du modèle d'évaluation :

Il s'agit d'un modèle d'analyse comparative. Il est en fait constitué d'un ensemble d'indicateurs de rentabilité opérationnelle, financière et boursière. Ils pourraient être de type classique (EBIDA, EVA, Dividendes distribués...) ou propres à l'activité des télécommunication (ARPU, Parc, interco...). Ils seront élaborés à base des informations opérationnelles, financières et comptables disponibles dans les rapports d'activités annuels des entités choisies.

○ La stratégie d'évaluation

La stratégie d'évaluation consistera donc à faire ressortir les variations des valeurs des indicateurs calculées pour les entreprises références. Les sociétés n'étant pas de mêmes tailles et n'évoluant pas sur un même marché, seule une comparaison par les variations des

indicateurs choisis nous semble pertinente. Cette étape se fera à l'aide de graphiques et de tableaux. Ensuite il s'agira de faire une analyse des résultats obtenus et de faire ainsi ressortir les bonnes et mauvaises performances de la SONATEL par rapport à ce modèle de référence.

3-2-1-3 Une révision des standards d'évaluation :

Certains standards d'évaluation SONATEL nous semblent inadapés au niveau d'activité de la SONATEL. L'évaluation par rapport aux standards SONATEL effectuée plus haut a fait ressortir des variations de niveau exponentiel, à la lumière de la variation du RAA/Investissements (+159%). Il serait donc souhaitable que dans le modèle d'évaluation à posteriori, les standards d'évaluation soient adaptés au niveau actuel de performance opérationnelle et financier de la SONATEL.

3-2-1-4 Intégration des indicateurs de mesure de la valeur de marché tel le MVA

En effet, la valeur de marché ne figure pas parmi les indicateurs d'évaluation de la santé boursière de la SONATEL. Ce qui à notre avis est un manque assez important au modèle d'évaluation de la SONATEL. L'importance de cet indicateur réside dans le feed-back qu'elle donne à l'entreprise en terme de niveau de confiance à elle accordé par les opérateurs économiques.

3-2-2 RECOMMANDATION PROPRE AU PROCESSUS FINANCE

3-2-2-1 Une meilleure politique d'endettement:

L'analyse de la capacité de recouvrement des investissements de la SONATEL révèle un très faible taux d'endettement. À cette analyse on pourrait objectivement penser que la SONATEL ne bénéficie pas de l'effet de levier dans le financement de ses investissements. Ce qui constitue un manque à gagner certain compte tenu de la très bonne performance financière dont jouit la SONATEL aujourd'hui d'une part et d'autre part quant à la pérennité de cette structure, notamment en ce qui concerne sa politique d'investissement.

3-2-2-2 Un plus grand volume des investissements

La SONATEL est une entreprise financièrement performante qui jouit d'une certaine confiance au niveau des institutions financières. Elle gagnerait donc à profiter largement de sa situation actuelle pour bénéficier d'un endettement à des taux préférentiels en vue de financer

un niveau d'investissements plus élevé et assurer ainsi l'atteinte de son objectif stratégique et un positionnement plus important sur le marché des télécommunications.

3-2-3 RECOMMANDATIONS LIÉES AU MARCHÉ

Cette étude, nous a permis de constater un niveau élevé de rendement des capitaux investis au courant des années 2003 et 2004. On pourrait penser de prime abord que ceci est dû à une très grande rentabilité des capitaux investis. D'autre part cet état des choses pourrait, ce qui nous semble plus probable, se justifier par le niveau très bas des investissements, compte tenu de situation de quasi monopole de la SONATEL. La SONATEL jouirait donc de sa situation de monopole pour assurer sa performance financière. La présence de concurrents sérieux pourrait donc compromettre l'image qu'a le marché de cette structure. Il serait donc plus prudent de mettre sur pied de réels outils permettant d'asseoir sa performance financière sur le client, véritable capital de l'entreprise.

Conclusion

Cette deuxième partie nous a permis d'appliquer les notions préalablement abordées dans la première. A savoir: l'évaluation propre de la performance financière de la SONATEL, en terme de rentabilité financière, de feed-back client et de performance boursière. De Cette évaluation, il ressort que la SONATEL est une entreprise financièrement rentable et jouissant d'une bonne performance boursière.

CONCLUSION GENERALE

L'évaluation de la performance financière de la SONATEL dont les résultats constituent l'objet de ce document nous a, dans un premier temps, amené à comprendre les contours de la notion de performance. Puis nous nous sommes penchés sur la notion au centre de notre étude, à savoir la performance financière. Une application de l'évaluation de cette dernière a nécessité au préalable une prise de connaissance de la SONATEL, entité à la quelle s'est appliquée cette étude, et des service en charge de l'évaluation de la performance financière. Les outils utilisés durant cette étude sont principalement des entretiens, avec les responsables des différents centres de responsabilité rattachés à ce processus, et une analyse des documents internes disponibles notamment des rapports annuels.

Il apparaît à la fin de cette étude que la SONATEL dispose d'une assise financière lui permettant aussi bien de développer ses activités et de croître, que d'atteindre l'objectif stratégique que ses dirigeants se sont fixés, à savoir faire de la SONATEL « l'entreprise qui change l'image des entreprises Africaines ».

Compte tenu d'un certain nombre de contraintes liées à la réalisation de ce travail, nous ne pouvons prétendre avoir couvert en totalité les aspects liés à la performance financière de la SONATEL, leader sous régional et première valeur boursière de la BRVM.

D'autres parts, la SONATEL dispose en son sein d'un modèle d'évaluation de la performance financière que nous pensons pourrait être amélioré, par une confrontation de son niveau de performance à celui d'autres opérateurs du même secteur.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

1. ALAZARD Claude ; SEPARI Sabine (2001), « *Contrôle de gestion DECF : manuel et application : DECF épreuve N°7* », 5^{ème} édition, Editions Dunod, Paris, P.7.
2. CABY Jérôme ; HIRIGOYEN Gérard, (2001), « *La création de la valeur de l'entreprise* », 2^{ème} édition, éditions Economica, Paris P. 17.
3. COOPER & LYBRAND, (1998), « *LA nouvelle pratique du contrôle interne* », éditions d'organisations, Paris, P22.
4. DESREUMAUX A., (1992), *Introduction à la gestion d'entreprise*, éditions Armand Collin, Paris, P.134-137.
5. DURKER F. Peter, (2000), « *Les systèmes de mesure de la performance* », Harvard business review, éditions Organisation, Paris, P.22.
6. HOARAU Christian, (2001), « *Maîtriser le diagnostic financier* », Groupe revue fiduciaire, Paris, P.9 ; 27.
7. HOARAU Christian, (2001), « *Création de valeur et management de l'entreprise* », éditions Vuibert, Paris P.91
8. HUBERT DE LA BRUSLERIE, (2002), « *Analyse financière, information financière et diagnostic* », 2^{ème} édition, éditions Dunod, Paris P.180.
9. JACOT Jean-Henri ; MICAELLI Jean Pierre, (1999), « *La performance économique en entreprise* », Dunod, Paris, P 24
10. KHOURY Paul, (1999), « *La maîtrise de états financier syscoa* », PK et Associés ; Dakar P.200, 201.
11. LANGLOIS Georges ; MOLLET Michel, (2004) ; *Gestion financière épreuve N°4 DECF 2004/2005*, éditions Foucher, Paris, P.277
12. MARGOTTEAU Eric (2001), *Contrôle de gestion*, Editions Ellipses, Paris, P.251
13. MARION Alain ; (1999), « *Le diagnostic d'entreprise : Méthodes et processus* », éditions Economica, Paris, P 171,175.
14. MARMUSE Christian, (1996), « *Politique générale : Langage, Intelligence, modèle et choix stratégique* », 2^{ème} édition, éditions Economica, Paris, P 214.

15. MYKITA Patrick ; TUSZYNSKI Jack (2002), *Contrôle de gestion : prévision et gestion budgétaire, mesure et analyse de la performance*, Editions FOUCHER, Paris, P.198.
16. PINTO Paul, (2004), « *La performance durable* », éditions Dunod, Paris P17.
17. RENARD Jacques, (2006), « *Théorie et pratique de l'audit interne* », éditions Organisations, Paris, P.343.
18. TOURNIER Jean Claude ; TOURNIER Jean Baptiste, (2001), « *évaluation d'entreprise : que vaut une entreprise?* », 2^{ème} édition, éditions Organisation, Paris, P.155.
19. VAN PRAAG Nicolas, (1995), « *Crédit management et crédit scoring* », éditions Economica, Paris, p45.
20. VERNIMMEN Pierre, (2002), « *Finance d'entreprise* », 5^{ème} édition, éditions Dalloz ; Paris, P 379, 385.
21. VOYER Pierre, (2002), « *Tableau de bord de gestion et indicateurs de performance* », 2^{ème} édition, Presse de l'université du Québec, Québec, P 61.

Cours & Codex

1. Segal BALDE (2005), *Cours d'Analyse Financière, Audit & Contrôle de gestion*.
2. YAZI Moussa (2005), *Cours de Contrôle de Gestion, Audit & Contrôle de gestion*.
3. YAZI Moussa (2005), *Performance et Tableau de bord, Audit & Contrôle de gestion*

Mémoires & Rapports

1. ADJOUA Mohamed, (2003), « *L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises : cas de la SIVOA et de la SONATEL* », MPGEO, CESAG, Dakar, P.38.
2. Awa MBOUP SOW, (2004), « *Evaluation des performances de la SONATEL avant et après introduction au niveau de la BRVM* », UCAD, Institut Supérieure de Gestion, Dakar, P.42.
3. DEMBE DIOP Amadou, 2004, « *Rentabilité et risque de l'action SONATEL à la cote de la BRVM* », Centre Ouest Africain de Formation et d'Etudes Bancaires, Dakar, P.14.
4. DIARASSOUBA Issaka, (2000), « *Evaluation de la performance de l'entreprise : cas de la SONATEL* », DAC, CESAG, Dakar, P.

Revue, Articles & Dossiers

1. KOCH et TREMOLIERE, (1995), « Evaluation économique et statistique de l'entreprise, évolution et nouvelles tendances », analyse financière, N°14, septembre, P.75.
2. MORIN Estelle, 1998, «Dimensions, critère et indicateurs de performance », Ordre des comptables généraux licenciés du Québec et Guérin, HEC Montréal, Québec, P.25.
3. SAHUT Jean Michel ; JS LANTZ, 2003, « création de la valeur et performance financière dans les télécoms », La revue du financier, N°12, P.28.
4. SAULQUIN Jean-yves ; SCHIER Guillaume, 2005, « La RSE comme obligation : occasion de réviser le concept de performance? » Article du congrès Grefige, Nancy 2005, P4.

Sites Web Consultés

1. SONATEL, « *Rapport Annuel des activités 2004.pdf* », www.sonatel.sn, Juillet 2005.
2. MT N; « *Annual report 2003.pdf & 2004.pdf* »; www.mtn.co.za/, Septembre 2005.
3. FRANCE TELECOM ; « *Rapport annuels 2003.pdf & 2004.pdf* », www.Francetelecom.com.; Septembre 2005.
4. TELFONICA; « *Annual reports 2003.pdf & 2004.pdf* », www.telefonica.com/home_eng, Septembre 2005.
5. BRITISH TELECOM; « *Annual review* »; www.bt.com, Septembre 2005.
6. CHINA TELECOM CORPORATED; « *Annual report 2003.pdf & annual report 2004.pdf* », www.chinatelecom.com, Septembre 2005.
7. DEUTSCHE TELEKOM; « *jahresabschluss/AG/2003.pdf & AG/2004.pdf* », www.deutschetelekom.com, Septembre 2005.
8. Union Internationale des Télécommunications (UIT), « *itu news* » www.iut.int.com. Janvier 2006
9. Revue Fiduciaire ; « *Une sélection d'indicateurs de performance* », www.RFComptable.grouperf.fr.com Mars 2006.
10. BRVM; « *ZOOM sur SONATEL 2006* » www.brvm.org, Mai 2006.
11. Banque Mondiale, « *module de formation* », www.worldbank.org, juin 2006

Documents internes

1. Service relations avec les investisseurs, (2003), « *Rapport d'activités annuel* », P.
2. Service relations avec les investisseurs, (2004), « *Panorama* », P.24.
3. Service relations avec les investisseurs, (2004), « *Rapport financier* », P.16.
4. Direction Financière et Comptable, (2004), « *Tableau de bord du Département finances* », P.13.
5. Direction générale, (2003), « *Lettre d'orientation* », P.
6. Direction générale, (2004), « *Lettre d'orientation* », P.
7. Direction générale, (2004), « *Directives Budgétaires* », P.3.