

*République Algérienne Démocratique et Populaire*

*Ministère de l'Enseignement Supérieur  
et de la Recherche Scientifique*

*École Supérieure de Commerce-Kolea*

*Mémoire préparé en vue de l'obtention  
du diplôme de master en sciences Financières et Comptabilité  
Spécialité : Contrôle de Gestion*

*Thème :*

**La due diligence financière dans le cadre  
d'une opération de Fusion-acquisition  
Cas : KPMG**

*Présenté par :*

Hachemi Zineddine

*Encadré par :*

*Meriem Ouslimane  
Enseignante à l'ESC*

*Lieu de stage :*

*KPMG-Algérie*

*Année universitaire : 2018 / 2019*

---

## *Remercîments*

*Je tiens a remercier l'équipe avec laquelle j'ai collaboré tout au long de mon stage pour m'avoir si bien guidée et orientée pour l'élaboration de ce modeste travail.*

*Leur accueil, leur disponibilité et leur professionnalisme m'ont permis de découvrir un métier passionnant et évoluer dans les meilleurs des conditions.*

*Mes vifs remerciements s'adressent à Madame Ouslimane Meriem, professeur a l'Ecole Supérieur de Commerce pour m'avoir encadré et qui, par ses conseils et critiques a guidée ma réflexion pour finaliser ce travail.*

---

## Dédicaces

*A mes chers parents, pour tous leurs sacrifices, leur amour, leur tendresse, leur soutien et leurs prières tout au long de mon cursus scolaire,*

*A Oussama et Lina pour leurs encouragements permanents, et leur soutien indéfectible,*

*A ma chère grand-mère pour son amour et ses prières,*

*A toute ma famille pour leur soutien tout au long de mon parcours universitaire,*

*A toute personnes ayant contribué de près ou de loin a la réalisation de ce projet de fin d'études,*

*Que ce travail soit l'accomplissement de vos vœux tant allégués, et le fruit de votre soutien infaillible,*

*Merci d'être toujours là pour moi.*

---

**Sommaire**

<b>Introduction générale .....</b>	<b>10</b>
<b>Méthodologie de recherche .....</b>	<b>11</b>
<b>Plan de la recherche .....</b>	<b>11</b>
<b>Chapitre 1 : Fusions acquisitions et opérations de rapprochements des entreprises.....</b>	<b>14</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>14</b>
1.1. Section 1 : Définitions typologies et mécanismes des M&A.....	15
2. Section 2 : Mise en place des M&A .....	35
<b>Chapitre 2 : Audit d'une opération de M&amp;A.....</b>	<b>48</b>
1. Section1 : Due diligence financière.....	49
2. Section2 : Due diligence et valeur de l'entreprise.....	62
<b>Chapitre 3 : Le rôle de la due diligence dans une M&amp;A.....</b>	<b>73</b>
1. Section1 : Présentation des lieux de stage .....	74
2. Section 2 : Présentation de la transaction .....	80
3. Section 3: Analyses approfondies des performances financières de la cible dans le cadre de la DDF.....	93
4. Section 4 : Contribution de la due diligence et discussion des résultats .....	113
<b>Conclusion du cas pratique : .....</b>	<b>116</b>
<b>Conclusion générale : .....</b>	<b>119</b>

### Liste des figures :

Figure 1 Chaîne de valeur simplifiée d'un constructeur automobile .....	18
Figure 2 Types des M&A .....	24
Figure 3 Les 4 objectifs de l'alliance .....	25
Figure 4 Statistique du marché des M&A .....	34
Figure 5 Poids de chaque phase dans le processus M&A .....	36
Figure 6 Principe de sélection de la cible par filtrage des candidats .....	40
Figure 7 Les 3 éléments structurant d'une négociation .....	42
Figure 8: Model top down et bottom up des M&A .....	44
Figure 9 Processus de diffusion des informations suivant leur degré de confidentialité .....	60
Figure 10 : Mécanismes de cristallisation des comptes.....	61
Figure 11 KPMG à travers le monde.....	75
Figure 12 Evolution CA et EBE de 2014 a 2018 .....	77
Figure 13 Evolution des charges de personnel et résultat net de 2014 a 2018 .....	77
Figure 14 Organigramme KPMG Algérie .....	78
Figure 15 Réseau routier Algérien.....	81
Figure 16 Localisation géographique des plateformes logistiques.....	84
Figure 17 Périmètre de la transaction .....	85
Figure 18 Décomposition des fonds propres de ZH transport.....	87
Figure 19 Décomposition et couverture des emplois stables .....	88
Figure 20 DIO DPO DSO.....	90
Figure 21 Décomposition du chiffre d'affaire par segment d'activité et taux d'EBITDA .....	92
Figure 22 Décomposition des l'actif immobilisé (N-1 N) .....	<b>93</b>
Figure 23 L'évolution de l'actif financier .....	95
Figure 24 Dette nette rapporté VS dette nette ajustée .....	100
Figure 25 Graphique en escalier des variations des capitaux propres .....	101
Figure 26 Saisonnalité du chiffre d'affaire de ZH transport .....	104
Figure 27 Décomposition du chiffre d'affaire de ZH transport par client .....	105
Figure 28 Consommations rapportées VS Consommations ajustées .....	108
Figure 29 EBITDA rapporté vs EBITDA ajusté .....	112

---

**Liste des tableaux**

Tableau 1 Décomposition des opérations de rapprochements par type de croissance .....	24
Tableau 2 Vagues de fusions acquisitions .....	33
Tableau 4 : Panorama des méthodes d'évaluations .....	67
Tableau 5 Synthèse des éléments concernés par les analyses QOE QOD .....	70
Tableau 6 Décomposition du secteur routier Algerien .....	82
Tableau 7 Trésorerie VS EBITDA .....	<b>84</b>
Tableau 8 Décomposition du chiffre d'affaire par secteur d'activité .....	91
Tableau 9 Actif immobilisé .....	95
Tableau 10 Ajustements du BFR .....	97
Tableau 11 BFR normalisé .....	98
Tableau 12 Qualité de la dette de la cible .....	99
Tableau 13 Compte de résultat de ZH transport .....	103
Tableau 14 Consommation de ZH a travers la période de revue .....	106
Tableau 15 Ajustement des consommations .....	107
Tableau 16 Charges externes de ZH transport .....	108
Tableau 17 Retraitement des charges externes .....	109
Tableau 18 Ajustements des charges de personnel .....	110
Tableau 19 Ajustements des Autres produits opérationnels .....	111
Tableau 20 Synthèse des ajustements .....	113
Tableau 21 Impact des ajustements sur la valeur de la cible .....	114

**Liste des abréviations :**

**Att** : Atterrissage

**BFR** : Besoin en fond de roulement

**BN** : Billion

**CA** : Chiffre d'affaires

**CP** : Capitaux propres

**DDF** : Due diligence financière

**EBITDA** : Earnings before interest depreciation and amortization, terminologie anglaise pour Revenu avant intérêt impôts dépréciation et amortissements

**FP** : Fonds propres

**FY** : Financial year, terminologie anglais pour Année financière

**IDE** : Investissements directs étrangers

**KDZD** : Millier de Dinars Algérien

**M&A** : Mergers and Acquisitions, terminologie anglaise pour Fusions acquisitions

**MDZD** : Millions de Dinars Algérien

**Md DZD** : Milliards de Dinars algérien

**N.A** : Non applicable

**QoE** : Quality of equity, terminologie anglaise pour Qualité des revenus

**QoD** : Quality of Debt ; terminologie anglaise pour : Qualité de la dette.

**SCF** : Système comptable Algérien

**SPA** : Société par action

**Var** : Variation

**12m** : 12 mois, c'est-à-dire une année

---

**Résumé :**

La terminologie de fusions acquisitions recouvre les différents aspects du rachat d'une entreprise ou bien de la combinaison des ressources de deux entreprises ou plus.

Il s'agit d'opérations complexes à haut risque et dont la réussite dépend d'un grand nombre de facteurs internes et externes.

La due diligence est un processus d'accompagnement d'entreprises amenées à réaliser un rapprochement qui entrainera une restructuration organique, cet accompagnement ne garantit pas la réussite des fusions acquisitions mais peut donner un degré de confiance non négligeable aux acteurs de la fusion acquisition

Nous allons dans ce travail essayer de mettre en relief les différents mécanismes de ces deux notions, à savoir les fusions acquisitions et le processus d'accompagnement dans sa partie financière dans un premier temps et dans un second, montrer l'impact de cet accompagnement sur le déroulement du processus de fusion acquisition.

**Mot clés :** Fusions acquisitions, due diligence, conseil financier

**Abstract:**

The Mergers and acquisitions terminology covers different aspects of acquiring or merging with another company. This could be seen as the combination of resources of two or more entities.

Mergers and acquisitions are very complex operations with high risk. Their completion is conditioned and highly correlated with multiple internal and external factors.

Due diligence helps companies through their merger and acquisition process which can lead to organic restructuration within these companies.

In this paper work, we are going to discuss the various mechanisms of M&A and Due diligence in its financial variant. In the meantime, we will attempt to highlight the impact of the Due diligence on a merger and acquisition process

**Key words:** Mergers and acquisitions, Due diligence, Financial consulting



# Introduction Générale

## Introduction générale

La croissance externe par le biais des fusions acquisitions est devenue un thème d'actualité. Tous les jours dans les journaux et revues spécialisées on annonce des chiffres farfelus dans un marché estimé en valeur à plusieurs milliards de dollars les M&A suscitent l'intérêt général des investisseurs, des banquiers d'affaires et spécialistes financiers mais aussi celui des chercheurs.

L'essor qu'a connu le marché des entreprises est intrinsèquement lié aux avantages que procurent les fusions acquisitions tel que la croissance, la préservation des emplois et la création de valeur pour les preneurs de risque.

Une étude réalisée par la banque de financement des PME OSEO a quantifié ce phénomène à 700 000 entreprises susceptibles d'être cédées dans les quinze prochaines années<sup>1</sup>.

De ce fait, les fusions acquisitions sont devenues un champ d'investigation et de recherche privilégié, de par leur importance et leur rôle dans l'économie mondiale ainsi de par leur complexité. Une opération de rapprochement entre entreprises n'est pas une simple opération car elle regorge d'obstacles et de risques inhérents.

La complexité auquel doit faire face un repreneur lorsqu'il entame un processus de rapprochement est multidimensionnelle et regroupe plusieurs aspects de la vie des entreprises tel que le volet financier, fiscale, juridique, commerciale et bien sûr managériale.

Cette complexité justifie le recours des repreneurs aux prestataires de services spécialisés dans ce type de rapprochement tel que les banques d'affaires ou les cabinets d'audit et de conseil.

C'est dans ce contexte que nous avons choisi de mener notre stage de fin d'étude au sein du cabinet KPMG-Algérie au sein du département « Services de transactions » spécialisé dans les fusions acquisition et la conduite de due diligence.

Notre réflexion s'est penchée sur l'aspect financier des opérations de fusions acquisitions et nous avons souhaité traiter un segment bien précis du processus de fusion acquisition qui est la due diligence dans sa partie financière qui est considérée comme un sport complet regroupant plusieurs disciplines de la gestion financière des entreprises.

Par ailleurs, notre démarche s'inscrit dans une logique qui met en exergue le rôle imminent de la due diligence dans un processus de fusion acquisition.

A travers cette approche nous pouvons dégager la problématique suivante :

« Quelle est la contribution de la due diligence financière dans un processus de fusion acquisition ? »

---

<sup>1</sup> <https://aeliosfinance.typepad.com/>, Consulté le 02 Mai 2019 à 22h30

Pour ce faire, nous avons suivi un raisonnement qui passe par la réponse aux interrogations suivantes :

- Quels sont les préalables d'une due diligence ?
- Comment une due diligence est réalisée dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition ?
- Comment les résultats de la due diligence influent-ils sur le déroulement du processus de fusion-acquisition ?

A l'issue de ce travail, nous essayerons d'infirmer ou de confirmer les hypothèses suivantes :

*Hypothèse 1* : Il semblerait qu'une due diligence financière exige une connaissance et une compréhension profonde des performances de la cible,

*Hypothèse 2* : La due diligence est un examen approfondi visant à mieux informer les parties et à détecter les risques inhérents à la transaction.

*Hypothèse 3* : La due diligence est un audit financier ayant pour principale objectif la valorisation de la cible,

## **Méthodologie de recherche**

Afin de tester nos hypothèses, nous avons opté pour une recherche bibliographique pour la rédaction de la partie théorique et une démarche à la fois descriptive et analytique pour la rédaction de la partie pratique.

A cet effet nous avons procédé à une description des différents processus et mécanismes standardisés du cabinet KPMG après avoir observé le déroulement de ces derniers mais aussi grâce à l'analyse de la documentation interne fournie par le cabinet KPMG, Ceci nous a permis de tester les hypothèses que nous avons posé grâce aux différents travaux et analyses au niveau du cas pratique.

## **Plan de la recherche**

Pour répondre à ces questionnements nous avons opté pour un plan de recherche structuré comme suit :

La première partie comprend deux chapitres :

- Le premier dédié à la présentation des opérations de fusions acquisitions
- Le deuxième sera consacré à la due diligence, sa définition, ses objectifs et sa mise en place

Ces deux chapitres constitueront donc notre partie théorique.

La deuxième partie comprend quant à elle 3 sections :

- Le premier sera consacré à la présentation des lieux de stage et les différents acteurs de notre cas pratique.
- Le deuxième concerne la conduite d'une due diligence financière dans un processus de fusion-acquisition
- En fin, dans le troisième chapitre on exposera les résultats de la due diligence.

# **Chapitre 1 :**

Fusions acquisitions et opérations de rapprochements des  
entreprises

---

## **Chapitre 1 : Fusions acquisitions et opérations de rapprochements des entreprises**

### **Introduction**

Nous entamerons notre travail par la définition de quelques notions clés liées aux opérations de rapprochements entre entreprises, Nous expliquerons aussi les différentes formes de fusions acquisition, les motivations derrière ces opérations ainsi que leurs historique.

Ce chapitre sera constitué de 3 sections :

La première sera dédiée à la présentation des types de M&A , appuyée par quelques exemples concrets tout en montrant les facteurs qui motivent les acteurs économiques a recourir a ce genre d'opérations, nous exposerons ensuite une compilation des différentes contributions théoriques des grands chercheurs de la gouvernance de l'entreprise en matière de M&A. en fin, nous analyserons l'historiques des M&A mais aussi leurs présent.

La deuxième section sera consacrée à la décomposition du processus des M&A en étapes distinctes, nous donnerons ensuite une présentation succincte de chaque étape du processus M&A.

## 1. Section 1 : Définitions typologies et mécanismes des M&A

L'utilisation d'une terminologie inadéquate induit souvent à des confusions sur la compréhension du type de transaction que recouvre la notion fusion-acquisition, dans notre travail et par commodité de langage, toute croissance externe de type fusion-acquisition est nommée « M&A »

Bien que ces deux types de transactions soient distincts, on va utiliser, pour des raisons didactiques, la terminologie M&A pour signifier indifféremment l'une ou l'autre. Il y a lieu aussi de faire rappeler que la terminologie repreneur-cible renvoie à celle d'Acheteur-Vendeur ou encore acquéreur-vendeur.

Dans ce qui va suivre, nous allons définir ces concepts afin de clarifier la situation :

### 1.1. Fusion

La fusion est certainement l'une des formes les plus connues des opérations de croissance externes

Elle a lieu « quand deux (ou plusieurs) entreprises combinent leurs actifs et passifs à l'instigation de l'une d'entre elles, qui est dans ce cas l'acquéreur (ou repreneur), et ce afin de créer une nouvelle entité »<sup>2</sup> ; L'opération se fait généralement par échange d'actions ou par le biais d'autres techniques.

Dans notre réflexion, nous ne traiterons pas le cas d'une entreprise qui fusionne avec sa filiale déjà détenue à 100% car ceci ne relève que des problèmes juridiques et comptables simples, nous nous intéresserons donc au cas où deux groupes d'actionnaires décident de mettre en commun les deux entités qu'ils contrôlent.<sup>3</sup>

Dès lors, des problèmes de valorisation apparaissent, ces derniers détermineront la parité d'échange c'est-à-dire la répartition du pouvoir entre les actionnaires des deux sociétés

La parité d'échange répond aux questions suivantes :

- A combien d'actions de la société absorbante donnent droit les actions de la société absorbée ?
- Qui contrôle qui et quoi ?

De façon théorique la parité d'échange peut être quantifiée de la manière suivante<sup>4</sup> :

$$\text{Parité d'échange} = \frac{1}{\text{Valeur relative}} \times \frac{\text{Nombre d'actions de la Société Absorbante}}{\text{Nombre d'actions de la Société Absorbée}}$$

<sup>2</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, édition EYROLLES, 2008, Page 71.

<sup>3</sup> Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, 2009, Dalloz

<sup>4</sup> - Abdelkader GLIZ, Principales expressions utilisées pour l'évaluation de l'entreprise, Ecole supérieure de commerce, 2018.

Sachant que la valeur relative est donnée par la formule ci-après :

$$\text{Valeur relative} = \frac{\text{Valeur de la société Absorbante}}{\text{Valeur de la société Absorbée}}$$

Bien que le calcul soit très simple, ces formules posent un problème de fonds, celui de la valorisation des entreprises ayant pris part à l'opération de rapprochement.

En effet, les méthodes et techniques de valorisation peuvent faire l'objet de longues négociations entre les deux parties et ce afin de clarifier dès le départ les rapports de forces de chaque partie dans la nouvelle entité créée.

Nous expliquerons dans le chapitre 2 les différents mécanismes qui permettent à aboutir à une évaluation plausible de la situation d'une entreprise souhaitant réaliser une opération de rapprochement.

### **1.1.1. Typologie des fusions**

Qu'elles soient actives dans le même secteur ou qu'elles aient des métiers totalement différents mais qui appartiennent à la même chaîne de valeurs, les entreprises évoluent indifféremment dans leurs écosystèmes.<sup>5</sup>

L'opération de fusion prend une dénomination et une portée différente, et peut donc se subdivisée en trois types de fusions communément établies :

### **1.1.2. Fusion Horizontale :**

Elle caractérise la fusion entre deux concurrents qui évoluent dans le même secteur voir dans les même activités de leur chaîne de valeur, L'objectif derrière cette transaction est le renforcement de la situation concurrentielle de l'entité formée et l'obtention d'une taille critique, l'identification de nouveaux relais de croissance et création de la valeur , ceci ne peut être réalisé que par l'exploitation des nouvelles synergies créées par les deux entreprises.

Parmi ces synergies on trouve : L'unification des centres de recherches et donc la diminution des investissements en matière de recherche et développement ou « R&D », le gain en pouvoir de négociation client ou fournisseur, La minimisation des couts de transport, production et de stockage, Ventes croisées etc,

---

<sup>5</sup> La chaîne de valeur est l'ensemble des étapes déterminant la capacité d'un domaine d'activité stratégique (DAS), d'une entreprise ou d'une organisation à obtenir un avantage concurrentiel. Ces étapes correspondent aux services de l'entreprise ou, de manière arbitraire, aux activités complexes imbriquées qui constituent l'organisation.



Ces opérations sont réalisées par des entreprises dont l'activité est plus au moins similaire ou proches, elles donc établies entre concurrents, à l'image de Carrefour et Promodès.

« Ce type de rapprochement est le plus courant. Il représente plus 50% des cas de prise de contrôle réalisées sur les marchés américaines et européens. Ces opérations visent généralement la spécialisation et au contrôle d'une partie importante du marché »<sup>6</sup>

### 1.1.3. Fusion Verticale :<sup>7</sup>

Elle a lieu lorsqu'une entreprise positionnée sur une ou plusieurs activités de sa chaîne de valeur sectorielle effectue un glissement pour se positionner sur d'autres activités de la même chaîne de valeur et ce en quête de complémentarité entre les anciens métiers et les nouveaux, Il en résulte l'amélioration de la compétitivité par l'extension de son offre, ces manœuvres visent à augmenter le chiffre d'affaires et à accroître les marges selon le sens du glissement

*Exemple* : Une société de production de véhicules se déplacera dans le sens amont-aval de sa chaîne de valeur sectorielle en fusionnant avec un réseau de transport ou de distribution pour accéder directement à sa clientèle c'est-à-dire son marché, cet accès lui permettra ainsi d'éliminer les coûts de transports et/ou de distribution et donc d'augmenter sa marge ; enfin, cette opération aurait permis à l'entreprise de mieux contrôler son processus d'affaire.

Dans l'autre sens, cette même entreprise peut opter pour une fusion de sens Aval/amont, c'est-à-dire qu'elle va fusionner avec une autre entreprise qui se situe en aval mais dans la même chaîne de valeur ( par exemple un fabricant de pneus qui était donc son fournisseur ), Cette opération aura permis à l'entreprise d'intégrer un peu plus ses métiers, grâce à l'intégration de la nouvelle activité qui est étroitement liée au métier de base l'entreprise. Cette manœuvre permettra à l'entreprise de mieux répondre à sa demande et aux besoins de ses clients ainsi que leurs attentes

La particularité des fusions verticales est qu'elles offrent peu de valeurs partagées en terme de métier, les entreprises qui fusionnent ne disposent pas du même savoir-faire, puisque d'un élément de la chaîne de valeur à un autre, les métiers et les compétences qu'ils requièrent varient sensiblement, Néanmoins, le fait d'occuper les parties clés de sa chaîne de valeur, l'acquéreur minimise ses risques et élargit son portefeuille client tout en répondant le mieux possible aux attentes de ses clients ; et relève d'avantage les barrières à l'entrée

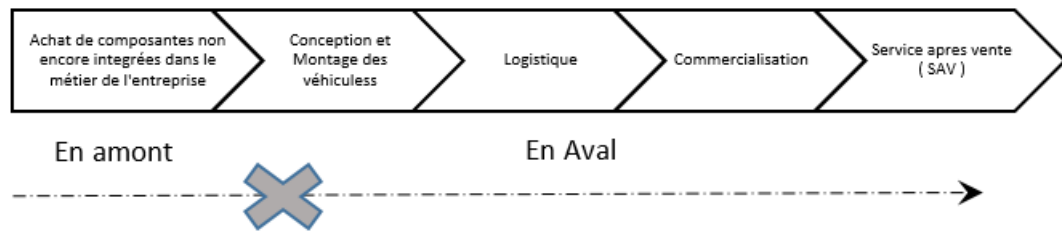
---

<sup>6</sup> Olivier Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions, 3eme édition, Dunod

<sup>7</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, op.cit., P73

La figure ci-après synthétise une chaîne de valeur simplifiée d'un constructeur automobile ou on peut voir les activités en amont et en aval qui tournent autour du métier principal de l'entreprise et qui représente la partie clé de sa chaîne.

Figure 1 Chaîne de valeur simplifiée d'un constructeur automobile



Source : Mohammed Gouali : *Fusions acquisitions, les 3 règles du succès*, Page 74

#### 1.1.4. Fusion entre égaux :

Elle a lieu quand les deux entreprises sont comparables en termes de capitalisation boursière<sup>8</sup>, de chiffre d'affaires et de positions sur le marché,

De manière théorique, la réussite de ce type de fusions se traduit par une répartition des postes de direction et des prérogatives qui leur sont associées dans un esprit équitable respectant l'équilibre des forces en présence, cela requiert beaucoup de subtilité et de diplomatie, car en effet les postes de direction ( directeur générale, directeur financier, directeur marketing etc.) n'existe pas en doublon et c'est pour cette raison que c'est difficile de parvenir à cet équilibre même si cela reste impératif pour la réussite de la fusion.

En pratique, il est commode de contourner cette règle en faisant assumer la direction de la nouvelle entité créée par les dirigeants des deux entreprises dans un modèle collégiale ou de direction tournante.

Néanmoins, ce modèle montre rapidement ces limites, à l'instar des fusions réalisées par Daimler et Chrysler ou à cause de ce mode de gouvernance, les dirigeants de Chrysler ont vu leurs contributions en matière de stratégie ternir, leur confinant ainsi le rôle d'exécutant.

Les méthodes de management de Daimler ont pris l'ascendant sur ceux de Chrysler dans ce qui devrait être une fusion entre égaux. Mais qui en réalité représentait une acquisition déguisée ; le rapprochement entre les deux entreprises a donc échoué.

En conséquence, la nouvelle entité créée n'arriva jamais à créer la valeur qu'elle a prévu, ce qui a poussé Daimler à céder 80,1% des parts qu'elle détenait dans Chrysler au fonds d'investissement privé Cerbus Capital Management et à conserver le 19,1% restants.

<sup>8</sup> La valorisation au prix de marché de l'ensemble des actions de l'entreprise

De manière générale, les ambiguïtés générées par une fusion entre égaux rendent circonspect, dans les meilleurs des cas, le marché. En effet la gestion de l'entreprise dans un environnement intensément concurrentiel ne satisfait pas d'un management contesté (Daimler-Chrysler).

Toutefois, ce type de fusions peut se montrer dangereux sur l'économie, car elles peuvent amener une forte concentration du pouvoir de marché au sein d'une même entreprise, et risque même d'entraîner le marché à une situation monopolistique<sup>9</sup>.

#### Exemple de fusions en Algérie

Danone, leader mondial des produits laitiers frais, Djurdjura, PME algérienne spécialisée dans le secteur des produits laitiers frais (PLF), constitue notre exemple de firmes qui se sont pleinement émergées en fusionnant.

C'est en octobre 2001 que les chemins du groupe Danone et de la Sarl Laiterie Djurdjura se sont rencontrés pour donner naissance au rapprochement entre ces deux entreprises pour devenir Danone-Djurdjura Algérie (DDA).

Les premiers contacts ont été effectués par Danone auprès de la PME algérienne à la fin de l'année 1999 en vue de la signature d'un accord de partenariat entre le groupe Danone et le groupe familial Batouche, propriétaire de Djurdjura. Les négociations ont duré deux ans et se sont déroulées pour l'essentiel en France. L'accord, aurait été précipité par le fait des difficultés qu'aurait eu la Sarl à rembourser ses dettes bancaires. L'obstacle qui lui aurait été infranchissable ne l'a pas été pour le groupe français qui a négocié en position de force.

L'entreprise Djurdjura avait délégué des cadres et pris contact avec des experts financiers algériens. La délégation était conduite par le directeur général et principal actionnaire de l'entreprise. Les problèmes d'évaluation des actifs, notamment du côté de Djurdjura, ont conduit les deux partenaires à opter pour la désignation d'un commissaire aux apports par un tribunal algérien pour l'estimation de la situation financière de l'entreprise afin de procéder à une augmentation de son capital. Le groupe Danone a eu recours à un bureau de conseil financier, le cabinet SWICORP, pour l'accompagner dans ses négociations avec le groupe Batouche. Après la réévaluation du capital de l'entreprise, Danone s'est engagée à racheter 51 % des parts, soit 1 377 000 actions de 1000 dinars chacune (environ 10 euros). Les 49 % restants sont détenus par le groupe Batouche.

En juin 2006, un événement au sein de l'actionnariat de cette co-entreprise crée la métamorphose. En effet Danone s'accapare presque la totalité des actions avec une part de 95% et Djurdjura 5%. En réalité, le groupe français fort de ses 51% des parts au départ était déjà en position de majorité au sein du conseil d'administration. Ce qui lui donnait ainsi le pouvoir de la décision. Cette absorption s'est essentiellement établie pour prendre le contrôle total sur le groupe familial Batouche

---

<sup>9</sup> Chérifi Mouldjillali, Les opérations de fusions des sociétés en Algérie, université de Mostaganem, Page 12

Le cadre juridique des M&A sera discuté a travers une lecture juridique de ces opérations.

## 1.2. Acquisition :<sup>10</sup>

Elle a lieu lorsqu'une entreprise prend le contrôle d'une autre en achetant tout ou une partie de ses actifs financiers et opérationnels, Cette prise de contrôle peut être amicale ou hostile.

Dans le premier cas, les dirigeants des deux entreprises conviennent de réaliser cette opération et s'accordent sur des modalités (Synergies, valorisation, prime d'acquisition, formes de paiement etc.), Ils se chargent ensuite de convaincre leurs actionnaires respectifs de sa viabilité afin d'obtenir leurs approbations. En principe, ces rapprochements amicaux aboutissent toujours, sauf si la structure de leur transaction comporte une faille qui offre une opportunité à une tierce partie pour faire une contre-offre plus attractive.

Les primes d'acquisition jouent un rôle très important de tout processus M&A, aussi appelée « primes d'apport », les primes d'acquisition représentent une indemnisation au profit des actionnaires de la société rachetée, car du fait de l'opération de rapprochement, les actionnaires la société risquent de voir leur pourcentage de contrôle (parts du capital) baisser au profit de nouveaux actionnaires.

Ce mécanisme est donc très intéressant, notamment lors de la négociation pour faire équilibrer le rapport de forces (C'est le même principe des parités d'échanges qu'on a évoqué précédemment)<sup>11</sup>

C'est ce qui arriva lorsque les dirigeants et les actionnaires de la banque ABN Amro acceptèrent l'offre de la Barclays avant qu'un consortium dirigé par la Royale Bank of Scotland (RBS) vienne renchérir avec succès en proposant un mode de paiement libellé majoritairement en numéraire contrairement à celui proposé par la Barclays qui était principalement sous forme d'échange de titres.

Dans le second cas, les dirigeants de la cible -après s'être vus proposer le rapprochement amical- s'opposent tactiquement ou catégoriquement l'offre, ne laissant d'autres choix à l'acquéreur que de les contourner en s'adressant directement au conseil d'administration et aux actionnaires, Il en résulte une bataille complexe et coûteuse entre les deux camps et dont l'issue est souvent incertaine.

Contrairement aux fusions, les acquisitions sont avantageuses car elles correspondent à une prise de contrôle sans ambiguïté du nouvel ensemble, elles permettent aussi d'identifier plus sûrement ses diverses sources de synergies et de mobiliser en conséquence ses ressources rares pour créer de la valeur.

---

<sup>10</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, op. Cit, page 76.

<sup>11</sup> [www.boursedecredit.com/lexique-définition-prime-apport-fusion-3598.php](http://www.boursedecredit.com/lexique-définition-prime-apport-fusion-3598.php), consulté le 16 Mai 2018 à 12h08

### 1.3. Conglomérat :

Un autre type de croissance externe est le conglomérat , qui se définit comme étant un portefeuille d'activités d'industries, et de métiers hétérogènes sans réelle cohérence entre eux , l'évaluation de la prime d'acquisition ainsi que les motivations derrière cette dernière ne montre aucune synergie tangible, a l'exception de certaines fonctions comme les achats. A l'inverse, les synergies intangibles comme le savoir-faire managériale, les bonnes pratiques opérationnelles et l'échange d'expérience quand elles sont partagés à travers les différentes activités du conglomérat sont effectives.<sup>12</sup>

En Algérie, le géant de l'agroalimentaire CEVITAL et leader de son marché qui s'est diversifié à travers les années dans une myriade d'activités, toutes aussi disparates les unes des autres, cet empire active aussi bien dans l'agroalimentaire, l'électroménager, la grande distribution, transport, sidérurgie, fabrication des fenêtres à double vitrage. Le dénominateur commun entre ses activités n'est pas le métier mais la volonté de diversifier le portefeuille d'investissement afin de pallier aux risques liés à chaque activité.

Sur la scène internationale, l'exemple qui vient à l'esprit est celui de Toyota qui regroupe des activités toutes aussi différentes les unes des autres telle que : l'automobile, la fabrication des maisons préfabriquées, la téléphonie mobiles et fabrication des hélicoptères.

Véritable pionnier du fameux Kai zen et du management de la qualité, le groupe Toyota se positionne comme le premier constructeur automobile mondial grâce à sa culture d'amélioration continue et d'amour du métier qui fait jusqu'aujourd'hui les beaux jours de l'industrie nipponne.

L'European Corporate Governance Institute ( ECGI) de Vienne a publié une étude qui résume l'intérêt de ces deux modes de rapprochement dans le développement des entreprises à savoir les conglomérats et les fusions il est utile de mentionner le résultat d'une étude comparative effectuée en 2003 par Mueller, Gugler, Yurtoglu et Zuehner<sup>13</sup>

Leurs analyse porte sur près de 45 000 entreprises entre 1981 et 1998 (soit sur 17ans). Les résultats nous donnent une claire indication quant à l'importance de chaque type de croissance externe dans les différentes dynamiques de rapprochement et nous renseignent sur leur impact sur le tissu économique existant, de manière simple, on retient les 3 conclusions suivantes :

- Les rapprochements par conglomérat arrivent largement en tête des opérations de rapprochement effectuées sur cette période :

---

<sup>12</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, op.cit, page 77.

<sup>13</sup> C Mueller, B Gugler, , *The determinants of Mergers Waves* , University of Vienna, Austria



Tableau 1 Décomposition des opérations de rapprochements par type de croissance

Conglomérats	Fusions horizontales	Fusions verticales
54%	42%	4%

Source : Mohammed Gouali Fusions acquisitions page 130

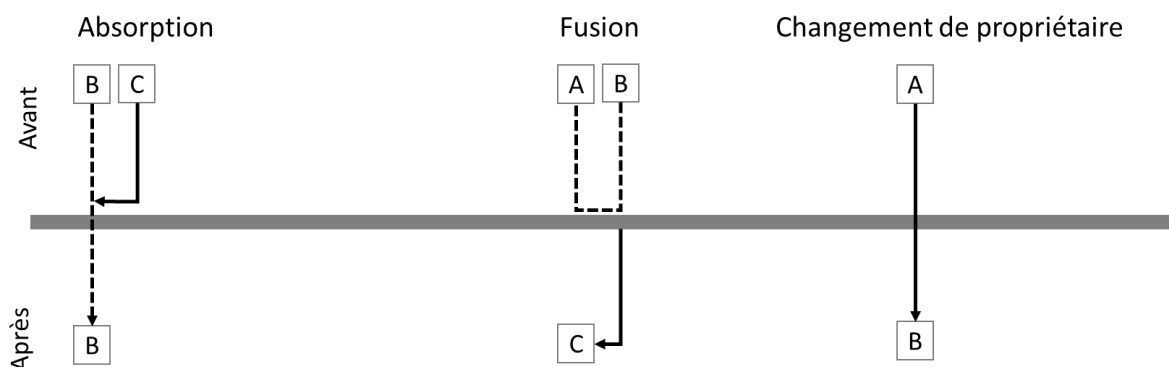
- En moyenne, les fusions aboutissent à une augmentation significative des profits mais en même temps a une diminution de la croissance, cette tendance se vérifie de manière identique dans tous les pays analysés, à savoir, les USA, le Japon, L'Europe.
- En segmentant les entreprises par leurs tailles, on remarque à travers cette recherche que les fusions impliquant de grandes entreprises entraînent plutôt une diminution des profits, tandis que dans les fusions impliquant des petites entreprises les augmentent<sup>14</sup>.

En fin, cette étude montre qu'en dehors des conglomérats qui répondent à des besoins particuliers, les fusions-acquisitions permettent en tant que levier de croissance externe de créer plus de valeur que n'aurait pu faire la compétitivité de l'entreprise, arrivée à saturation.

Le schéma ci-dessous reprend une autre classification des types de M&A et qui se présente de la manière suivante :

- L'absorption : Permet de d'inclure les capacités et les ressources d'une société « Absorbée » a une autre société appelée « Absorbante. »
- Fusion : Permet de conjuguer les capacité et ressources de deux sociétés en formant une nouvelle
- Changement de propriétaire : Est une forme d'acquisition

Figure 2 Types des M&amp;A



Source : Réalisé par nous

<sup>14</sup> *ibid.*, p78.



## 1.4. Alliance et Joint-venture (JV)

### 1.4.1. Alliance :

Lorsque deux ou plusieurs entreprises décident d'unir leurs forces pour mener un ou plusieurs projets majeurs tel que :

- Recherche et développement
- Accès à de nouveaux marchés,
- Partage de lignes de production,
- Contournement de lois anti-trust,
- Etc.

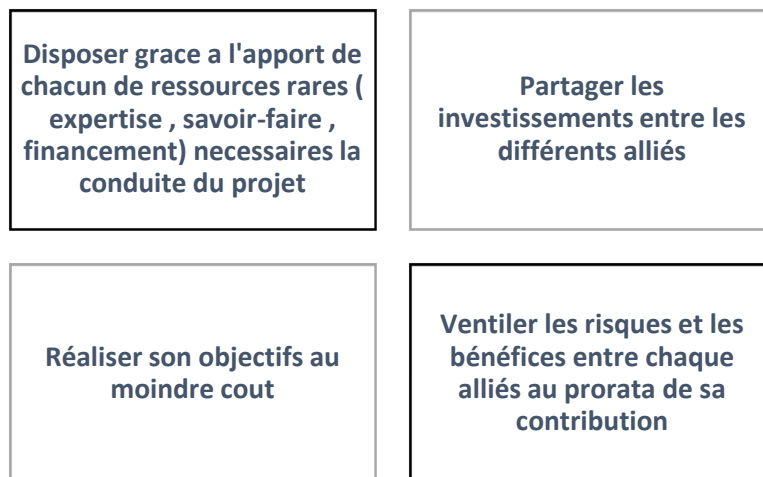
Et qu'elles ne peuvent assumer toutes seules, elles font recours aux alliances.

« Une Alliance ne sous-tend pas de création d'entreprise, elle a plutôt un caractère contractuel quant à ses objectifs et peut donc cesser lorsque ceux-ci sont remplis.

On peut donc dire que la raison d'être de ces types de rapprochement entre entreprises est la réalisation de certains objectifs préalablement tracés par les partenaires

Les objectifs assignés à une alliance sont de quatre ordres »<sup>15</sup> :

Figure 3 Les 4 objectifs de l'alliance



Source : Réalisé par nous

Le fonctionnement d'une alliance dépend étroitement des capacités respectives des alliés, en effet les faiblesses de l'une (absence d'un segment donné par exemple) devraient

<sup>15</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, Page 78, édition EYROLLES, 2008.

être compensées par l'autre, c'est-à-dire que chaque partie doit être en mesure d'assumer son rôle et répondre à ses obligations afin de ne pas nuire au tout.

A partir de là on remarque qu'une alliance est régie par un principe d'homogénéisation des capacités.

« En agissant sur de telles bases méthodologiques, les alliés renforcent leurs interdépendances réciproques sans qu'il y ait un véritable partage explicite du savoir-faire.

Ces contraintes nous montrent que la réussite d'une alliance se réalise que si l'engagement des partenaires s'inscrit dans une perspective gagnant-gagnant ce qui suppose un fort sens de l'éthique chez les partenaires. »

16

#### 1.4.2. Joint-venture (JV) :<sup>17</sup>

Bien que le joint-venture ont les mêmes objectifs que l'alliance et sont parfois considérés comme une variante de l'alliance, les joint-ventures se caractérisent par l'existence d'une *nouvelle entité* et une union capitalistique.

« Une JV doit fonctionner en harmonie ou chaque partie prenante est tributaire de la qualité des autres, et pour se faire les différents partenaires doivent établir des conditions à respecter et ce en répondant aux questions suivantes »:

- Qui possède quoi dans la valeur créée par la JV ?
- Comment se répartissent le capital et le droit de vote ?
- Quels sont les critères de répartition des postes de management ?
- Comment piloter et contrôler l'engagement de chacun des partenaires à réaliser ses objectifs, Qu'advient-il si une partie ne remplit pas les siens ?
- Plus généralement, qu'advient-il si une partie ne remplit pas les siens ?

#### 1.5. Mécanismes et techniques de M&A :<sup>18</sup>

Les opérations de croissance externes sont naturellement multi-facettes et il est souvent difficile de les caractériser tant le nombre de dimensions possibles est important, dans notre réflexion nous avons retenus deux :

- Les voies de développement associées à la croissance externe (Horizontales, Verticales, Conglomérales) expliquées ci-dessus.
- Le caractère amical ou hostile des opérations.

---

<sup>16</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, op, cit. P79.

<sup>17</sup> Ibid., P79.

<sup>18</sup> LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, Page, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014

En effet, les opérations de M&A sont souvent assimilées à des opérations de prise de contrôle hostiles, voire à des opérations d'assaut. Mais qu'en est-il de la réalité ? Quelle est la différence entre une offre amicale et une offre hostile ? Quels sont les enjeux sous-jacents à ces modes de croissance externe ?

### **1.5.1. Offre amicale :**

Elle a lieu d'être quand il y a un accord amiable entre les dirigeants de l'acquéreur- et par extension de son conseil d'administration- et ceux de la cible pour que cette dernière accepte de vendre la totalité ou une partie de ses actions à un prix déterminé et à des conditions particulières.

Les points suivants doivent être particulièrement spécifiés :

- L'objectif et la portée de l'opération (synergies, impacts sur la compétition, avenir du nouvel ensemble)
- Le plan d'intégration (fermetures de sites ? licenciements ?)
- Le mode de paiement
- Et en fin, les types de postes accordés aux dirigeants de la cible dans la nouvelle organisation

### **1.5.2. Offre hostile ou inamicale :**

Dans ce cas, les dirigeants de la cible sollicitée peuvent refuser partiellement ou catégoriquement l'offre de rapprochement, face à ce refus, les dirigeants de la société initiatrice se voient contraints de contourner les dirigeants de la cible et ce en utilisant des tactiques de contournement en s'adressant directement :

- *Au conseil d'administration* : Cette tactique peut avoir lieu quand les dirigeants de la société initiatrice ont la certitude que les dirigeants de la cible sont malléables ;
- *Aux actionnaires de la cible* : Si les membres du conseil d'administration s'alignent sur le refus des dirigeants ou n'offrent aucune perspective de flexibilité pour négocier, l'entreprise initiatrice n'a d'autre choix que de se tourner vers les actionnaires.

Le choix des actionnaires est souvent conditionné par la rentabilité de la transaction comparé à ce qu'ils auraient pu avoir si l'offre n'a pas été acceptée, c'est-à-dire les dividendes. Mais aussi des performances opérationnelles et boursières de l'entreprise et à son potentiel de croissance. En règle générale c'est cette combinaison qui détermine leur décision.

Néanmoins, si la cible n'est pas performante et n'arrive donc pas à se redresser, les actionnaires vont logiquement accepter l'offre de rapprochement tant que l'offre est supérieure à sa valeur de l'entreprise (Nous verrons les méthodes de valorisation de l'entreprise dans le 2 eme chapitre).

## 1.6. Approches et contributions théoriques :

L'approche théorique aux fusions acquisitions s'illustre dans les travaux de Berle et Means, Coase et Baumol, c'est-à-dire le leader et les fondateurs de la gouvernance de l'entreprise et des théories qui régissent le comportement managérial au sein des firmes.

En effet, les opérations de rapprochement ou de croissance externe représentent non seulement un vecteur de croissance mais aussi des coûts à l'entreprise qui souhaite s'agrandir.

Cet agrandissement entraînera une augmentation de la taille et un métissage de compétences et personnalités et surtout de mentalités.

Ceci est susceptible d'agrandir le pouvoir des managers au sein de leurs entreprises.

Etudier le comportement managérial lors de la fusion acquisition est d'une importance capitale car ça permet aux actionnaire/investisseurs de se prémunir contre tout dérapage de la part des managers envers la mission qui leur a été confiée par les actionnaires.

Pour notre travail, nous avons jugé suffisant de se limiter aux 2 théories les plus importantes et sûrement les plus connues, à savoir : La théorie d'agence, et la théorie des coûts de transaction.

### 1.6.1. Théorie des coûts de transaction :

La transaction ou échange, est une opération qui implique au moins deux agents ayant une maîtrise d'une technologie distincte. Les coûts, correspondent à l'ensemble des charges supportées par l'entreprise pendant toute la durée du processus de production d'un bien ou service. Ce concept a fait l'objet d'une multitude de débats et pour lequel plusieurs théories ont été développées.

Les coûts de transaction, sont engendrés par l'entreprise qui opère sur un marché et doit systématiquement supporter une série de coûts liés à l'échange de biens ou services. La théorie des transactions des coûts, qui s'inscrit dans le courant néo-institutionnaliste, développée dès la fin des années trente par Ronald Coase, dans un article de 1937 intitulé « The Nature of the Firm »<sup>19</sup>, le corpus théorique de cette théorie est fondé sur deux hypothèses :

- Le principe de la rationalité limitée : Issue des travaux de Simon et porte sur l'étude du comportement d'un individu ici appelé « acteur », ce concept suppose que l'acteur a un comportement rationnel, mais que sa rationalité est limitée en terme de capacité cognitive et d'information disponible. Dès lors l'acteur va généralement s'arrêter au premier choix qu'il jugera satisfaisant.<sup>20</sup> Nous comprenons alors que l'acteur est dans notre cas l'acquéreur et ses choix portent sur une des cibles disponibles sur le marché des entreprises
- L'opportunisme : Ce principe suppose que tout individu soit opportuniste de nature, d'ailleurs, l'existence de la firme est due à l'opportunisme de l'individu.

<sup>19</sup> <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2003-1-page43.htm> ; Consulté le 02 Mars 2019 à 19h30

<sup>20</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Rationalit%C3%A9\\_limit%C3%A9e](https://fr.wikipedia.org/wiki/Rationalit%C3%A9_limit%C3%A9e) , consulté le 15 Mai 2019 à 22h30

Cette théorie stipule que toute transaction économique engendre des coûts préalables à leur réalisation, tels les coûts de recherche et d'information, les coûts de négociation et de décision, les coûts de surveillance et d'exécution <sup>21</sup>

Dès lors, un parallèle peut être établi avec un processus de M&A qui provoque des coûts de négociation, de décisions et de coûts de surveillance et d'exécutions

Du fait des incertitudes qui leurs sont liées, ces transactions produisent des coûts diminuant la performance des entreprises. Dès lors, les agents économiques recherchent des arrangements institutionnels permettant de les minimiser et de les faire tomber sous le prix du marché, plusieurs mécanismes sont utilisés lors des opérations M&A tel que : les garanties de passifs et bien sûr les Due diligence.

Les rapprochements par fusion acquisition constituent un champ d'investigation privilégié de la littérature de management stratégique. La théorie des coûts de transactions en fait partie, ainsi après avoir abordé le concept, nous nous intéresserons de près, aux contributions de cette dernière sur ces rapprochements.

En effet, la TDC permet de répartir les modes de rapprochement en deux catégories :

- Les modes hybrides (alliances coopératives) : qui désignent des relations coopératives qui s'inscrivent dans la durée ;
- Les modes hiérarchiques (Fusions acquisitions) : peuvent se réaliser soit à travers la prise de contrôle d'une entité existante (acquisition) soit à travers la création ex nihilo d'une activité des transactions fréquentes se combinent à des actifs spécifiques (fusion). Si les actifs sont moyennement spécifiques, le choix portera sur des modes hybrides, si les actifs sont idiosyncrasiques, l'entreprise choisira des modes hiérarchiques.

Le cadre théorique proposé montre que les rapprochements constituent une alternative à des relations marchandes et à un développement interne des activités. Le recours à des relations hybrides et hiérarchiques ne se justifie que lorsque l'incertitude et»<sup>22</sup>

### 1.6.2. Théorie d'agence :

Autre apport théorique en matière de fusions acquisition .La théorie de l'agence « prolonge les théories managériales de la firme en analysant l'entreprise explicitement comme un nœud de contrat. La théorie de l'agence vise notamment à expliquer certains

---

<sup>21</sup> Dahlman (C.J), the problem of externality, the journal of law and Economics, vol. 22, n° 1, Avril 1979, page 148,

<sup>22</sup> <https://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2007-4-page-81.htm#>; Consulté le 02 Mars 2019 à 19h30

problèmes survenant dans les contextes de séparation entre la propriété et le contrôle par la structure particulière des relations d'agence existantes dans l'entreprise. »<sup>23</sup>

Une relation d'agence existe quand l'apporteur de capitaux (mandant) mandate un agent (manager) pour gérer ses intérêts au sein de l'entreprise qu'il a lui-même constitué grâce aux capitaux.

Selon Jensen et Meklinng (1979), un problème d'agence existe lorsque les manager possèdent qu'une infime partie de l'entreprise, ils seront alors tentés de poursuivre leurs intérêts personnels au détriment de l'intérêt de du mandant (actionnaire), ceci peut en effet constituer un risque d'opportunisme aux yeux des actionnaires ce qui les poussera à sous-investir. Les couts d'agence qui résultent de cette situation sont :

- Des couts directs liés aux systèmes de contrôle mis en œuvre par les actionnaires (notamment l'audit)
- Des couts directs liés aux systèmes d'information et de reporting mis en œuvre par les dirigeants à destination de l'actionnaire (notamment les systèmes de contrôle de gestion)
- Des couts indirects liés à l'utilisation non optimale des ressources

C'est dans ce contexte la que les opérations M&A peuvent être interprétées comme un moyen de minimiser voir résoudre les couts d'agence, car elles permettent de mettre sur les managers qui, s'ils n'agissent pas dans l'intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires peuvent faire l'objet d'une opération Hostile)

Une autre théorie, appelé Théorie de l'enracinement (Shleifer et Vinshy) « qui est une extension de la théorie de l'agence – explique les mécanismes mis en place par certains managers pour contrer les systèmes de contrôles mis par les actionnaires afin de garder leurs position en créant des racines dans l'entreprise ». <sup>24</sup>

Parmi les stratégies d'enracinement on retrouve la mise en œuvre d'opérations M&A spécifiques dont la valorisation est fortement corrélée avec le savoir-faire et les compétences spécifiques des dirigeants.

### **1.6.3. Le comportement managérial au sein des firmes :**

Les travaux de Berle et Means (1933) ont ouvert le chemin devant les différentes études sur le comportement managérial au sein des firmes et notamment sur la séparation entre propriété et contrôle au sein de la grande entreprise. En revanche ceux de Baumol (1959) et Marris (1964) ont parlé de l'impact de la fonction d'utilité des dirigeants sur les décisions d'investissements

---

<sup>23</sup> Olivier Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions, P18, 3eme édition, Dunod

<sup>24</sup> Ibid., p.19.

« Elles émettent l'hypothèse selon laquelle les dirigeants ont tendance à maximiser leurs propres utilités sous certaines contraintes de rentabilité pour les actionnaires »

Les dirigeants ont tendance à rechercher la voie de la croissance afin d'agrandir le taille de l'entreprise non pas pour optimiser la rentabilité de l'entreprise mais pour monter en puissance.

Les opérations M&A entrerait dans ce champ d'explication en tant que vecteur d'accroissement de la taille de l'acquéreur au détriment de l'intérêt des actionnaires.

Ces théories montrent l'importance de l'aspect comportementale des acteurs ainsi que la divergence des intérêts dans les choix d'investissements.

Ces études montrent aussi, qu'il n'Ya pas de lien statistique quantifiable entre la taille de l'entreprise et la rémunération des dirigeants, néanmoins, ce lien existe entre la rentabilité des entreprises et la rémunération des dirigeants.

L'intérêt d'avoir mobilisé ces apports théoriques en matière de fusion acquisitions est de montrer que l'impact de ces dernières sur la vie de l'entreprise n'est pas que financier et qu'il s'agit bien d'un tournant très important dans la vie des entreprises.

Les décisions d'investir dans une opération de fusion acquisition sont largement influencé par le comportement des dirigeants.

### **1.7. Motivations derrière les M&A<sup>25</sup>**

Afin de bien cerner la notion de M&A, il y a lieu de repérer les différents motifs qui poussent les entreprises à opter pour ce mode de croissance, Nous concentrerons notre analyse sur les motivations de nature stratégique.

Bien qu'il existe une myriade de classifications des motivations stratégiques ; nous allons retenir 3 familles de motifs stratégiques qui sont comme suit :

#### **1.7.1. Les motifs stratégiques offensifs :**

Plusieurs raisons peuvent conduire une firme à recourir à des opérations de M&A, la première famille de motifs concerne des considérations offensives, c'est-à-dire que dans cette famille, l'objectif principal est d'améliorer la position concurrentielle de la firme, en exploitant ou valorisant la caractéristique de l'entreprise acquise. La firme pourra ainsi :

- Accroître son pouvoir de domination et d'influence,
- Capter des ressources spécifiques,
- Prendre position sur un nouveau marché,
- Se renouveler, se régénérer,

#### **1.7.2. Les motifs stratégiques défensifs :**

---

<sup>25</sup> LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014

Au-delà des motifs stratégiques de type offensifs, l'évolution que connaît l'environnement de la firme peut conduire cette dernière à s'aligner avec les exigences de l'environnement afin d'assurer le maintien de sa position, Ces manœuvres conduisent souvent à des opérations M&A, ce type de pratique sert dès lors à des intentions stratégiques défensives et permet à la firme de :

- Consolider sa position dans le secteur à maturité,
- S'adapter aux évolutions technologiques,
- Acquérir une taille critique,
- Entraver les actions d'un concurrent gênant,
- Limiter les entrées au sein du secteur,

### 1.7.3. La recherche de synergies :

La troisième et dernière famille de motifs stratégique, est, comme son nom l'indique, étroitement liées à la notion de synergie. Un repreneur cherche à travers une opération de rapprochement trois types de synergies (bien qu'il existe plusieurs façons de les classer)

- *Les synergies financières* : Une opération de rapprochement est une façon d'augmenter le capital de l'entreprise, ce qui causera la baisse du cout du capital de l'entrepris. L'un des moyens les plus efficaces pour baisser le risque systémique est de constituer un portefeuille diversifié d'investissements.
- *Les synergies opérationnelles* : Selon Michael Porter, Les synergies opérationnelles peuvent découler soit de la combinaison des activités des deux entreprises ou du transfert du savoir-faire. Cet avantage concurrentiel doit être supérieur aux couts de rapprochement
- *Les synergies managériales* : Sont réalisées lorsque les dirigeants de la société acheteuse ont un savoir-faire plus important que ceux de la cible. Les synergies managériales interviennent surtout dans la phase post-acquisition.

Les M&A peuvent servir des intentions spéculatives ou stratégiques , « les motifs associés à ces manœuvres ont été examinées ici dans la perspective d'une amélioration de la compétitivité à long terme de la firme, suivant cette perspective, les M&A constituent un puissant moyen de transformation des entreprises et sont particulièrement utiles lorsque le jeu concurrentiel évolue rapidement, Les objectifs de ce mode de développement sont de ce fait multiples et peuvent répondre à des motifs offensifs ou défensifs, la croissance par M&A peut aussi être motivée par la recherche de synergies opérationnelles. »<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Berkane Meriem Maha, Due diligence financière: Outils de réduction des risques financiers et de préparation à la valorisation de la cible dans les fusions acquisitions, Ecole supérieur de Banque, 2012



### 1.8. Les vagues de fusions acquisitions

Aussi loin qu'on puisse remonter dans l'histoire du commerce et de l'économie, les opérations de rapprochement par M&A ont toujours eu lieu dans l'économie, Ce n'est qu'après la formalisation de ces opérations de rapprochement par des textes et lois dédiées que ces opérations ont connues leurs appellation actuelle, c'est-à-dire M&A.

Il est possible, grâce à une analyse rétrospective de montrer que les M&A sont survenues en vagues a des moments précis du fait des évènements macroéconomiques et/ou politiques. Le consensus générale admet que les vagues sont au nombre de 6 et sont résumées dans ce tableau :

*Tableau 2 Vagues de fusions acquisitions*

Période	Type	Caractéristique
1897-1904	« Merger for monopoly »	Constitution d'empires industriels, impact de la révolution industrielle, Gros enjeux d'investissements
1916-1929	« Merger to oligopoly »	Après la législation « anti-trust » consolidation et expansion du marché
1965-1970	Fusions de type conglomérat	Diversification, acquisition de technologie
1981-1989	« Mergermania »	Concerne tous les acteurs, avec : internationalisation, endettement, opérations hostiles
1992-2001	Vague globale et bulle d'internet	Secteurs dérégulés (Banque, finance, telecoms) deals amicaux, méga deals, consolidations industrielles
2003-2007	Courte vague, très intense	Jumbo deals, sponsors financiers, prix élevés

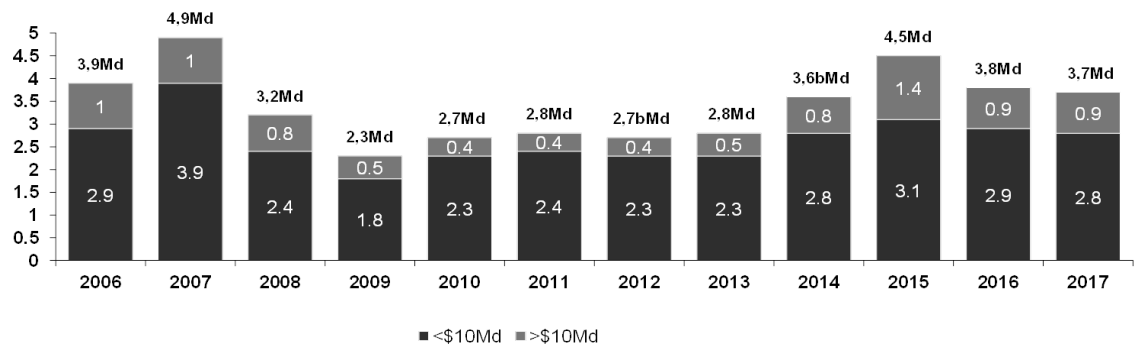
Source : Mohammed Gouali : fusions acquisitions les 3 règles de succès, Page93

### 1.9. Etat des lieux et statistique du marché des entreprises :

Depuis la dernière vague qui s'est produite en 2003 et 2007, les M&A ont connues un flagrant ralentissement à partir de 2008 causé par la fameuse crise des Subprimes passant de 4,9 milliard à 3,2Mds en 2008 puis 2,3Mds en 2009.

Le graphique ci-dessous reprend une étude effectuée le marché mondial des entreprises

Figure 4 Statistiques du marché des M&A



Source: Rapport JP Morgan, Page 8

En 2017 le marché mondial des fusions et acquisitions a enregistré des volumes annoncés de 3,7 billion de dollars, en dépit d'une incertitude géopolitique mondiale considérable

En matière de méga deals, Le nombre de transactions ayant une valeur supérieure à 10 milliards de dollars a connu une baisse de 5% (35 transactions en 2017 contre 37 en 2016), en partie en raison d'un environnement réglementaire incertain

Le projet de loi de réforme fiscale d'envergure adopté par le Congrès américain en décembre 2017 a abaissé le taux d'imposition des sociétés aux États-Unis à 21% et amènera probablement les sociétés américaines à modifier certains comportements, y compris le rapatriement d'investissements pour acquérir d'autres actifs américains, plutôt que la scission de certaines filiales comme la fait le géant américain de l'automobile Ford.

Toujours selon le rapport, les industries diversifiées étaient le secteur le plus actif en volume en dollars en 2017, suivi du domaine de la technologie, de l'immobilier et de la santé<sup>27</sup>.

— Les M&A en Algérie<sup>28</sup> :

Avant les années 90s, l'Algérie suivait un régime socialiste qui favorisait une économie basée sur l'état et ses entreprises souvent de très grande taille à l'instar de la Sonatrach, Sonalgaz, SNVI SNTA etc. Depuis, de grandes réformes ont été implémentées pour s'ouvrir à l'économie mondiale de marché afin de diversifier l'économie du pays, à cet effet, l'État a procédé à la restructuration de plusieurs entreprises publiques en ouvrant le capital, et en réalisant des opérations de rapprochement en M&A avec des investisseurs privés.

Cette démarche a été saluée par plusieurs entreprises multinationales et fonds d'investissements qui considéraient que l'Algérie avait un fort potentiel de développement et qu'il manquait juste la volonté de l'état Algérien d'aller vers l'avant.

Mais ce n'est que dans les années 2000s et plus exactement entre 2001 et 2007 que les M&A ont connu un véritable essor, cet essor s'est ensuite ralenti à cause de l'avènement de la règle 49/51.

En effet, l'état Algérien et par soucis de protection et de préservation des emplois a introduit en 2009 une règle qui exige la détention d'un minimum de 51% du capital de toute entreprise activant sur le marché Algérien par des actionnaires algériens résidents.

Cette règle a profondément modifiée le code des investissements Algérien notamment en matière « d'IDE » ou investissements directe étranger. Désormais un investisseur étranger ne peut prétendre qu'à 49% -au maximum- de l'entreprise ou il souhaite investir (Voir annexes 3).

Nous aurons vu à travers la première section les généralités des M&A, dans la deuxième section intitulée Mise en place des M&A, nous allons voir en profondeur les étapes qui constituent ce processus.

## **2. Section 2 : Mise en place des M&A**

Les fusion-acquisitions est un processus long, complexe et incertain, qui nécessite une préparation rigoureuse, en effet, afin de bien mener une opération de rapprochement, il faut que tous les éléments qui constituent le procès de M&A soient respectés.

Bien que dans la théorie, il existe plusieurs façons d'éclater un processus de M&A.

Pour notre travail on a décidé de retenir la décomposition suivante qui se résume en 9 étapes :

### **1. Réajuster le plan stratégique**

---

<sup>27</sup> JP Morgan, 2018 Global M&A Outlook, Janvier 2018

<sup>28</sup> LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014

2. Sélectionner la cible et son back-up
3. Valoriser la cible
4. Evaluer les synergies
5. Conduire la due diligence
6. Négocier efficacement
7. Structurer la transaction
8. Clore la transaction
9. Intégrer

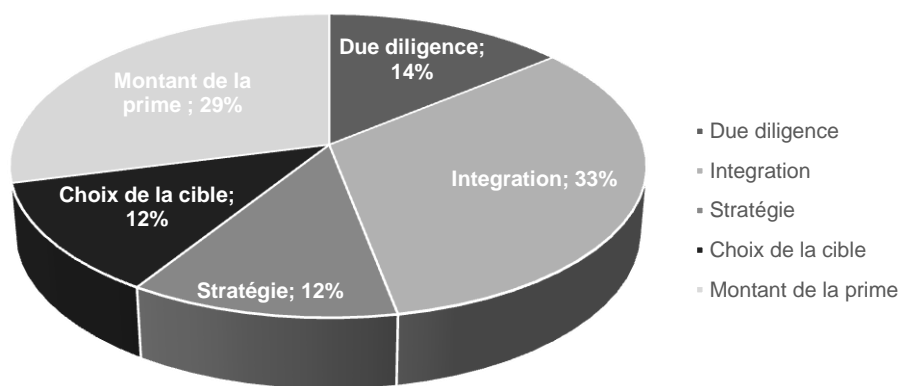
Ces phases représentent chacune une étape cruciale du processus car elles contribuent chacune à l'objectif final qui est la croissance et la création de valeur à travers le rapprochement.

Ceci dit, les phases ci mentionnées, ne doivent en aucun cas être négligées. Les experts préconisent de considérer chaque étape comme étant la *seule* composante.

Autrement dit, un acquéreur devrait se concentrer sur chaque phase comme si c'est d'elle seule que dépend la réussite de toute l'opération de fusion-acquisition.<sup>29</sup>

Une enquête menée aux USA entre 2004 et 2006 sur un panel de 150 entreprises de 6 secteurs différents qui sont : Les finances, télécoms, énergie et grande consommations. Les entreprises ciblées par cette étude se situent dans le marché « Middle market » dont les transactions se situent en 5 et 200 millions de dollars.<sup>30</sup>

Figure 5 Poids de chaque phase dans le processus M&A



Source : Mohammed Gouali : Fusion acquisitions les 3 règles du succès ,Page 143

<sup>29</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, Page 126 édition EYROLLES, 2008.

Comme on peut le voir sur le graphique la due diligence n'occupe que 14% du processus global des M&A, Néanmoins, les résultats de la due diligence s'étendent sur deux autres parties qui sont le choix de la cible, et le montant prime.

En effet, la due diligence permet d'abord d'aider l'acquéreur ou la cible à bien structurer la transaction et ce en filtrant les différents prétendants via des techniques qu'on va expliquer dans la suite de ce travail pour ensuite poser les bases pour l'évaluation de la cible.

La détermination des bases de l'évaluation de la cible par la due diligence permettra en fin de déterminer le prix proposé, le montant de la prime que va recevoir les actionnaires ou les dirigeants de la société absorbée.

Les résultats des investigations menés dans le cadre de la due diligence offriront à l'acquéreur une meilleure visibilité sur l'avenir de la cible. Il pourra donc formuler la stratégie qui conviendra le plus à son projet.

On peut donc dire que la due diligence- selon cette étude- a un impact plus au moins direct sur 55% du processus global du processus M&A car d'une part elle accompagne l'acquéreur dans le choix de la cible en lui révélant les risques inhérents à la transaction et en validant les éléments d'évaluation des attraits de la cible, et d'autre part elle offre à l'acquéreur une idée très claire sur le montant du prix à proposer.

On quand on voit les montants vertigineux des opérations M&A, on se rend vite compte de l'importance de la due diligence, son ampleur et son rôle prépondérant dans n'importe quelle opération de rapprochement.

On peut ainsi déduire que dans sa globalité une fusion-acquisition est un processus de bout-en-bout ou « chaque phase est reliée par son hypothèse et ses conclusions à celle qui suit. Et que c'est cette approche qui maximise la concentration des facteurs de succès de la transaction.

## **2.1. Les différentes phases du processus M&A :<sup>31</sup>**

### **2.1.1. Réajustement stratégique :**

Afin de bien mener une opération de rapprochement, il faut que la stratégie de cette dernière soit compatible avec la mission, les objectifs et les besoins globaux de l'organisation, le développement quant à lui viendra par le biais de combinaisons d'affaires.

La stratégie établie devrait permettre au repreneur de clairement définir les objectifs financiers, les critères d'acquisition et le budget d'acquisition.

Entre autres, les critères de d'acquisition devraient spécifier les objectifs suivant :

- La diversification des produits, des services, et du risque relatif aux affaires,

---

<sup>31</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, op, cit. Page 130.

- L'expansion de la part de marché en acquérant les concurrents,
- L'intégration verticale en acquérant les fournisseurs et les distributeurs,
- Le budget d'acquisition doit spécifier les qualifications, les talents, et le plan de gestions,

La stratégie de M&A devrait également spécifier les types de conseillers financiers et intermédiaires requis.

En effet, une opération de rapprochement requiert de nombreuses consultations auprès des mandataires, courtiers d'affaires, banquiers, commerciaux et consultants spécialisés en *Deal Advisor*.

Comme on l'a préalablement exposé, il serait judicieux de constituer une équipe de F&A qui veillera au bon déroulement du processus de rapprochement.

Dans un premier temps, l'équipe peut être constituée d'un noyau décisionnel comprenant le PDG et son DFC ainsi que le directeur Marketing, mais dès que le processus est lancé, diverses parties viennent s'y greffer. Toujours sous le sceau de la confidentialité.

En générale, on retrouve dans les équipes de M&A les parties suivantes :

- Le directeur de la stratégie
- La banque d'investissement ou le cabinet de conseils spécialisé, qui seront impliqués jusqu'à la clôture de la transaction.
- Des directeurs d'activité et des experts
- Des cabinets d'audit, chargés de la *Due Diligence ou Deal Advisors*,
- Des juristes et des fiscalistes dont la mission consiste à assister le repreneur dans le volet juridique et fiscal de la transaction,
- Des consultants et des spécialistes en gestion des risques dont le rôle sera l'évaluation des synergies et la détections des risques inhérents à la transaction,

### **2.1.2. Sélection de la cible :**

Après avoir tracé les grandes lignes de la stratégie de rapprochement, on arrive à la seconde phase du processus M&A qui consiste pour l'acquéreur à sélectionner sa cible. Le choix de la cible doit être fait selon les critères d'acquisition établis dans la 1ere phase.

En effet, la sélection de la cible recouvre une importance critique, elle caractérise le passage de la réflexion stratégique à son début de matérialité.

Selon le contexte, un acquéreur procède à l'identification de sa cible par trois approches :

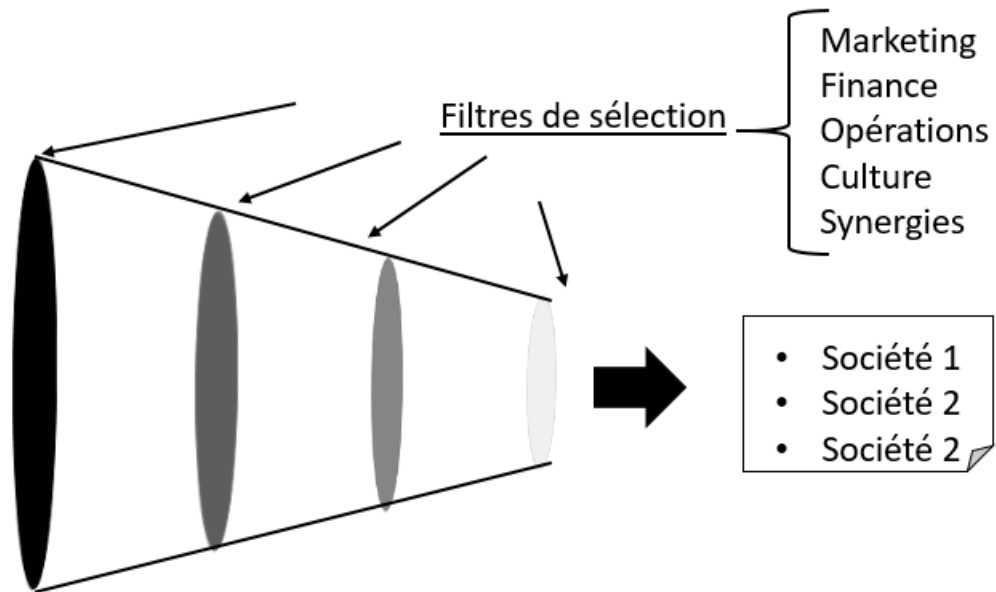
- L'acquéreur sait quelle cible l'intéresse et connaît son dirigeant. A partir de là, un contact direct peut établir entre dirigeants afin de discuter un potentiel rapprochement

- 
- Il saisit une opportunité de marché, on peut par exemple citer l'exemple les entreprises en liquidation ou redressement judiciaire qui peuvent faire l'objet d'une éventuelle opération de reprise.
  - En fin, l'acquéreur peut recourir à la sous-traitance en engageant un cabinet de conseil spécialisé ou une banque d'investissement.

La cible sélectionnée doit obéir à plusieurs critères tel que le prix, la taille, la localisation, la clientèle les synergies créées etc...

La méthode de sélection quant à elle, repose sur le principe de l'entonnoir (figure 6).

Figure 6 Principe de sélection de la cible par filtrage des candidats



Source : Mohamed Gouali Fusions acquisitions, page 138

Comme on peut le voir sur la figure ci-dessus , l'entonnoir est constitué de plusieurs filtres de dimensions de plus en plus petits dont l'usage est la réduction du candidat en fonctions de la précision des critères utilisés.

A la sortie de l'entonnoir, ne subsiste qu'un faible nombre d'entreprises (une *short List*) qui subissent ensuite un examen plus approfondi afin de choisir celle qui soit conforme aux attentes de l'acquéreur.

### 2.1.3. Valorisation de la cible : <sup>32</sup>

La détermination de la valeur de la cible est probablement l'un des aspects les plus difficile de la transaction de fusion-acquisition, principalement parce que chaque affaire est unique, et il est difficile de placer la valeur de la cible dans une figure simple.

<sup>32</sup> Berkane Meriem Maha, Due diligence financière: Outils de réduction des risques financiers et de préparation à la valorisation de la cible dans les fusions acquisitions, Ecole supérieur de Banque, Page 12, 2012



Dans l'hypothèse où la cible est cotée, sa valeur est égale à sa dernière capitalisation boursière, dans cette hypothèse la valorisation de la cible n'est pas un problème car les marchés financiers nous donnent accès à ce type d'information,

Dans le cas contraire, le repreneur devra collecter les informations nécessaires afin d'évaluer sa cible suivant des méthodes de calculs qui, depuis des décennies, obéissent à des formalismes mathématiques aux résultats approximatifs.

Qu'elle soit faite par le repreneur ou par la cible elle-même, une évaluation aboutit toujours à une valorisation de la cible

La multitude de variables inhérentes aux différentes phases de ce processus et les incertitudes propres à chacune d'elles rendent, en effet, difficile l'élaboration d'une approche exhaustive et précise.

Nous expliquerons dans le Chapitre 2, le différent mécanismes d'évaluations de la cible.

#### **2.1.4. Evaluation des synergies :**

Les synergies sont sources de création de valeur « qui résultent de la seule interaction entre les ressources de l'acquéreur et celles de la cible. Parmi elles, on distingue celles qui procurent un chiffre d'affaires supplémentaire et celles qui font réaliser des économies d'échelles »

Leur évaluation représente un obstacle majeur du fait de sa complexité, en effet une analyse profonde du repreneur et de la cible et de leurs caractéristiques respectives est plus que nécessaire dans toute opération de rapprochement.

La complexité de cette étape vient du fait que les sources de synergies ne sont pas toutes objectives : certaines se réfèrent à des repères tangibles (produits, marchés cots, etc.)

Tandis que d'autres se réfèrent à des repères intangible tel que le savoir , la perception des clients ou encore la culture des deux parties.

#### **2.1.5. La Due diligence (audit d'acquisition)<sup>33</sup> :**

Comme on l'a préalablement exposé, la due diligence occupe un rôle prépondérant dans le processus de rapprochement, elle se définit comme suit :

« La due diligence est le processus qui permet d'examiner complètement l'information fournie par la cible pour déterminer l'exactitude et la fiabilité d'information, de décision finale de l'acquéreur pour acheter la cible, de prix d'achat, et comment financer la transaction de Fusion acquisition »

La notion de DD va être développée dans le chapitre 2, on se contentera ainsi de cette définition.

---

<sup>33</sup> LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014

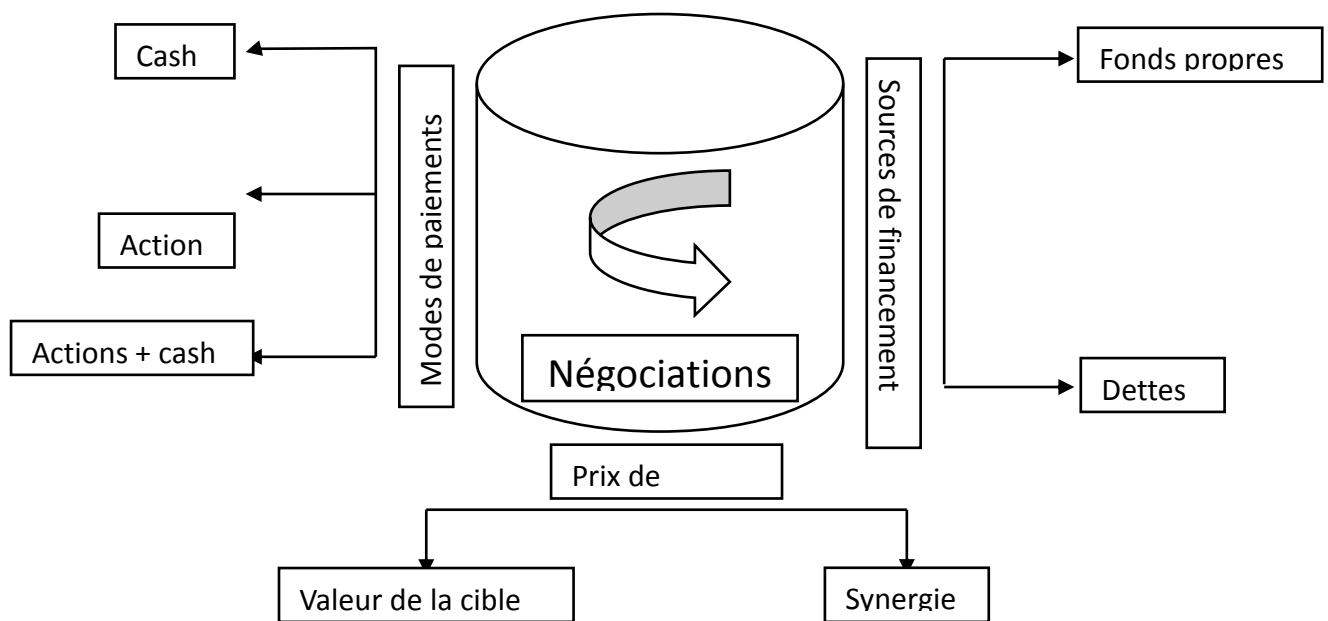
### 2.1.6. Les négociations

Les négociations jouent un rôle crucial dans tout le processus de M&A car il faut bien savoir que : « Ce qui est à nous est à nous, ce qui est à vous est NEGOCIABLE »<sup>34</sup>.

La négociation porte sur plusieurs aspects notamment le prix de cession, le mode de paiement, source de financement.

Le schéma ci-dessous résume les enjeux, les modes de paiements, les sources de financements qu'on peut retrouver lors des négociations.

Figure 7 Les 3 éléments structurant d'une négociation



Source : Mohamed Gouali Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, P140.

Négocier une opération de M&A est un exercice compliqué. Négocier avec succès nécessite toutefois des compétences techniques (financières, juridiques, fiscales, managériales et stratégiques) doublées d'une sensibilité, d'une acuité psychologique, d'une qualité d'écoute et d'un sens de flexibilité, d'un sang-froid et d'une grande perspicacité. Elle porte notamment sur 4 volets :

<sup>34</sup> - Nikita Khrouchev- L'assemblée générale de l'ONU, 13 octobre 1960.

- Le volet financier : Comprend tous les éléments liés aux flux financiers qui vont découler de l'accord : le prix, les conditions de paiement ou d'échange, les garanties.
- Le volet managérial : Comprend tous les aspects liés à l'organisation de la transition
- Le volet social : Certaines considérations, telles que l'inaliénabilité des actifs<sup>35</sup>, l'engagement de ne pas licencier le personnel repris, la continuité de l'exploitation de la cible, représentent des éléments susceptible de faire pencher l'avis des dirigeants de la cible quant à l'opération de rapprochement.
- Le volet juridique : Enfin, le volet juridique englobe les clauses pénales telles que les clauses de changement de contrôle présentes dans tous les contrats de baux, indemnités de rupture etc.,

### **2.1.7. La structuration de la transaction :**

La structuration est la conclusion officielle et documentée de tous les éléments qui supportent la concrétisation de la transaction.

Elle vise à donner un sceau juridique aux principaux points d'accords obtenus lors des négociations, mais aussi et surtout à formaliser par un écrit juridique les points sensibles et les risques de litiges

Parmi les éléments abordés dans la structuration de la transaction, on retrouve :

- La situation des deux parties vis-à-vis l'administration fiscale
- La structure financière des deux parties
- Les modalités de paiement
- La responsabilité et l'engagement des deux parties à préserver les emplois et de ne pas aliéner les actifs
- La valorisation et les méthodes comptables
- Les attentes et besoins exprimés par les deux parties

### **2.1.8. Clôture de la transaction :**

Afin que la transaction soit clôturée, plusieurs procédures doivent être exécutées :

- La finalisation du processus de Due Diligence,
- Exécution des différents accords d'achat établis lors des négociations,
- Réception des relevés des comptes financiers audités,
- L'obtention des consentements des co-contractants notamment sur le transfert des accords matériels, autorisations, ou des droits,

---

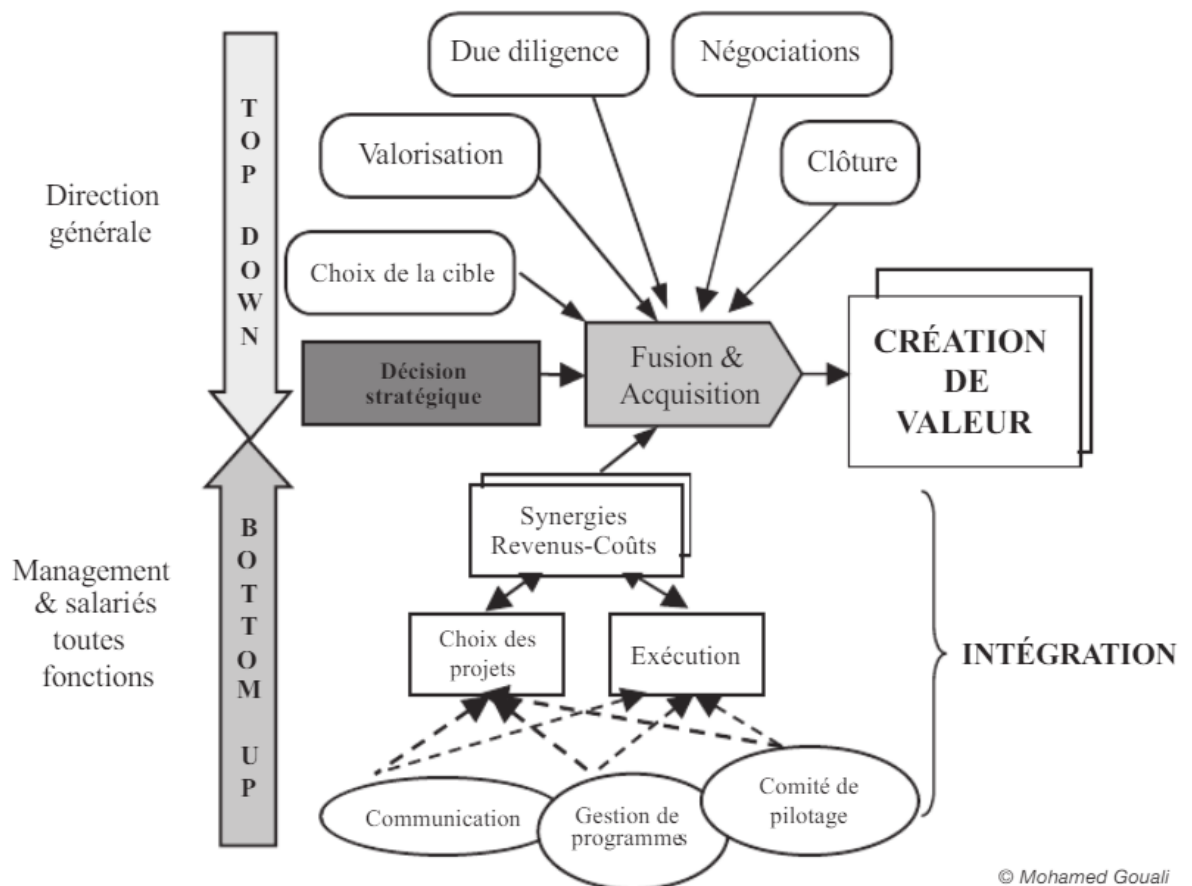
<sup>35</sup> La non cessibilité des actifs

### 2.1.9. Intégration <sup>36</sup>

« L'intégration des deux entreprises peut être totale ou partielle selon les objectifs recherchés. Concrètement elle signifie la mise en commun des diverses ressources de deux entreprises afin de les rendre homogènes et cohérentes : les ressources humaines, la culture d'entreprise, l'organisation, les méthodes de travail, les systèmes informatiques.etc. Ces challenges imposent que cette phase soit préparée en détail, ce succès est alors un gage du développement à long terme du nouvel ensemble »

Après avoir présenté les différentes phases, il est possible de les répartir en deux parties disjointes mais complémentaire : Top down et Bottom up.

Figure 8: Model top down ET bottom up des M&A



Source : Mohamed Gouali, Fusions acquisitions, Page 145

Ce schéma montre clairement que le Top down et le bottom up constituent un continuum. En effet le Bottom up qui représente la phase de post-clôture ou de l'intégration post Acquisition n'est que la résultante de toutes les actions entreprises dans la phase TOP down (Choix de la cible, Due diligence, valorisation, négociation clôture). Le succès de la

<sup>36</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, op.cit., P145.

---

post acquisition (bottom up) est conditionné par la réussite, la pertinence, et l'efficacité du Top down.

Sous un autre angle, on peut le voir comme « le creuset de la mise en commun des ressources des deux entreprises avec en particulier l'interaction entre leurs employés, leurs cultures et leur savoir-faire pour matérialiser les synergies<sup>37</sup>.

Ce qui nous intéresse dans notre étude, c'est de voir l'impact de la Due diligence sur le processus, on va donc se concentrer principalement sur le Top down étant donné que ce dernier caractérise le processus M&A tel qu'on la définit sur première partie de la section 2.

---

<sup>37</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, édition EYROLLES, 2008.

## **Conclusion**

A travers ce chapitre nous avons pu voir les différents concepts liés aux M&A et aux due diligences,

Il a été exposé dans la 1ere section les définitions de chaque type de M&A, leurs historiques a travers les vagues qu'a connu le marché des entreprises dans le monde, en fin , nous avons présenté quelques statistique et chiffres clés du marché des entreprises a travers le monde.

A l'issue de la deuxième section nous avons énuméré les étapes successives d'un processus de M&A ou la due diligence, objet de notre étude, constitue une étape parmi les 9 est dont la poids a été estimé à plus de 50% du processus globale.

Les points que nous avons énumérer au cours du premier chapitre nous ont aidé a mieux cerner le concept des M&A et leurs processus d'accompagnement.

Le deuxième chapitre sera quant à lui consacré exclusivement a l'approfondissement du concept de la due diligence.

# Chapitre 2

Audit d'une opération M&A

## **Chapitre 2 : Audit d'une opération de M&A**

La Fusion acquisition est un processus de longue haleine qui requiert préparation et planification, la due diligence intervient a un moment clé du processus ou elle fournit des éléments précieux aux acteurs de la M&A.

Ce chapitre sera consacré à la due diligence au sens large dans un premier temps, puis nous nous intéresserons, dans un second, a sa variante financière et qui fera l'objet de notre étude.

Le chapitre 2 est divisé sur 2 sections :

- La première section sera consacré a l'approfondissement des concepts clés de la due diligence, une lecture juridique des opérations de M&A a été réalisée à cet effet,
- La deuxième section sera dédiée a la relation qu'il y a entre la pratique de la due diligence et l'évaluation des entreprises,

L'objectif derrière ce chapitre est d'approfondir des notions que nous avons déjà abordé au cours du premier chapitre, et de donner une vision claire sur cette pratique afin de mieux préparer le 3eme Chapitre.



## 1. Section1 : Due diligence financière

Pour affronter les défis du futur, il faut d'abord maîtriser les rouages du passé. C'est dans cette logique que s'inscrit la démarche de la due diligence financière aussi appelée audit financier d'acquisition qui est un audit au service du bon déroulement et du succès des M&A.

### 1.1. Généralités

Nous exposerons dans cette section les concepts de base d'un audit financier d'acquisition autrement dit « Due Diligence Financière ».

#### 1.1.1. Origine du terme

Selon le principe « Caveat emptor » du droit romain qui veut dire (Que l'acheteur soit vigilant), c'est à l'acheteur de rester vigilant et de se méfier contre toute tentative d'arnaque de la part du vendeur. Ainsi il présumera la mauvaise foi de ce dernier.

Dans notre cas, l'acquéreur potentiel devra se méfier contre toute tentative de dissimulation de l'information par la cible et doit donc mandater une tierce partie indépendante qui se chargera de réaliser la Due diligence.

Ce n'est qu'en 1933 et avec l'avènement des « Securities Act » aux Etats unis que le terme Due diligence a connu sa facette financière. En effet cette loi sur la sécurité comportait une section appelée « Diligence raisonnable » que les courtiers pouvaient utiliser lorsqu'ils étaient accusés d'avoir mal divulgués l'information aux différents investisseurs.

Tant que les courtiers feraient preuve de prudence nécessaire (diligence raisonnable) dans leurs investigations sur les sociétés dont ils vendaient les capitaux, il ne serait pas tenus responsables de la non divulgation des informations qui n'ont pas été découverte au cours du processus de la Due diligence.

Que ça soit pour l'usage juridique ou financier, le terme a rapidement été utilisé pour désigner le processus lui-même et non pas la manière dont il devrait être exécuté<sup>38</sup>

#### 1.1.2. Mise au point terminologique :

En langue anglaise comme en langue français, le mot « diligence » signifie la même chose, c'est-à-dire le non négligence, Elle désigne selon le dictionnaire Larousse La promptitude, la rapidité efficace et l'empressement<sup>39</sup>.

Dans le Black's Law qui est un dictionnaire juridique américain, on retrouve plusieurs variétés du mot diligence, au gré des adjectifs qui les précèdent, la « Due diligence » est quant à elle définit de la manière suivante : « Une telle mesure de prudence, d'activité ou d'assiduité, à laquelle on doit normalement s'attendre et que normalement exerce un homme

<sup>38</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Due\\_diligence](https://fr.wikipedia.org/wiki/Due_diligence), Consulté le 02 Mars 2019 à 14h30

<sup>39</sup> <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/diligence/25572>

*raisonnable et prudent dans les circonstances particulières; pas mesurée par une norme absolue, mais en fonction des faits relatifs du cas particulier »<sup>40</sup>.*

### 1.1.3. Définition de la Due Diligence

« Le processus de due diligence aide à la transparence d'une transmission d'entreprise, il offre au candidat acquéreur (qui fait exécuter la due diligence) le contrôle des informations sur les actifs, l'activité, la situation financière et les perspectives de la société cible ( 'Target'), afin de pouvoir s'en forger une bonne opinion. Autrement dit : une due diligence réduit le fossé en matière d'information entre le candidat vendeur et le candidat acquéreur »<sup>41</sup>

« La due diligence est une étape clé du processus d'investissement intervenant en aval de la lettre d'intention, la due diligence est déterminante de toute prise de participation. Cette vérification des éléments annoncés par l'entreprise permet de limiter les surprises »

On peut dire la Due diligence est devenu un service à part entière que propose des professionnels chevronnés et aguerris souvent sous par des « Deal advisors » ou encore des « Due diligence providers » afin d'accompagner leurs clients mandataires tout au long du processus de rapprochement en entreprises.

### 1.1.4. Les acteurs de la due diligence

Durant l'accompagnement du client durant le processus M&A on peut distinguer trois parties qui participent directement la transaction à savoir, le client -qu'il soit acheteur ou vendeur-, la société cible (peut être elle-même cliente), et enfin les consultants ou la partie qui se chargera de la due. Dans cette catégorie on peut retrouver :

- Le deal advisor : le conseiller (souvent une Banque d'investissement ou une institution de corporate finance) agit en tant que commissionnaire, ce qui signifie qu'il cherche les parties et les met en contact, qu'il conduit et organise des négociations et qu'il établit les divers documents non juridiques de vente ;
- Les due diligence provider : fournisseurs spécialisés dans l'assistance en due diligence, souvent des divisions spécialisées de cabinets d'audit ou de bureaux d'avocats et dont les honoraires sont à la charge du mandant (le client) et ce en fonction de la réussite de l'opération de M&A.<sup>42</sup>

<sup>40</sup> <https://thelawdictionary.org/due-diligence/>, Consulté le 02 Mars 2019 à 14h 30

<sup>41</sup> - Berkane Meriem Maha, Due diligence financière: Outils de réduction des risques financiers et de préparation à la valorisation de la cible dans les fusions acquisitions, Ecole supérieur de Banque, Page 23, 2012

<sup>42</sup> Documentation interne KPMG

### 1.1.5. Typologies des Due diligence

Les due diligences, dans le cadre des opérations M&A se divisent en deux parties, selon la nature du client :

- Les Vendors Due diligence : Sont apparues au début des années 2000 dans des transactions impliquant des fonds d'investissement, la VDD est contractée par le vendeur c'est-à-dire la cible, ses frais sont supportés par ce dernier et ce au cours d'un processus de M&A. L'intérêt des VDD est triple :
  - Une VDD est établie afin d'éliminer ou d'écarter les éléments qui peuvent fausser la valorisation de la cible,
  - Une VDD fournit des éléments clés pour la négociation
  - Les informations chiffrées de la VDD pourront servir d'indication pour la garantie du passif
- Les Buy-Side Due diligence : Ayant les mêmes mécanismes que ceux des VDD, les Buy side Due diligence permettent aux clients souhaitant effectuer un rapprochement d'avoir une meilleure connaissance de la réalité économique et financière de la cible. Les Buy side due diligence servent aussi de contre-argument pour le client acquéreur au moment de la valorisation de la cible et la formulation de l'offre, et parfois même la conduite des négociations<sup>43</sup>.

Ce type de Due diligence fera l'objet de notre étude empirique.

Quel que soit leur type, les Due diligence sont là pour donner une opinion indépendante et sincère quant à la situation historique de l'entreprise, sa rentabilité, et ses performances futures,

« Par ailleurs, la due diligence permet de vérifier la comptabilité des ressources de la cible avec les objectifs stratégiques de l'acquéreur et sur la base desquelles elle a été choisie »<sup>44</sup>. Une due diligence bien conduite est un gage de garantie contre les risques inhérents à tout processus M&A et, elle s'attache d'en évaluer l'ampleur et de conclure si leurs impacts pourraient entraver le déroulement du processus M&A ou même le développement de la future entité à constituer.

Ces observations conduisent ensuite à formuler des recommandations pour :

- Poursuite ou non du processus M&A ;
- Déterminer l'identité, l'ampleur et la localisation des risques (lorsque ceux-ci ne sont pas rédhibitoires pour les objectifs de l'acquéreur)
- Fournir une estimation plausible des sources de synergies en fonction de leur faisabilité
- Identifier les meilleurs leviers pour réussir la phase d'intégration

---

<sup>43</sup> - LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, op, cit. p39

<sup>44</sup> - Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, op, cit., P140.

En Algérie ou comme en France, Les due diligences sont réalisées par des cabinets spécialisés de type Big Four ou par des experts comptables aguerris.

Dans notre réflexion, et pour la suite de ce travail, nous allons nous concentrer sur un type de Due diligence qui est le « Financial due diligence » ou « Due diligence financière » aussi appelé « Audit d'acquisition »

## **1.2. Due diligence Financière : Bien plus qu'un audit financier**

Il convient de préciser d'abord que la due diligence n'est pas un audit financier. Dans ce qui va suivre nous allons définir ces deux concepts et faire la différence entre les deux.

L'audit : Le mot audit proviens du verbe latin « audire » qui signifie « écouter » ; en effet les romains employaient ce terme pour désigner un contrôle au nom de l'empereur sur la gestion des provinces

Selon l'ouvrage « L'audit financier » l'audit se définit comme : « un processus méthodique, indépendant et documenté permettant d'obtenir des preuves d'audit et de les évaluer de manière objective pour déterminer dans quelle mesure les critères d'audit sont satisfaits. Globalement , on peut donc définir l'audit comme étant l'examen auquel procède un professionnel compétent, selon des normes préalablement établies , en vue de découvrir les failles et les anomalies , afin de mettre en place les procédures de correction nécessaires , et communiquer , à la fin , le résultats aux utilisateur intéressés »<sup>45</sup>

### La due diligence financière (audit financier d'acquisition):

L'audit financier d'acquisition est plus connu sous la terminologie anglo-saxonne de « Due diligence » ; l'audit financier d'acquisition est un processus d'investigation et de revue d'information afin de confirmer la valorisation d'une entreprise cible »<sup>46</sup>

Il s'agit donc , d'un exercice approfondi et objectif des différents aspects qui caractérisent une entreprise afin de donner une opinion sincère quant à la situation historique de cette dernière et déceler aussi les problèmes majeurs susceptibles de menacer l'entité auditée d'une part et celle qui sera éventuellement constituée d'autre part.

Lors d'une DDF, on vérifie aussi l'importance voir l'existence des synergies qu'un rapprochement entre deux ou plusieurs entités pourrait produire.

A partir des deux définitions, on peut dire que la due diligence financière n'est pas un audit financier car ce dernier porte sur les états financiers historiques seulement et vérifie leurs sincérité c'est-à-dire s'ils reflètent l'image fidèle de l'entreprise ou pas, en revanche, une

---

<sup>45</sup> - Documentation interne KPMG département Deal Advisory

<sup>46</sup> Idem

DDF englobe des travaux différents. Un examen de DDF examine les performances historiques de l'entreprise mais tient compte aussi des prévisions financières de celle-ci.

Autre différence majeure, réside dans le fait que l'audit financier vérifie uniquement la fidélité des résultats financiers tandis qu'une DDF étudiera les raisons des tendances observées dans les performances financières au cours d'une période donnée et de faire un rapport en terme de pertinence de la transaction proposée<sup>47</sup>. La DDF est donc la première opportunité offerte au client pour prendre connaissance de la réalité de la cible.

A notre sens, la DDF s'inspire des pratiques de l'audit et les met en œuvre lors d'une M&A au profit de son client mandataire.

Notre objectif à travers ce travail, est de montrer comment une due diligence financière permet à l'acquéreur de diagnostiquer les performances et les attraits de la cible dont il s'apprête à négocier le prix et d'évaluer les risques inhérents à la transaction.

### **1.2.1. Place d'une DDF dans le processus de M&A**

Le processus de DDF doit commencer le plus tôt possible avant même de prendre la décision afin de permettre à l'équipe qui va conduire la DDF d'étudier la transaction en profondeur.

Dans la plus part des cas, les DDF sont faites avant qu'un protocole d'accord, précisant la structure de la transaction ne soit rédigé. Il est important d'accorder un délai suffisant de temps au processus de Due diligence financière afin qu'elle soit réalisée en bonne et due forme car les résultats de l'examen peuvent fournir de précieuses informations pouvant assurer une évaluation équitable et donc un prix correct, et si nécessaire, des garanties.

Comme on l'a précisé dans la section 2 du Chapitre1 (voir graphique), la Due diligence a un impact sur plus de 55% des éléments qui constituent le processus M&A. Bien que cette dernière ne soit pas obligatoire on constate qu'elle est omniprésente dans la majorité des M&A.

Qu'elle soit réalisée en interne ou en faisant appel à une expertise externe (Cabinets d'audit et de conseils, Banque d'investissements etc.), la due diligence est une partie indissociable de tout processus de rapprochement.

---

<sup>47</sup> - LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014

### 1.2.2. Rôle d'une due diligence financière dans un processus de M&A

Les DDF ont pour principale but de :

Valider la base de l'évaluation : La DDF vise à fournir des informations sur les performances financières de la cible afin de permettre à l'acquéreur d'avoir une meilleure compréhension de l'entreprise cible c'est-à-dire les dernières tendances et les facteurs qui ont conduit ces dernières en faisant le parallèle entre EBITDA (BAIIA) et le cash-flow (Flux de trésorerie)

Ce type d'analyse permet de renseigner l'acquéreur sur la façon dont se porte la cible par rapport à son business plan ou sa stratégie.

Au niveau de l'évaluation, la valeur ajoutée d'une DDF est l'ajustement des éléments clés de l'évaluation.

En effet, l'un des rôles majeurs de la DDF est d'affiner l'estimation préliminaire sur la base des constatations et adapter le financement -de la cible- de façon appropriée.

Pour cela, la DDF opère sur les principaux agrégats financiers à savoir l'EBITDA<sup>48</sup>, Dette nette<sup>49</sup> et le BFR afin de les ramener à un niveau normatif, qui correspond à une activité normale dépolluée et qui reflète la réalité économique durant la période de la réalisation de la mission et via des techniques qu'on expliquera par la suite

Dans une perspective de reprise de la cible, un repreneur cherche à connaître quel serait le niveau des revenus et de la dette en temps normale, mais aussi besoins en financement à court terme.

Enfin, la DDF éclaire l'acquéreur sur les détails des éléments qui constituent une base pour la valorisation de la cible ( Eléments constituant l'EBITDA, La dette nette etc.), cette valorisation est d'une importance capitale dans tout processus de M&A car elle permet d'avoir une première impression sur le déroulement de la négociation et bien sûr sur le prix proposé.<sup>50</sup>

Déceler l'existence des anomalies : Vérifier si des anomalies contractuelles, fiscales ou juridiques existent et si oui, quantifier leurs ampleur afin de leurs donner une lecture financière.

Contrairement à une banque ou à un prêteur de fonds, l'investisseur ou l'acquéreur supportera la totalité du risque. Car en plus du risque financier (cessation de paiement et donc

---

<sup>48</sup> EBITDA: Earnings before Interests Taxes Depreciation and Amortization.

<sup>49</sup> Dette nette : Correspond à la position créditrice ou débitrice de la cible vis-à-vis de ses tiers financeurs hors cycle d'exploitation c'est-à-dire sans prendre en considération les dettes fournisseurs, les dettes fiscales et les dettes sociales.

<sup>50</sup> - Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, édition EYROLLES, 2008.

faillite) l'investisseur devra aussi supporter les risques liés à la mauvaise gestion de l'exploitation de la cible.

*Exemple* : Il est parfaitement normale de trouver dans les contrats de baux de la cible des clauses qui prévoient le changement de contrôle, et comme une opération M&A est une forme de changement de contrôle, l'équipe chargée de conduire la DDF se retrouve dans l'obligation de revoir l'intégralité des contrats de baux afin de trouver d'éventuelles anomalies cette fois sous forme de clauses interdisant à la cible d'introduire des changements au niveau de son actionnariat. Cette anomalie -d'ordre contractuel- peut en effet mettre fin au processus M&A il convient donc de lui accorder une attention particulière<sup>51</sup>.

Déceler l'existence des anomalies et risques permettra à l'équipe chargée de conduire la due diligence de proposer des clauses post-acquisition.

#### Evaluer les besoins de financement :

On entend par besoin de financement « toute situation où les dépenses d'investissement sont supérieures à l'épargne. On parle de besoin de financement si le solde est négatif, et de capacité de financement s'il est positif. »<sup>52</sup>

L'idée est d'analyser

- Les capitaux gelés en « stocks » (coûts d'achat et coûts de production n'ayant pas encore abouti à la vente des produits),
- Les fonds gelés en créances sur clientèle (ventes non encore réglées par les clients),
- Les dettes vis-à-vis des fournisseurs qui ne sont pas réglées par l'entreprise.<sup>53</sup>

Ceci nous amène à un élément clé de toute analyse financière et pas seulement de la due diligence. Le besoin en fonds de roulement (BFR) ou Working capital.

En effet, en conjuguant les 3 éléments cités ci-dessus, à savoir les stocks, les créances clients et les dettes fournisseurs on tombe sur la notion du BFR qui « témoigne de la qualité de la position stratégique de l'entreprise car il est le reflet des relations de force qu'elle entretient avec ses clients et ses fournisseurs »<sup>54</sup>

Le rôle de la DDF ici, n'est pas de calculer le BFR mais de l'ajuster, en le ramenant à son niveau normatif qui correspond à une activité dite « Normale » de l'entreprise en écartant du calcul tous les éléments exceptionnels et non récurrents comme, par exemple, la faillite d'un gros client, solde fournisseur important résultant de l'achat d'une machine ou un stock important faisant suite à une panne de machine.

---

<sup>51</sup> - Berkane Meriem Maha, Due diligence financière: Outils de réduction des risques financiers et de préparation à la valorisation de la cible dans les fusions acquisitions, Ecole supérieure de Banque, 2012.

<sup>52</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Besoin\\_en\\_fonds\\_de\\_roulement](https://fr.wikipedia.org/wiki/Besoin_en_fonds_de_roulement), Consulté le 14 MARS 2019 à 18H20

<sup>53</sup> - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, Page 256, 2009, Dalloz

<sup>54</sup> - Ibid Page 281

L'intérêt de cette analyse est justement d'aider l'acquéreur potentiel à mettre en place un dispositif approprié pour financer le besoin en fond de roulement pour la post-acquisition

Comprendre les liens entre la valeur de l'actif économique et la valeur de l'actif net :

La valeur de la cible est la somme de ses capitaux propres et de sa dette nette.

Ainsi, l'acquéreur doit impérativement se poser les questions suivantes :

- Avons-nous assez de capitaux pour maintenir l'exploitation ?
- Quelle dette nette allons-nous acquérir et donc supporter ?<sup>55</sup>

Proposer des clauses Post-acquisition :

Comme on la probablement expliqué dans le chapitre 1, l'effet de la due diligence ne s'arrête pas à la validation des base de l'évaluation. En effet les résultats obtenus par une Due diligence permettent à l'acquéreur de mieux gérer la phase post acquisition.

- Les garanties de passifs : Les acquéreurs font souvent appel à ce genre de clause afin de se prémunir contre toute augmentation de passif ayant une origine antérieure à l'acquisition, à cet effet l'équipe chargée de la due diligence contribuera à la mise en place de ces clauses, Rappelons-le, « Une clause de garanties de passif est signée dans le cadre d'un changement de contrôle d'une entreprise, lors du dénouement de la négociation, au moment où le vendeur ne négocie plus qu'avec un seul acquéreur. Elle permet à l'acquéreur de s'assurer qu'il n'existe pas de passif caché ou en tout cas qu'il n'en supportera pas les conséquences financières. Elle ne lui permet en aucun cas de le protéger d'une sur ou sous-évaluation de la société » 56
- Les clauses Earn-Out : dans le cadre d'une discussion sur le prix menée tambour battant entre l'acheteur et le vendeur dont les avis divergent quant aux résultats futurs de l'entreprise, une "clause d'earn-out" « peut constituer une solution. Ainsi, le prix final dépend en partie de la réalisation future de certains objectifs. La prudence est cependant de mise. Outre les discussions futures sur la valeur des résultats à la base de la clause, il faut également tenir compte du fait qu'une telle clause ne facilitera guère l'intégration de l'entreprise acquise dans son groupe acquéreur. En effet, la clause d'earn-out nécessite que, post-acquisition, les résultats de celle-ci soient mesurés par rapport aux projections de performance formulées pré-acquisition. Or l'exercice d'intégration de l'entreprise et la réalisation de synergies entraîneront forcément des bouleversements qui pourront engendrer des polémiques sur l'origine des divergences constatées »<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> - Documentation interne KPMG département Deal Advisory.

<sup>56</sup> - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, Page, 2009, Dalloz

<sup>57</sup> - Le jargon M&A démystifié, KPMG, 2014



### 1.3. Une lecture juridique des M&A

Le régime applicable aux investissements dans les activités économique et commerciale en Algérie est régi par les dispositions de la loi N° 16-09 aout 2016 relative à la promotion des investissements, cette loi couvre aussi bien les investissements locaux qu'étrangers.

Selon cette loi, sont investissements :

- Les acquisitions d'actifs qui entrent dans le cadre de la création d'activités nouvelles ou qui sont susceptibles d'étendre les capacités de production, de réhabiliter ou de restructurer l'outil de production
- La participation dans le capital des entreprises que ça soit en nature ou en numéraire<sup>58</sup>

En outre, les M&A sont considérées par le législateur Algérien comme opérations d'investissement vu qu'elles répondent bel est bien au caractéristiques citée par la dite loi ci-dessus.

Le code de commerce algérien évoque les opérations M&A et autres opérations de restructurations à travers une série d'articles 744 à 749

Les opérations de rapprochement sont évoqués par les articles 744, 747,749 du code algérien du commerce, ainsi, les M&A sont définies de la manière suivante : « une société même en liquidation, peut être absorbée par une autre société ou participer à la constitution d'une société nouvelle, par voie de fusion. Elle peut aussi faire apport de son patrimoine à des sociétés existantes ou participer avec celles-ci à la constitution de sociétés nouvelles, par voie de fusion-scission. Elle peut enfin faire apport de son patrimoine à des sociétés nouvelles, par voie de scission »Section4 du code de commerce

Toutefois, le législateur algérien a instauré des conditions pour réguler d'avantage le marché tel que le seuil de part de marché<sup>59</sup> de la société constituée après rapprochement et qui ne peut dépasser les 40%.<sup>60</sup>

#### 1.3.1. La procédure d'enregistrement

Pour qu'il y ait enregistrement de l'opération de M&A les documents suivants doivent être déposés chez le notaire :

L'acte de ces dernières, les procès-verbaux des assemblées générales extraordinaires (AGEX), le rapport du commissaire aux comptes relatif aux apports en nature ainsi que tout autre document nécessaire.

---

<sup>58</sup> - Guide investir en Algérie, Janvier 2018, Page, KPMG Algérie

<sup>59</sup> C'est un ratio qui se calcule en divisant le chiffre d'affaire de l'entreprise sur le chiffre d'affaire global du secteur.

<sup>60</sup> <https://www.dzentreprise.net/une-lecture-juridique-la-fusion-dentreprises-en-algerie/>

Le registre de commerce doit être modifié chez les deux parties : cible / repreneur et ce selon le type de l'opération de rapprochement

Comme toute opérations de modification du capital, les M&A sont soumises aux droit d'enregistrement doivent faire l'objet d'une publicité au sein de plusieurs journaux et auprès différents organismes, toujours selon la nature de l'opération de rapprochement<sup>61</sup>.

#### **1.4. Diffusion de l'information lors du déroulement du processus de fusion acquisition**

Afin de bien mener la DDF , l'équipe chargée de conduire la DDF doit obligatoirement avoir accès à l'information dont le volume risque d'être très important , d'une part à cause de la complexité des analyses menées par la DDF qui vont s'étendre sur plusieurs année ( minimum 5années ) et d'autre part à cause du nombres important d'acquéreurs potentiels qui peuvent se manifester et qui risquent de demander l'accès à l'information.

C'est dans ce contexte que les entreprises cibles font appel à un mécanisme qui garantit la fiabilité et la qualité des informations/ documents, ainsi que leurs confidentialité. Ce mécanisme est appelé le *Data room*

**Data room :** « La salle ou le lieu (il peut même s'agir d'un endroit virtuel électronique où l'on rassemble certaines données relatives à l'entreprise. En donnant à l'acheteur (et ses conseillers) l'accès à cet endroit, il peut prendre connaissance de ces documents et se forger une image de l'entreprise, et en contrepartie la cible qui y diffuse l'information peut garder une traçabilité de ses documents par souci de confidentialité. La visite d'une data room est régie par des règles de Data Room »<sup>62</sup>

En effet, il s'agit des règles que le visiteur, en l'occurrence les membres de l'équipe de la DDF ainsi que les acquéreurs potentiels, d'une data room doit accepter avant d'y pénétrer et qui spécifient un nombre d'aspects pratiques tels que les horaires d'accès ainsi que d'éventuelles contraintes (par exemple l'interdiction de prendre des copies ou d'emporter des documents ou encore de les modifier).

De nos jours, on parle beaucoup de E-data room ou Virtual Data room (VDR) qui sont des applications web permettant d'organiser des data room de façon à ce que celles-ci soient consultables (d'une façon sécurisée) par internet, après que tous les documents aient été

---

61

<http://www.univbejaia.dz/dspace/bitstream/handle/123456789/4129/Les%20incidences%20fiscales%20des%20op%C3%A9rations%20de%20fusion%20et%20de%20scission%20des%20soci%C3%A9t%C3%A9s.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, Consulté le 05 Mai 2019 a 23h59

62 - Le jargon M&A démystifié, KPMG, 2014

scannés ou numérisé. Les VDR ont l'avantage d'être aisément consultables à distance souvent 24 heures sur 24<sup>63</sup>.

Parmi les prestataires de VDR les plus utilisées dans le monde, on retrouve<sup>64</sup> :

- Ideals Virtual data room
- Intra Links Dealspace
- Merrill Datasite
- Donnelley Financial Solutions

Cependant, une contrainte majeure apparaît. La confidentialité des documents.

En effet, il est difficile d'imaginer qu'une entreprise cible donne accès à des informations confidentielles à toute entreprise ayant manifesté son intérêt par une opération de rapprochement, la diffusion de ces informations risque de toucher à l'intégrité de l'entreprise cible et risque même compromettre sa position concurrentielle.<sup>65</sup>

Pour répondre à cette problématique les Data room proposent une solution qui consiste à déterminer plusieurs phases de diffusion des documents qui seront triés par ordre de confidentialité et sont regroupés par catégorie (Financière / RH / Stratégique / etc.), et seront diffusés au fur et mesure et suivant diverses échéances

Ce mécanisme permet de lutter contre la multitude d'acquéreurs intéressés seulement par les documents en les éliminant et aussi de limiter les acteurs disposant d'un maximum d'informations sensibles sur l'entreprise cible.

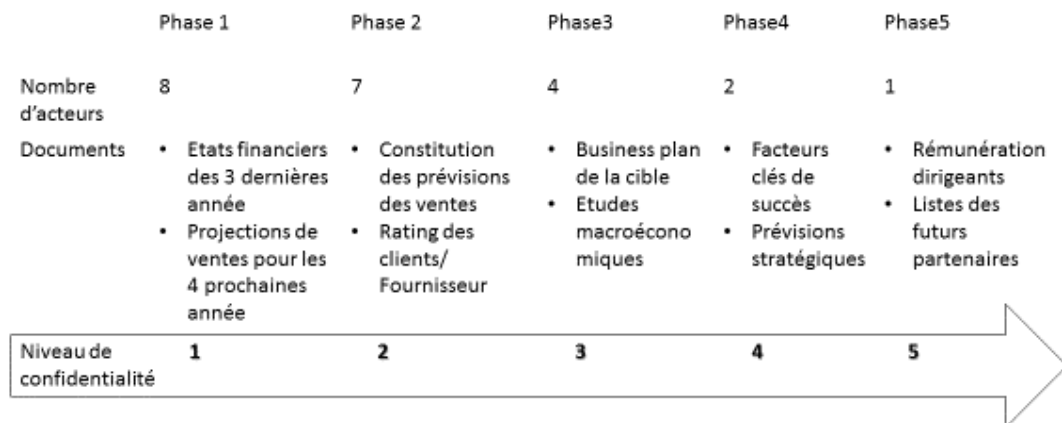
---

<sup>63</sup> - Nicolas Pulcherie, La création de valeurs lors d'une due diligence. La pratique de la due diligence est-elle créatrice de valeur dans le cadre d'une fusion acquisition ?, P17, 23 Janvier 2017, HAL Archives ouvertes.

<sup>64</sup> [https://fr.idealsvdr.com/?gclid=EAlaIqobChMIpt27w5On4gIVV4jVCh1GsgOfEAAAYASAAEgIdBPD\\_BwE](https://fr.idealsvdr.com/?gclid=EAlaIqobChMIpt27w5On4gIVV4jVCh1GsgOfEAAAYASAAEgIdBPD_BwE)

<sup>65</sup> - Ibid., P18

Figure 9 Processus de diffusion des informations suivant leur degré de confidentialité



Source : Réalisé par nous

Ci-dessous un exemple de libération des documents classés par ordre de confidentialité :

On peut clairement voir que ce processus marche en parallèle avec le processus de sélection de la cible qu'on a expliqué dans la section 2 du chapitre 1 (le principe de l'entonnoir),

Bien qu'ils aient différents critères d'élimination de candidat, la Data room permet de trier les candidats et de protéger la confidentialité de la cible contre la large diffusion des informations sensibles tout en garantissant la disponibilité des informations relatives à la cible.

Parmi les documents qui sont présents sur les VDR et nécessaires à la DDF et a on retrouve<sup>66</sup> :

- Tout document relatif à la description de la cible (reportings, présentation, business plan etc.)
- La comptabilité de la cible pour les 3 années (Balances Générales et Grand livre)
- Les liasses fiscales relatives aux 3 dernières années
- Rapports des commissaires aux comptes pour les 3 dernières années
- Tout fichier reprenant les indicateurs clé de performance utilisée par le management pour suivre l'activité
- Liste des principales transactions effectuées durant les 3 dernières années
- Décomposition du chiffre d'affaires par produit, par client, par région, par mois et par année
- Détails des consommations en valeur et volume par produits
- Détails sur le personnel (effectifs, heures effectives de travail, salaires)
- Balances âgées (Client – Fournisseur)
- Etc.

<sup>66</sup> <https://drooms.com/fr/due-diligence-index?whitepaper=1727>, Consulté le 14 Avril 2019 à 19H10.

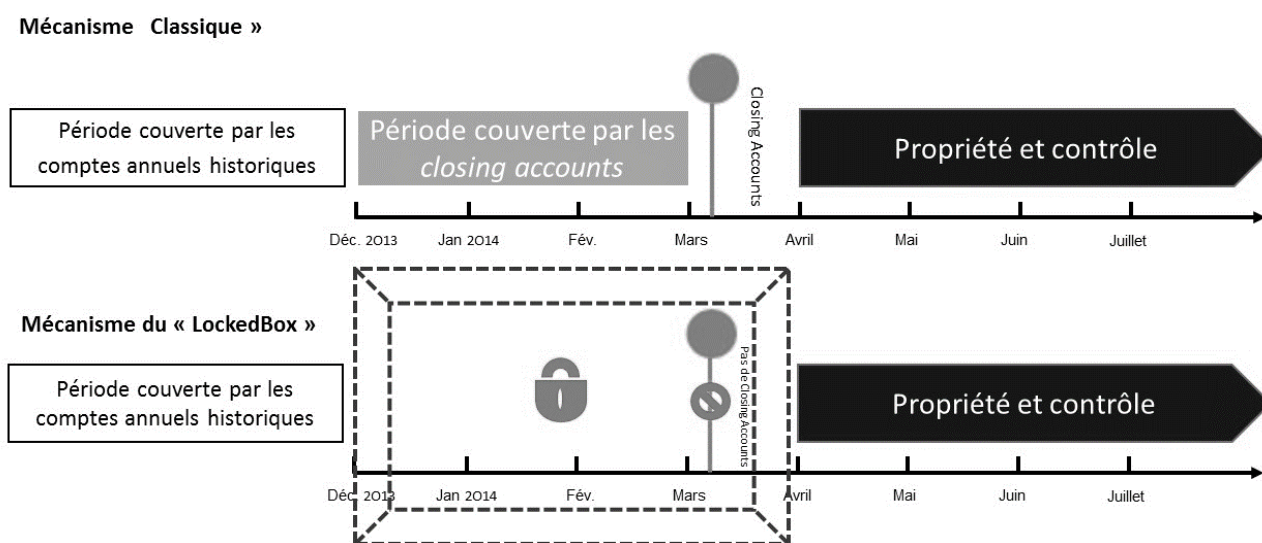
### 1.5. Problématique de clôture des comptes :

La due diligence s'appuie pour ses analyses sur les performances financières historiques de la cible.

On convient d'une date future à laquelle une situation bilantaire sera établie (les closing accounts). Ces clôtures de comptes constitueront alors la base pour la détermination dette nette et du besoin en fonds de roulement qui servira à déterminer le prix définitif à formuler.

« L'un des mécanismes les plus utilisés est le « Locked box » ou boîte fermée. On parle d'un mécanisme de boîte fermée « quand pour le calcul du prix, le prix des actions est fixé sur la base de la situation comptable historique au lieu d'une situation future (closing accounts). On fixe le prix comme un prix net de dette et de liquidité, moins la dette historique, plus le cash et corrigé par le surplus ou le déficit en besoin en fonds de roulement à ce même moment historique. En outre, on convient contractuellement qu'aucun flux monétaire ne peut « s'échapper » de l'entreprise (boîte fermée) par le paiement de dividendes ». Tous les autres mouvements monétaires restent dans la société et sont donc supposés ne pas avoir d'impact sur la valeur. Cette méthode ne peut être utilisée que si, pendant la procédure d'acquisition, l'acheteur a des raisons de pouvoir se fier à la situation bilantaire de l'entreprise »<sup>67</sup>

Figure 10 : Mécanismes de cristallisation des comptes.



Dans un système de *locked box*, la période entre le dernier bilan disponible et la date du *closing* n'est pas couverte par des closing accounts mais par un accord contractuel selon lequel aucune valeur peut « s'échapper » de la société.

Source : Documentation interne

Une fois la situation historique connue, et les comptes cristallisés, il convient d'introduire quelques ajustements afin d'affecter de façon cohérente et fiable les opérations à leurs exercices.

<sup>67</sup> - Documentation interne KPMG département Deal Advisory.

Le Cut off ou arrêté des comptes découle directement du principe d'indépendance des exercices : Les produits ou charges rencontrés par l'entreprise durant l'année 'N' doivent être rattaché a 'N', ainsi les procédures d'arrêts de comptes occasionnent de nombreux ajustements au niveau du bilan, et du compte de résultat<sup>68</sup>.

Lors d'une due diligence, il est commun de tomber sur des cas où la clôture doit se faire avant la clôture annuelle classique, de ce fait, la due diligence financière doit corriger toute les irrégularités qui peuvent avoir lieu en matière de séparation des exercices,

Parmi les éléments qui reviennent souvent lors des due diligence financières :

- Les marchandises livrées aux clients à la clôture mais non encore facturées (facture à établir) ou de la part du fournisseur (factures non parvenue).
- Les charges facturées par avance dont la durée s'étend au-delà de l'exercice (charges ou produits constatés d'avance)

D'où la nécessité d'approfondir les analyses sur les comptes fournisseurs/clients notamment à travers les balances âgées<sup>69</sup>

Comme on peut le constater, ces éléments ont un impact direct sur le Bilan, et le compte de résultat et par conséquent la liquidité de l'entreprise, car concrètement, les ajustements représentent des montants à retrancher ou à ajouter aux différents postes.

En pratique, on tombe souvent sur des cas où l'arrêté des comptes doit se faire avant la clôture annuelle. C'est un problème d'ordre comptable qui peut avoir un grand impact sur la conduite de la due diligence financière, notamment sur les postes qui figurent sur le compte de résultat car celui-ci reflètent le niveau d'activité de l'entreprise.

Une des solutions à cette problématique constitue à estimer un atterrissage financier grâce à la situation historique de l'entreprise, nous verrons comment mettre en œuvre cette technique dans notre partie pratique.

## 2. Section2 : Due diligence et valeur de l'entreprise

L'évaluation de la cible consiste à calculer sa valeur financière en tenant comptes des données comptables historiques ainsi que du potentiel de développement de la cible aussi bien que de son marché,

« La pratique de la valorisation est un « sport complet », un bon évaluateur devra maîtriser au-delà des techniques et financières actuarielles, une culture comptable, fiscale, juridique. Il devra aussi comprendre suffisamment l'activité de la société à évaluer pour être en mesure de porter un jugement sur les performances de la cible. »<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> <https://www.compta-facile.com/cut-off-en-comptabilite/> , Consulté le 15 Mars 2019 à 14H20

<sup>69</sup> - Support de formations internes – KPMG Deal Advisory.

<sup>70</sup> - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, op, cit. Page 703.

## 2.1. Aperçu des différentes méthodes d'évaluation

### 2.1.1. Méthode patrimoniale :

Cette méthode vise à évaluer le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels et repose sur les réévaluations des actifs et passifs de l'entreprise ou encore sur la situation nette de l'entreprise.

Certainement la moins utilisée dans le cadre des M&A, cette méthode obéit à une logique de liquidation car elle repose sur des données bilancielle. En effet, un repreneur décide de reprendre une entreprise cible afin de poursuivre son activité et essayer de tirer le mieux de cette dernière à travers les différentes synergies créées, et comme les opérations de rapprochement suivent une logique de continuité d'exploitation, la méthode patrimoniale ne permet donc pas de se projeter vers l'avenir et reste donc très limitée<sup>71</sup>.

### 2.1.2. Méthode des Discounted cash flows:

Aussi appelée « méthode dynamique », la méthode « DCF » est la méthode d'évaluation fondamentale, Elle part sur des hypothèses de continuité de l'exploitation de la cible, chose qui va dans le même sens avec une opération de rapprochement car une entreprise s'achète pour son avenir et non pas pour son passé.

La méthode repose sur un des principes de base de la finance qui dit que la Valeur d'un bien est égale à la somme actualisée des revenus qu'il peut générer

$$V_e = \sum_0^{\infty} \frac{\text{Revenus futurs}}{(1 + k)^i}$$

En effet, et selon cette méthode la valeur de la cible et donc égale la somme des flux futurs générés actualisé a la date de la réalisation de la due diligence en déduisant la valeur de l'endettement nette.

Avec :

$V_e$  = Valeur de l'entreprise ;  $CMPC$  = Cout moyen pondéré des capitaux;  $i$  = Nombre d'année

Le taux d'actualisation retenu  $CMPC$  (WACC en Anglais) est le cout moyen pondéré des capitaux propres qui représente le taux de rentabilité minimal exigé par l'acquéreur potentiel afin de se lancer dans l'opération de rapprochement qui représente pour lui un investissement.

<sup>71</sup> Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, op, cit. Page 704.

Il reprend les deux notions fondamentales de la structure du capital, l'endettement et le financement par les capitaux propre, sa formule de calcul se présente de la manière suivante :



$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times (1 - \tau) \times \frac{D}{E + D}$$

Avec :  $K_e$  = Cout du capital ;  $E$  = La valeur des capitaux propres  $D$  = valeur de l'endettement ;  $K_d$  = Cout de la dette ;  $\tau$  = Taux d'IBS<sup>72</sup>

Bien évidemment, on ne pourra pas estimer les flux générés par la cible à l'infini, c'est pour cela, qu'on s'arrête à un horizon explicite, souvent de 5 à 10ans. Au-delà de cette période, on supposera que les flux évolueront à rythme constants ce qui facilitera l'évaluation.

Le but ici est d'obtenir un flux de cash-flow normatif

$$V = \sum_0^{\infty} \frac{\text{Cash Flows}}{(1 + k)^i} + \frac{\text{Valeur terminale}}{(1 + k)^n}$$

La valeur terminale est quant à elle calculée par le formule de Gordon-Shapiro à savoir :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{\text{Flux normatif}}{K - g}$$

Avec:  $K = WACC$  ;  $g = \text{Taux de croissance à l'infini}$

Le flux normatif doit correspondre aux hypothèses du plan d'affaires et donc des projections, c'est-à-dire de la politique d'investissement, de l'évolution du BFR.

Généralement, et pour simplifier les calculs, les analystes utilisent le dernier cash-flow qui figure sur le plan d'affaire en s'appuyant sur le taux de croissance à l'infini comme taux de capitalisation.

En matière d'évaluation, la méthode DCF est de loin la méthode la plus utilisée car elle repose sur les projections futures selon des hypothèses d'évolution du marché ou de l'activité de l'entreprise et s'intéresse à la capacité de la cible à générer des revenus futurs.

Lors de la DDF, on peut imaginer plusieurs scénarios grâce aux modèles économétriques et ce afin d'éclairer le repreneur potentiel sur les performances futures de la cible ce qui fera forcément pencher son avis.

---

<sup>72</sup> Abdelkader GLIZ, Principales expressions utilisées pour l'évaluation de l'entreprise, Ecole supérieure de commerce, 2018.

### 2.1.3. Méthode des multiples

La méthode Multiple ou la méthode du marché est une méthode de valorisation qui est souvent utilisée comme support aux résultats d'une méthode DCF. Ainsi, on compare l'entreprise à d'autres entreprises dont la valeur est bien connue et on analyse cette valeur à l'aide de Multiples – paramètres fondamentaux de l'entreprise – qui serviront de comparaison. Par exemple, des entreprises du même secteur sont évaluées à 7 fois l'EBITDA. Pour connaître la valeur d'entreprises comparables, on peut appliquer deux méthodes, à savoir CoCo et CoTrans

- CoCo / Comparable Company<sup>73</sup> : si une entreprise comparable est cotée en bourse, on peut déterminer sa capitalisation boursière en multipliant son cours de bourse par le nombre d'actions qu'elle détient.
- CoTrans / Comparable Transaction: si une entreprise comparable a été vendue récemment, on peut se référer au prix de la transaction (à condition qu'il soit connu) comme critère d'évaluation, dans ce cas, la question de la comparabilité des entreprises pose problème.

« L'approche par les multiples est fondée sur trois grands principes :

- L'entreprise est évaluée globalement ;
- L'entreprise est cédée pour un multiple de sa capacité bénéficiaire ;
- Les marchés sont à l'équilibre et des comparaisons sont donc justifiées.

Cette approche est :

- *Globale* parce qu'elle s'attache, non à la valeur des actifs et des passifs d'exploitation, mais à la rentabilité qui découle de leur utilisation. Elle se fonde sur la capitalisation de différents paramètres de rentabilité de l'entreprise, le multiple dépend de la croissance attendue, du risque et du niveau des taux d'intérêt ;
- *Comparative* car les multiples peuvent être issus d'un échantillon d'entreprise comparables c'est-à-dire de taille similaire »<sup>74</sup>.

Parmi les multiples on a : Le multiple de l'EBITDA, de l'EBIT, ou encore du chiffre d'affaire

Dans le monde de la finance, l'approche par le multiple fait l'unanimité car elle tient comptes de l'activité réelle de la cible mais aussi de l'évolution son l'environnement, cependant, elle peut parfois induire l'évaluateur en erreur, il convient donc de la croiser avec différentes méthodes pour aboutir à la valorisation en accordant une importance particulière aux spécificités de l'activité de la cible et aux critères de comparabilité.

---

<sup>73</sup> - Les critères de comparabilité ici sont : La taille, le secteur d'activité, performances financières

<sup>74</sup> - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, Page 712, 2009, Dalloz

Le tableau ci-dessous reprend les avantages et les inconvénients de chaque méthode d'évaluation qu'on mentionné précédemment<sup>75</sup> :

Tableau 3 : Panorama des méthodes d'évaluations

	<i>Avantages</i>	<i>Inconvénients</i>
<i>Méthode « DCF »</i>	— Permet de tenir compte des perspectives de croissance et de développement de la cible (rentabilité futures, niveau d'endettement etc.)	— Subjectivité de l'hypothèse retenue pour la constitution des prévisions
<i>Méthode des multiples</i>	— Mise en œuvre facile et rapide de la méthode — Permet de comparer facilement des sociétés entre elles	— Non prise en compte des spécificités de la société évaluée — Confidentialité des informations relatives aux transactions et
<i>Méthode patrimoniale</i>	— Repose sur des informations financières auditées (fiabilité)	— Ne tient pas compte des actifs incorporels créés au fur et à mesure de l'existence de la cible (Goodwill)

Source : Documentation interne de KPMG.

## 2.2. Due diligence financière et évaluation d'entreprise

Généralement, la pratique de l'évaluation de la cible aboutit à une valorisation des actions, à la valeur des capitaux propres de l'entreprise et de son endettement net.

L'objectif étant de valoriser les capitaux avec lequel la cible est constituée ainsi que le montant de sa dette nette. L'analyste se retrouve face à un dilemme. Celui du choix de la méthode d'évaluation, car même si toutes les méthodes aboutissent à une valeur de la cible, cette dernière diffère d'une méthode à une autres.

Ce n'est pas le calcul mais bien l'interprétation des résultats et l'évaluation des paramètres utilisés qui sont les aspects les plus difficiles de la détermination de la valeur.

Le jugement que l'équipe chargée de la DDF va porter, relève de son expertise et des attentes de son client et aussi de sa position.

En effet si le client est le repreneur, la due diligence va essayer de ramener la valeur de l'entreprise est donc son prix à la baisse .Si en revanche le client est la cible, la DDF va faire

<sup>75</sup> - Support de formations internes (évaluation d'entreprises) – KPMG Deal Advisory.

en sorte que la valorisation de cette dernière soit à son niveau le plus élevé. Toujours en respect des règles et de la déontologie du métier.

Comme on l'a préalablement souligné, la DDF va aider le client qu'il soit repreneur ou cible à obtenir le meilleur « Deal » possible tout en l'informant des différents risques liés à la transaction en question et en lui offrant une vision globale des performances futures de la cible.

Souvent, la valeur avec laquelle la transaction se conclue est soit 20% supérieur ou inférieur à la valeur proposée par la DDF.

### **2.3. Due diligence financière et ajustements financiers**

Il faut aussi préciser que le rôle de l'équipe chargée de conduire la due diligence financière est aussi d'ajuster les éléments clés de l'évaluation comme l'EBITDA, le BFR ou encore la Dette nette.

Dépolluer l'un de ces éléments revient à analyser les événements passés et déceler les éléments dit non récurrents, les éléments qui ne correspondent pas à l'exercice en cours.

Un élément non récurrent peut correspondre à : Un litige non provisionné, à une dette à forte antériorité ou à tout élément n'ayant aucune contrepartie productive.

*Par exemple* : Une société qui réalise des ventes exceptionnelles à cause d'un événement qui ne réalisera plus jamais est dans l'obligation de les comptabiliser en chiffre d'affaire, ce qui est parfaitement logique d'un point de vue comptable, mais d'un autre point de vue, celui d'un évaluateur ou d'un repreneur, cette irrégularité ne reflète pas le niveau normale de l'activité de la cible.

Cette situation est très délicate car elle porte sur un jugement subjectif de la part de l'analyste ; en l'occurrence l'équipe chargée de la due diligence financière. C'est-à-dire qu'il n'existe pas de méthode exacte pour dépolluer un agrégat.

D'ailleurs, le rôle de la DDF consiste dans ce cas précis à corriger les bases de l'évaluation en introduisant des ajustements Comptables, de présentation ou des ajustements liés à l'activité de la cible.

### 2.3.1. Analyses « QoE » et « QoD » et ajustement du BFR

Quand une cible ou un acquéreur mandate une due diligence auprès d'un prestataire spécialisé, il cherche avant tout de connaître la qualité des revenus de la cible, son niveau de la dette ainsi que la capacité de l'entreprise à se financer à court à travers les analyses sur le BFR et la trésorerie. Nous allons mettre en exergue ces trois analyses clé

Analyse sur la qualité des résultats : Une analyse de la qualité du résultat («QoE») est réalisée afin de présenter le résultat sous-jacent d'une société, autrement défini comme le résultat déclaré d'une société, ajusté afin de présenter les résultats récurrents, normalisés ou maintenus de la société. C'est donc les éléments du Compte de résultats qui sont touchés par ces ajustements.

Le principal objectif est de valider les bases de l'évaluation de la cible, en l'occurrence les revenus. La QoE représente une partie très sensible du rapport de la DDF car elle aura généralement un impact significatif sur le prix formulé par le candidat repreneur ainsi que les conditions établies entre les deux parties.

En fin, l'EBITDA est ajusté pour éliminer l'effet des éléments non récurrents (One-Offs) afin de refléter la capacité normale de l'entreprise à générer des revenus.

- Analyse sur la qualité de la dette : Comme on l'a préalablement expliqué, un acquéreur reprend l'intégralité de la cible ; y compris la dette qui représente la partie négative du bilan.
- C'est dans ce contexte qu'une analyse de la qualité de la dette («QoD») doit être réalisée afin de présenter la dette nette de la cible qui devrait être prise en compte aux fins d'évaluation et aussi pour évaluer tous les risques potentiels qui pourraient se matérialiser à l'avenir dans le cadre d'un rapprochement.
- Son principal objectif est donc de connaître le montant de la dette nette à l'instant T c'est à dire au moment de la réalisation de la DDF.

Les analyses sur la qualité de la dette portent principalement sur les emprunts bancaires et sur tout élément du bilan qui se traduit en liquidité<sup>76</sup>

Dans la plupart des cas, c'est les balances âgées qui sont utilisées pour déterminer et analyser l'antériorité des dettes et des créances.

Les analyses des antériorités permettent à l'acquéreur d'avoir une idée sur la position de l'entreprise vis-à-vis ses clients et fournisseur et donc de sa politique commerciale.

Les résultats des antériorités permettent aussi de d'avoir une vision sur les flux futurs (décaissement ou encaissement) provoqués par ces dettes-créances.

Dans le cadre de la DDF, les analyses de l'antériorité permettent de révéler des éléments de la dette nette (à long terme) et du BFR (court terme).

---

<sup>76</sup> - Support de formations internes (QoE-QoD) – KPMG Deal Advisory.

Les analyses QoE QoD donnent une image claire sur la façon dont le repreneur potentiel va restructurer la cible dans la phase post acquisition en matière de structure financière, moyens de financement, capacité d'endettement et de leviers financiers.

Selon le multiple de l'EBITDA :

$$\text{EBITDA}_{\text{ajusté}} \times \text{Multiple} - \text{Dette nette}_{\text{ajustée}} = \text{Valeur de l'entreprise}$$

On peut voir à travers la formule que les ajustements de l'EBITDA seront multipliés, ceci veut dire que plus leur valeur est importante, plus leur impact grandit et ce à rythme croissant, il convient donc d'accorder aux ajustements une attention particulière tout en se référant à la réalité économique de la cible et de son marché.

Parmi les éléments qu'on retrouve souvent sur les analyses QoE QoD :

Tableau 4 Synthèse des éléments concernés par les analyses QOE QOD

Qualité de la dette	Qualité des revenus
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indemnités de départs en retraite</li> <li>• Cession de l'activité</li> <li>• Dettes fournisseurs âgées</li> <li>• Décaissement sur les provisions pour risques et charges</li> <li>• Litiges non provisionnés</li> <li>• Saisonnalité du BFR</li> <li>• Etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Honoraires de la transaction (M&amp;A)</li> <li>• Coûts de licenciements</li> <li>• Provisions congés payés- Top management</li> <li>• Impact du taux de change</li> <li>• Etc.</li> </ul>

Source : Documentation interne de KPMG

## Conclusion

Au final, on peut dire qu'à travers la due diligence financière le mandataire va s'assurer ou valider les informations financières communiquées par sa cible dans le cadre d'un rapprochement entre entreprises.

De notre point de vue, en l'occurrence celui du prestataire, la due diligence consiste à évaluer le contrôle de gestion de la cible, c'est-à-dire qu'on évalue la fiabilité de l'information financière communiquée par cette dernière, et si il Ya lieu, on la corrige afin de se mettre en ligne avec la réalité économique de l'entreprise et les exigences du mandataire.

Théoriquement, si le système de contrôle de gestion de la cible est performant et optimisé, le travail de la due diligence financière se limitera aux ajustements par rapport à la transaction.

Dans notre cas pratique, nous allons exposer la méthodologie suivie par le cabinet KPMG pour :

- Calculer et interpréter les agrégats qui constituent le bilan et le compte de résultat ;
- Décomposer les éléments qui composent ces agrégats afin de les analyser et comprendre leur provenance et leurs variations ;
- Déceler les éléments non récurrents ;
- Ajuster les agrégats en question ;
- Aboutir a une valorisation de la cible ;
- Et enfin Etablir le rapport de due diligence.

# **Chapitre 3**

Etude de cas : Réalisation d'une due diligence financière  
dans le cadre d'une M&A



---

## **Chapitre 3 : Le rôle de la due diligence dans une M&A**

### **Introduction**

La due diligence financière est un travail de longue haleine , elle requiert attention et vigilance.

Nous avons essayé dans le premier chapitre, de mettre en exergue l'environnement dans lequel une due diligence financière est réalisée, et dans le second nous avons détaillé le processus de déroulement d'une due diligence dans le cadre d'une opération de fusions acquisition.

Afin de mettre en relief le rôle de la due diligence dans une M&A et répondre à notre problématique, nous avons choisi de réaliser notre stage de fin d'études au sein d'une structure spécialisée dans la réalisation des due diligences et l'accompagnement des acteurs des M&A au sein cabinet KPMG Algérie.

Notre intervention s'est faite à partir des locaux de KPMG-Algérie à Bâb Ezzouar.

## 1. Section1 : Présentation des lieux de stage

### 1.1. Présentation de KPMG:

KPMG est un réseau international de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil exerçant dans 154 pays. C'est une société de services professionnels et l'un des 4 grands cabinets, appelés « Bige Four », avec Deloitte, Ernst & Young (EY) et PricewaterhouseCoopers (PwC).

Le nom "KPMG" signifie "Klynveld Peat Marwick Goerdeler." Il a été choisi lors de la fusion de KMG (Klynveld Main Goerdeler) avec Peat Marwick en 1987.

Basée à Amstelveen, aux Pays-Bas, ce cabinet intervient auprès des petites, moyennes et grandes entreprises. Il comptait 207 050 employés (dont 47% de femmes et 53% d'hommes) en 2018 après avoir enregistré un record pour son chiffre d'affaire en 2017 d'une valeur de 26,4 milliards de dollars avec un taux de croissance de 4,8% par rapport à 2016.

En 2018, KPMG confirme son attractivité auprès des étudiants et jeunes diplômés en se plaçant 11ème du classement Universum des employeurs préférés.

### 1.2. Les activités de KPMG:

KPMG a élargi ses domaines d'activités afin de répondre aux besoins sans cesse changeants de ses clients. Ils s'investissent dans de nouveaux services et de nouvelles technologies pour les secteurs où les défis et les perturbations sont les plus importants. Les activités de KPMG tournent autour de 3 pôles et sont :

**Audit – Commissariat aux comptes:** KPMG audite, c'est à dire vérifie la sincérité et l'exactitude des comptes de ses clients afin de les certifier. La démarche d'audit s'appuie sur une connaissance approfondie des organisations et de leur environnement pour émettre une opinion sur les comptes de l'entreprise cliente.

**Advisory (Conseil) :** KPMG aide les entreprises à relever les défis auxquels elles doivent faire face dans un monde en pleine mutation, qu'il s'agisse de ruptures technologiques ou d'évolutions réglementaires quel que soit leur secteur. Le cabinet les conseille également dans la gestion de leurs opérations de restructuration, acquisition ou cession, et dans des situations de fraude ou litiges.

Cette activité compte 3 principales divisions :

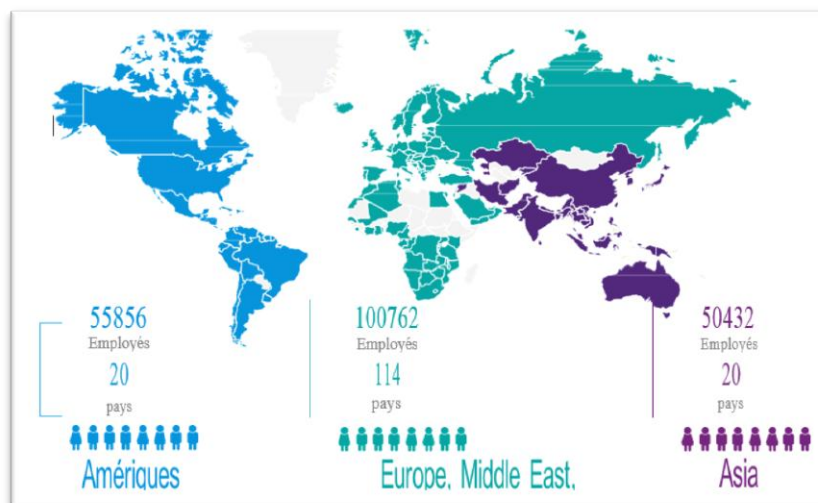
- **Management consulting:** KPMG accompagne ses clients dans la définition et la conduite de leurs projets de transformation et d'amélioration de la performance dans les domaines opérationnels, l'organisation, la fonction finance et les systèmes d'information.

- **Risk consulting:** KPMG apporte des solutions pour évaluer et optimiser le dispositif de contrôle interne et de management des risques en conformité avec les orientations stratégiques et les obligations légales et réglementaires.
- **Deal advisory:** KPMG accompagne ses clients dans le cadre de leurs transactions de fusions/acquisitions en mettant à leur disposition des équipes spécialisées qui permettent de maximiser la valeur ajoutée créée pendant ces transactions.

**ESC (Expertise, Services et Conseil):** KPMG propose un accompagnement durable aux entrepreneurs dans tous leurs projets. Cet accompagnement concerne l'ensemble des métiers de l'ESC, à savoir : Expertise, gestion sociale, juridique et fiscale qui contribuent aux succès des clients et ceci à tous les stades de développement grâce à trois métiers conjoints: Expertise-Comptable, Gestion Sociale, Tax & Legal.

- **Expertise comptable :** KPMG intervient en tant qu'expert-comptable auprès des PME, groupes familiaux, TPE, Artisans, commerçant et professions libérales pour les accompagner et les conseiller à chaque étape de leur développement, aider à la création, évaluation, et la gestion sociale.
- **Gestion social :** KPMG s'engage même socialement. Cette offre est portée en région par des professionnels dédiés qui accompagnent les entreprises dans l'établissement de la paie et des déclarations sociales, le suivi des indicateurs sociaux et l'administration du personnel, etc.
- **Tax & Legal :** KPMG assure pour ses clients des prestations fiscales telles que la revue des déclarations fiscales, l'audit fiscal, la revue fiscale dans le cadre de l'exécution des contrats et l'assistance à la mise en place de procédures de conformité. Elle accompagne également ses clients dans le cadre des prestations juridiques comme la création de sociétés, les études sur les formes d'implantation et la réalisation d'une opération, la revue juridique de conformité, l'assistance en matière contractuelle et le secrétariat juridique.

*Figure 11 KPMG à travers le monde*



Source : Documents Internes KPMG

### **1.3. KPMG en Algérie :**

Nous allons présenter dans ce qui va suivre la filiale algérienne de KPMG leader du marché local en Audit et conseil.

#### **1.3.1. Présentation de KPMG Algérie SPA :**

KPMG Algérie est membre du réseau KPMG International constitué de cabinets indépendants adhérents de KPMG International Coopérative, une entité de droits Suisse. Le cabinet est présent à Alger et Oran sous forme de Société Par Action (SPA). C'est une filiale de KPMG France avec laquelle une activité Off-shore a vu le jour récemment. C'est-à-dire que l'équipe française sous-traite des missions avec l'équipe Algérienne ce qui lui permet de gagner en coûts de revient sur les livrables et donc d'avoir un avantage concurrentiel sur le marché français.

Dans son approche de proximité et de disponibilité à travers le globe, et conscient du mouvement de libéralisation qui s'amplifie en Algérie, générant de nouveaux besoins pour les entreprises, KPMG Algérie SPA a été le premier des « Big Four » à s'y implanter en Algérie en mars 2002 et compte parmi ses clients les plus prestigieuses références locales et internationales.

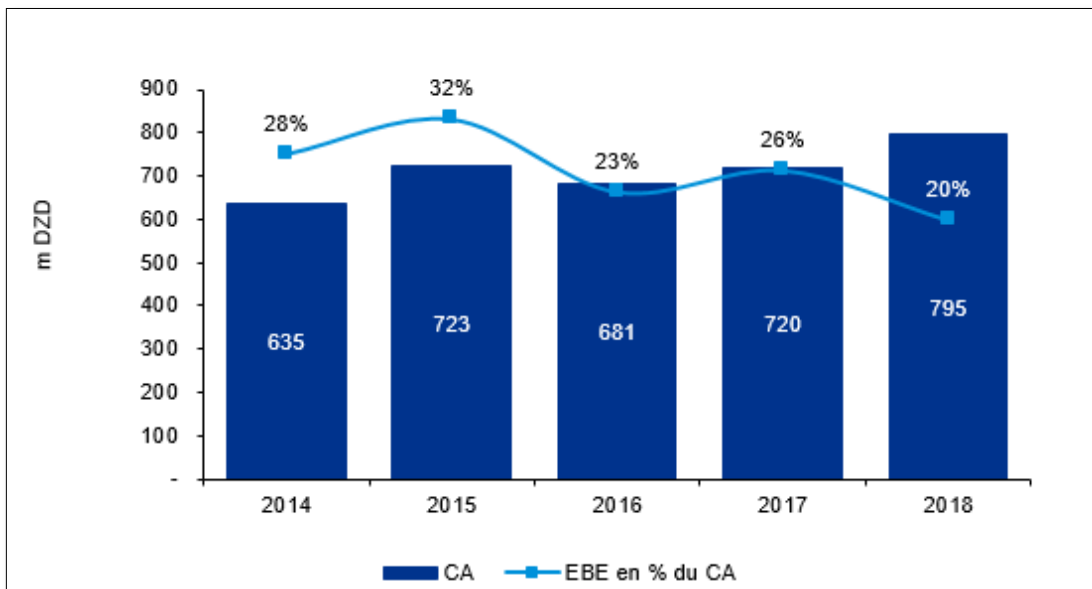
KPMG Algérie exerce la majorité des activités de KPMG International pour des clients locaux et internationaux. Elle offre, donc, des prestations d'audits, de Conseil et d'expertise comptable.

#### **1.3.2. Chiffre Clés de KPMG Algérie SPA :**

En 2018, KPMG Algérie SPA comptait plus de 120 employés pour servir plus de 200 clients enregistrant un chiffre d'affaires (CA) de 795 millions de DZD.

La figure, ci-dessous représente l'évolution du chiffre d'affaire de KPMG Algérie SPA durant les 5 dernières années ainsi que l'excédent brut d'exploitation (EBE) en pourcentage du chiffre d'affaire. L'évolution du chiffre d'affaire est relativement constante en allant de 635 en 2014 à 795 millions de DZD. Pour l'EBE, il représente 20% du chiffre d'affaire en 2018, ce qui reste considérable pour le cabinet.

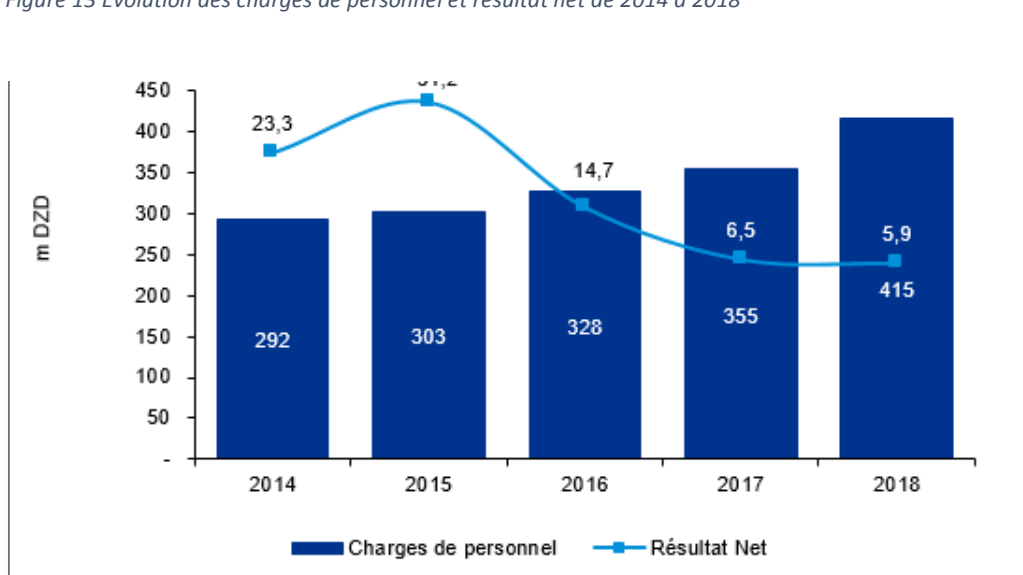
Figure 12 Evolution CA et EBE de 2014 à 2018



Source : Documents Internes KPMG

En 2018, KPMG Algérie SPA a généré un résultat net de 6 millions de DZD. Ce faible résultat est dû à l'amortissement de l'immeuble KPMG construit en 2015 et aux charges du

Figure 13 Evolution des charges de personnel et résultat net de 2014 à 2018



personnel qui ne cesse d'augmenter d'année en année.

Source: Documentation interne de KPMG

La figure ci-dessus décrit l'évolution des charges du personnel de KPMG Algérie SPA qui varie de 292 en 2014 à 415 millions de DZD en 2018 ce qui représente une augmentation considérable de plus de 42% vu que c'est une société de service. Le résultat net de son côté

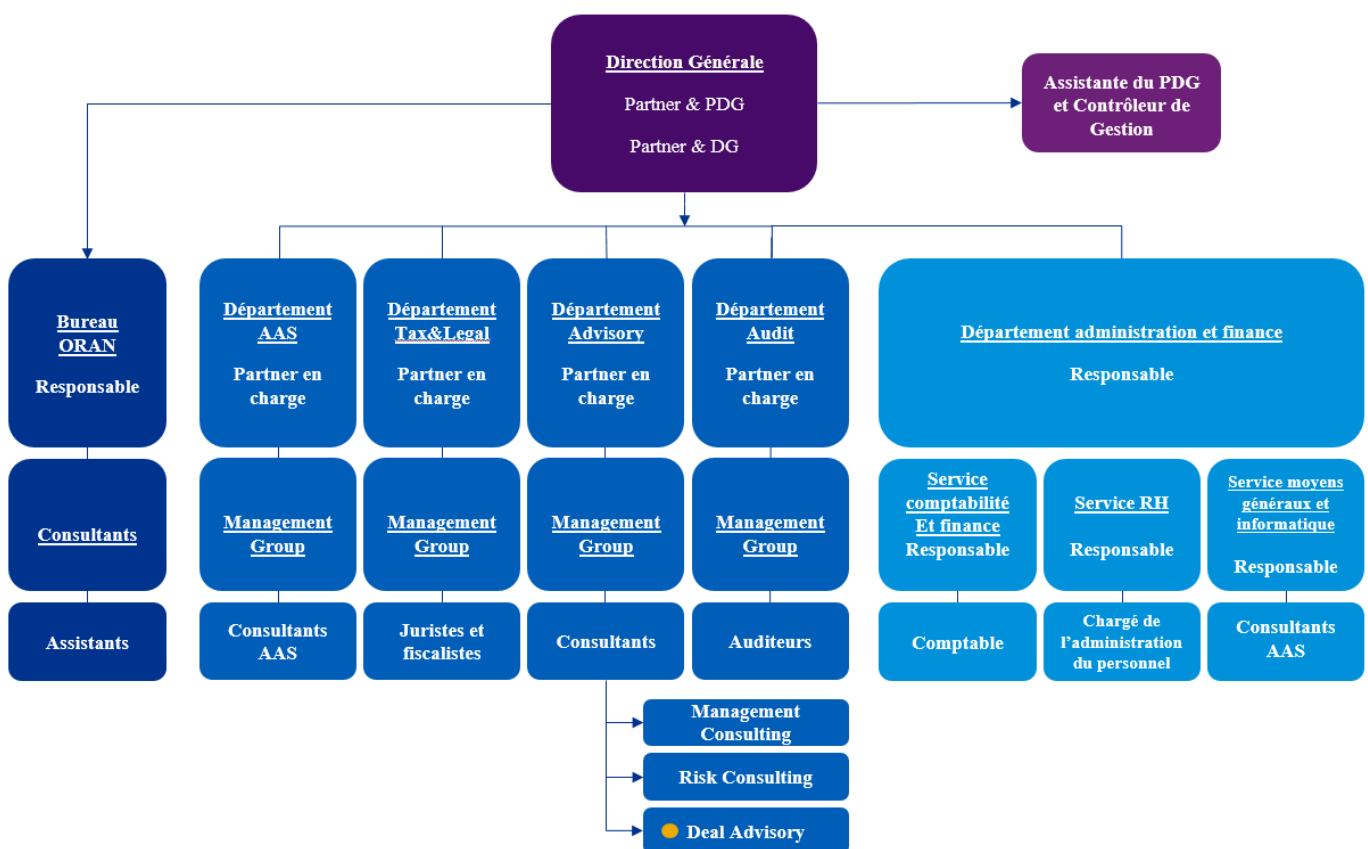
est en plein déclin depuis 2015 suite aux dotations aux amortissements de l'immeuble KPMG qui sont de l'ordre d'approximativement 100 millions de DZD chaque année.

### 1.3.3. Structure organisationnelle de KPMG Algérie SPA :

KPMG Algérie SPA est sous la direction de Mr Mathieu BEAUCOURT associé du Cabinet.

Le cabinet est structuré en 5 départements en plus de la division d'Oran qui est constituée d'une petite équipe œuvrant à acquérir des marchés dans la région Ouest du pays pour le compte de KPMG Alger du fait de son manque d'effectif mais ce dernier participe à des petites prestations fiscales et d'expertise comptable.

Figure 14 Organigramme KPMG Algérie



Source : Document Interne KPMG

L'organigramme ci-dessus décrit les activités de KPMG Algérie SPA décrites dans la première partie du chapitre ainsi que ses départements qui se résument dans :

- **Département administration et finance** : C'est le département qui s'occupe des procédures administratives, des moyens généraux, de la comptabilité du cabinet, de la gestion des ressources humaines ainsi que le réseau informatique.
- **Département Accounting Advisory Services (AAS)** : C'est le département chargé des missions d'expertise comptable.
- **Département Tax&Legal** : C'est le département qui s'occupe des prestations fiscales et juridiques.

- **Département Audit** : C'est le département chargé des missions d'audits dans le domaine de la finance.
- **Département Advisory** : C'est le département qui se charge des transactions de fusions ou acquisitions pour l'activité Off-shore de KPMG Algérie SPA pour le compte de KPMG France. C'est dans ce dernier qu'on a effectué notre stage dans le cadre du projet de fin d'étude.

#### 1.4. Deal Advisory :

L'équipe Deal Advisory est entièrement dédiée à l'accompagnement de sociétés de toutes tailles et de fonds d'investissement dans toutes les étapes de leurs opérations de recherche de cible, évaluation financière, due diligence, business plan, revue du contrat d'acquisition ou de cession, ainsi que dans la gestion des situations de fraudes et de litiges qui peuvent affecter le bon déroulement d'une transaction et ceci en se positionnant du côté acheteur (l'acquéreur) ou bien du côté vendeur (l'entreprise cible).

Dans leur activité, les consultants du Deal Advisory font face à 3 types de clientèles :

- **Les entreprises Business to Consumer** : Les entreprises BtoC sont des entreprises qui opèrent dans les échanges commerciaux avec une clientèle de particuliers. La cible de client est plus large, mais moins experte en BtoC.
- **Les entreprises Business to Business** : Les entreprises BtoB sont des entreprises qui opèrent dans les échanges commerciaux réalisés avec une autre entreprise. La cible de clientèle est restreinte et se compose d'entreprises ayant, généralement, plus d'expertise métier qu'un simple consommateur.
- **Les fonds d'investissement** : ou « Financial organisation » (FO) sont des sociétés financières dont l'objectif consiste à investir dans des sociétés cibles pour leurs opportunités d'évolution, d'expansion et de développement.

Les consultants du Deal Advisory Alger combinent à la fois, ambition, jeunesse et dynamisme. Lancé en Avril 2017, ce service offshore compte aujourd'hui une équipe de 32 collaborateurs, dont des collaborateurs spécialisés, issus pour la plupart de grandes écoles. Cette équipe est répartie en deux divisions : Transaction Services (TS) et Recherche & Stratégie (R&S)

- **R&S** : L'équipe « Recherche & Stratégie » est une jeune équipe créée pour épauler les activités du Deal advisory en travaillant sur des études de marché, des due diligence réputationnelle ainsi que la formulation de stratégies au profit des clients désireux d'investir en Algérie.
- **TS** : L'équipe « TS » ou transaction services est spécialisée dans le conseil financier, elle propose à sa clientèle des services de qualité ; adaptés à leurs besoins et leurs exigences, parmi la diverse activité de l'équipe TS on retrouve :
  - La restructuration ,
  - Préparation de business plans,
  - Préparation de Data rooms,
  - Cession d'actif ,
  - Introduction en bourse,

- Conseil immobilier « Real State »,
- Modélisation et Evaluation d'entreprise,
- Due diligence, qui sera le sujet de notre cas pratique

En 2018, le département TS s'est classé N°1 au Magazine des Affaires en volume et en valeur de transactions en France.<sup>77</sup>

## 2. Section 2 : Présentation de la transaction

Notre cas pratique s'articule autour de l'acquisition d'une entreprise algérienne spécialisée dans le transport routier par un fond d'investissement étranger.

Le cabinet KPMG a été mandaté par ce fond d'investissement pour réaliser une due diligence financière afin de faire ressortir les éléments clés de l'évaluation de la cible et les risques inhérents à cette transaction, l'acquéreur compte s'appuyer sur les résultats de la DDF pour décider de la poursuite ou non de l'opération de rapprochement.

Cette transaction de type acquisition, fera l'objet de notre étude de cas, nous nous positionnerons du côté du prestataire de la due diligence a savoir le cabinet KPMG-Algérie.

Nous allons dans ce qui va suivre présenter tous les éléments de cette transaction.

### 2.1. Présentation du secteur routier

Le transport est le déplacement d'objets, de marchandises ou d'individus. Les modes de transport incluent l'aviation, le chemin de fer, le transport maritime, le transport routier et le transport spatial.

Le mode de transport dépend également du type de véhicule ou de l'infrastructure utilisée<sup>78</sup>. Il représente un des piliers fondamentaux du développement et de la prospérité du pays. Un système de transport efficace et modernisé permettra à la population de prospérer.

Le secteur de transport est au cœur de l'économie des pays et constitue ainsi le nerf du système commercial dans le monde. Le transport routier en Algérie appartient à la catégorie du transport terrestre tout comme le transport ferroviaire.

De nos jours, le métier de transport est directement inclus dans les services de logistique que proposés par des entreprises spécialisées qui intègrent dans leurs services la manutention, de stockage, d'emballage et de conditionnement et en fin le transport.

---

<sup>77</sup> <https://www.dogfinance.com/fr/news/kpmg-recompense-par-le-magazine-affaires>

<sup>78</sup> <https://fr.wikipedia.org/wiki/Transport>, consulté le 23 Mai 2019 à 14h30



En Algérie, le transport routier est réglementé et régit par :

- Loi n°1.13 du 17 Ouadda El Oula 1422 correspondant au 17 Aout 2001 portant orientation et organisation du transport terrestre.
- Décret exécutif n°90-79 du 27 Février 1990 portant réglementation du transport de matières dangereuse<sup>79</sup>

## 2.2. Réseau routier en Algérie :

Le réseau routier Algérien demeure l'un des plus denses du continent africain, plus spécialement dans le nord du pays où 90% de la population est concentrée, sa longueur est de 133 741KM et c'après avoir complétée la majeure partie d'un tronçon de 1216 KM reliant l'extrême est à l'extrême Ouest du pays à savoir, d'Annaba à Tlemcen.

Le réseau routier est en pleine expansion en Algérie grâce aux programmes de modernisations lancés par le gouvernement et surtout le lancement de projets de grande envergure tel que la réalisation de l'autoroute des Hauts plateaux qui avoisinera les 1020Km et aussi la route transsaharienne (Nord-Sud).

Vu la position géostratégique de l'Algérie, le développement de son réseau routier lui permettra de conforter ses chances d'être un hub par excellence pour le trafic routier de marchandises dans la région du Maghreb et de l'Afrique du nord.

Ci-dessous la configuration du réseau routier Algérien :

Figure 14 Réseau routier Algérien



Source : Ministère des transports

On peut voir dans le tableau ci-dessous la décomposition du réseau routier Algérien ainsi que quelques indicateurs clés :

<sup>79</sup> <http://www.wilaya-alger.dz/fr/secteur-de-transport/>, consulté le 23 Mai 2019 à 14h45

Tableau 7 Décomposition du secteur routier Algérien

Décomposition du secteur routier Algérien						
Classe	Longueur (Km)	Ratio (%)	Revêtus (km)	Ratio de revêtement (%)	2X2 voies (km)	3 voie et plus (km)
Autoroutes	1 145	0,9	1 145	100	13	1 132
Routes exprss	3 400	3	3 400	100	3 168	232
Routes Nationales	30 932	23	29 430	95	2 580	320
Chemin de Wilaya	27 356	21	24 950	91	173	-
Chemin communal	70 908	53	43 000	61	21	-
<b>Total</b>	<b>133 741</b>	<b>100</b>	<b>101 925</b>	<b>100</b>	<b>5 942</b>	<b>1 684</b>

Source : *Ministre du transport*

On remarque sur le tableau que les Autoroutes et routes expresses représentent que 4% du réseau routier Algérien revues a 100%, ceci reste relativement faible comparé au pays voisins de l'Algérie.

Néanmoins, on remarque que la quasi-totalité des autoroutes ont plus de 3 voies, ce qui témoigne de la qualité des ouvrages réalisés.

Les chemins communaux occupent la première place avec une part de plus 53%, il faut souligner le caractère rural des zones reculées du pays.

### 2.3. Présentation des acteurs de la transaction

Le cabinet KPMG , et plus précisément le département Services de transaction a été mandaté pour conduire une due diligence financière, en Janvier de l'année N au profit d'un client étranger qui souhaite acquérir une entreprise Algérienne.

C'est dans ce contexte, que nous avons eu l'opportunité de participer a la conduite de cette mission et la réalisation de la DDF au profit du client mandataire.

L'équipe mobilisée par le cabinet KPMG a été constituée de :

- 1 sénior,
- 3 Juniors et 2 stagiaires,
- Un superviseur qui a pour rôle de chapoter la mission,

Pour des raisons de confidentialité, nous nommerons notre client « ABC capital » qui sera donc « l'acquéreur ».

ABC capital est un fond d'investissement fondé en 2002 avec un capital de 3million de Dollars, son siège est situé à Dubaï aux Emirats unies. Il souhaite acquérir des parts dans une entreprise Algérienne appelée « ZH Transport » spécialisée dans le transport routier, leader du marché Algérien et qui sera donc sa «cible ».

Le client ne nous a pas communiqué les parts qu'il compte acquérir et souhaite garder la confidentialité.

Nous allons donc réaliser notre analyse sur l'ensemble des capitaux de la société, c'est-à-dire sans tenir compte du pourcentage des parts que le client veut acquérir.

### **2.3.1. Présentation de l'acquéreur**

ABC capital est un fond d'investissement basé à Dubaï, à la date de la conclusion du contrat de prestation entre KPMG-Algérie et ABC, son actif s'éleva à 13 milliards de Dollars avec un chiffre d'affaire de plus de 500millions de dollars.

Le groupe emploie à cette date plus de 300 collaborateurs et ce à travers 100 pays et compte continuer son expansion en Afrique du nord qui contribue à 18% de son CA global consolidé.

ABC groupe souhaite donc acquérir le leader du marché Algérien du transport afin d'épauler une autre entreprise dont il détient la majorité des capitaux.

La situation géostratégique de l'Algérie ainsi que l'essor du secteur de transport routier qu'a connu l'Algérie ont certainement renforcés la volonté de ABC groupe à investir en Algérie.

### **2.3.2. Présentation de la cible**

ZH transport est une SPA de droit algérien fondée en 2008 en ayant comme objectif de devenir le numéro 1 du transport et de la logistique

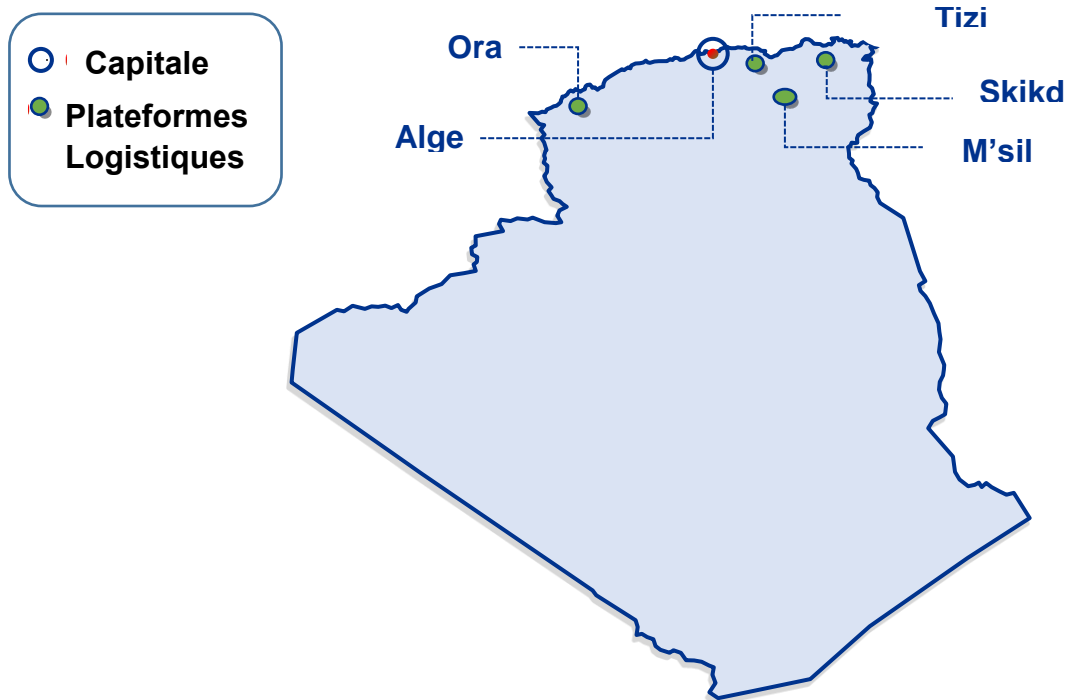
Au jour de la revue, son capital s'éleva à 215millions DZD et son chiffre d'affaire est estimé à 770m DZD.

Elle propose à ses clients une large gamme de services tel que : Le transport de marchandises sèches, transport frigorifique, transport de citernes alimentaires, transport de containers et aussi le transport de cargaisons exceptionnelles.

Pour se faire, elle dispose de 5 plateformes logistiques : Alger, Skikda, Oran, Msila et Tizi Ouzou.

Parmi ses clients, on retrouve entreprises de productions et commercialisations de divers produits de large consommation.

Figure 15 Localisation géographique des plateformes logistiques



Source : Ministère des transports

Ci-dessus, la localisation des plateformes logistiques à travers le territoire nationale, on remarque une concentration de ces derniers au nord du pays, ceci s'explique par la densité des échanges commerciaux mais aussi de la population dans cette région du pays.

#### Périmètre de transaction :

La cible ZH transport dispose de son propre portefeuille d'investissement, elle détient des parts dans trois autres entités.

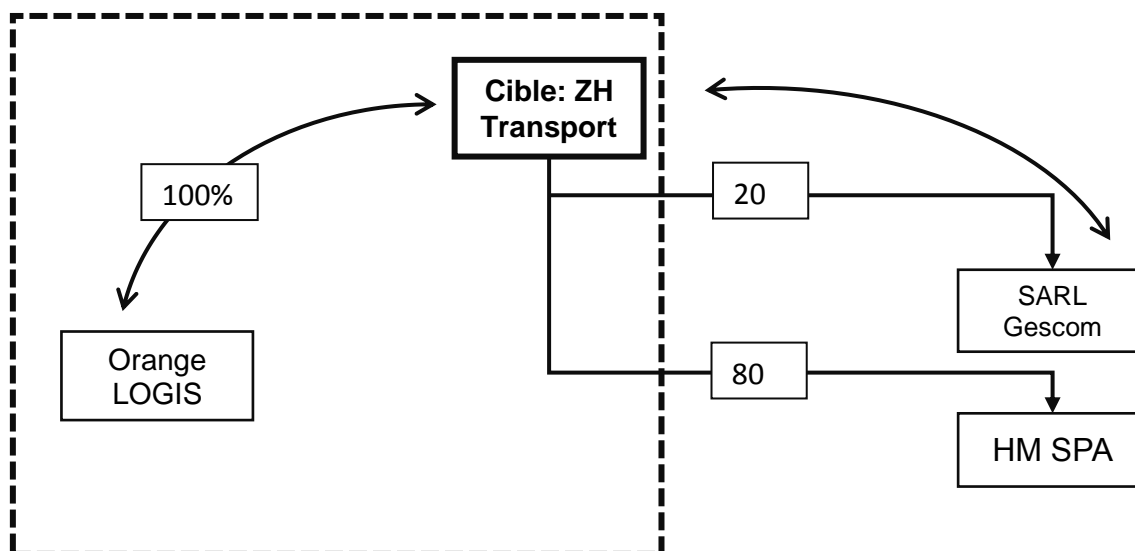
En effet, elle détient 20% du capital de Gescom, entreprise algérienne spécialisée dans la grande distribution , 80% d'HM SPA cabinet spécialisé dans le conseil et de prestation de services en Marketing, 100% de ZH Orange logis spécialisée dans la conception de logiciels de gestion d'approvisionnement et de logistique.

L'acquéreur nous fait savoir qu'il s'intéresse seulement à ZH transport et ZH Orange logis. Ce qui constitue donc le périmètre de la transaction.

De ce fait, SARL Gescom et HM SPA seront exclues du périmètre de transaction.

Le schéma ci-dessous reprend les parts détenue par la cible et synthétise le périmètre de la transaction

Figure 16 Périmètre de la transaction



Source : Etablie par nos soins

Notre rôle consiste à réaliser une due diligence financière afin de faire ressortir la valeur réelle des éléments clés de l'évaluation. Ce qui permettra à notre client acquéreur de bien se situer par rapport à l'offre de rapprochement.

Nous allons tout d'abord réaliser un diagnostic financier de la cible pour faire ressortir ses attraits et ses performances financière historiques .

Une fois la situation financière historique connue, nous allons procéder aux ajustements des éléments clés de la valorisation de la cible et qui sont –comme on l'a expliqué dans le 2eme chapitre de la 2eme section-l'EBITDA, la dette nette, et le BFR.

En fin, nous conclurons notre étude de cas en mettant en exergue l'impact de la DDF que nous avons mené sur la décision de l'acquéreur, sur la valeur de la cible, et sur le prix que l'acquéreur va proposer.

## 2.4. Déroulement de la Due diligence financière

La mission s'est déroulée selon une procédure interne du cabinet KPMG, cette procédure se décompose de la manière suivante<sup>80</sup> :

### 1- Etape 1 : Acceptation de la mission :

Suite à la demande d'ABC capital, le cabinet KPMG-Algérie a effectué une demande d'acceptation de mission à travers réseau interne de KPMG-International appelé « Sentinelle ».

<sup>80</sup> Documentation interne

Ceci est une procédure obligatoire que tous les cabinets membres du réseau KPMG doivent respecter, elle permet d'éviter d'éventuels conflits d'intérêt avec le client qui pourraient conduire KPMG-Algérie à refuser ce client ou à changer son approche.

Par exemple : Un employé de KPMG qui détient des parts dans l'une des parties de la transaction ne peut pas participer à cet audit car il existe un conflit d'intérêt.

On doit souligner, que KPMG ne doit avoir aucun doute sur l'intégrité de la direction de « ABC capital ». Contrairement à une inspection, l'auditeur doit supposer la bonne foi de l'audité car l'objectif n'est pas de découvrir les fraudes mais seulement d'expliquer la situation financière réelle de la cible à l'acquéreur.

#### 2- **Etape 2** : Rédaction de la lettre de mission

Une lettre de mission<sup>81</sup> est par la suite établie sur par KPMG-Algérie sur la base des différentes modalités d'intervention, le client devra par la suite envoyer un exemplaire signé pour confirmer son approbation.

#### 3- **Etape 3** : Indication des limitations et de l'étendue des travaux :

Le Cabinet KPMG-Algérie exigera ensuite a ABC capital un certain nombre de documents et lui fera part de la nécessité de disposer de ces documents pour bien mener la due diligence.

Les limitations et l'étendue des travaux seront aussi définies lors de cette phase.

#### 4- **Etape 4** : Identification du mode de diffusion des informations de la cible

Nos travaux ont été menés à partir des locaux du cabinet à Alger-Bâb Ezzouar. Le mode de diffusion de l'information choisi par la cible est le mécanisme de Data room qu'on a expliqué dans le Chapitre2 de la première partie.

A cet effet, nous avons eu accès aux documents suivants :

- Etats financiers audités des 3 derniers exercices.
- Décomposition de l'actif immobilisé.
- Reportings périodiques du contrôleur de gestion.
- Fiche d'inventaire.
- Les contrats de baux de la cible.
- Décomposition du Chiffre d'affaire.

---

<sup>81</sup> Un document qui permet de formaliser le champ d'intervention pour chacun des acteurs concernés d'une part, de légitimer cette intervention d'autre part.

## 2.5. Diagnostic de la cible :

Nous commencerons notre diagnostic par une analyse du patrimoine de la cible ZH transport par le biais du Bilan.

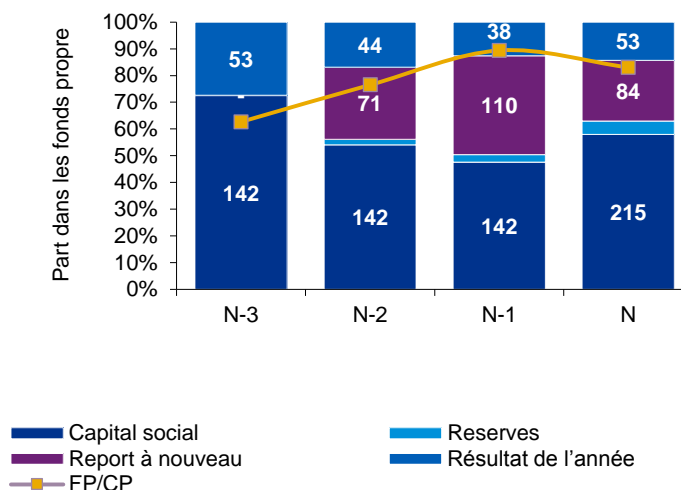
### 2.5.1. Diagnostic de la cible par son Bilan

Le point de départ de notre diagnostic sera l'analyse de la situation bilancielle de la cible pour les 4 dernière années, nous nommerons par soucis de confidentialité l'année en cours par 'N'.

➤ Analyse du haut du bilan de ZH transport :

Les fonds propres de ZH transport se décomposent comme suit :

Figure 17 Décomposition des fonds propres de ZH transport



Source : Réalisé par nous

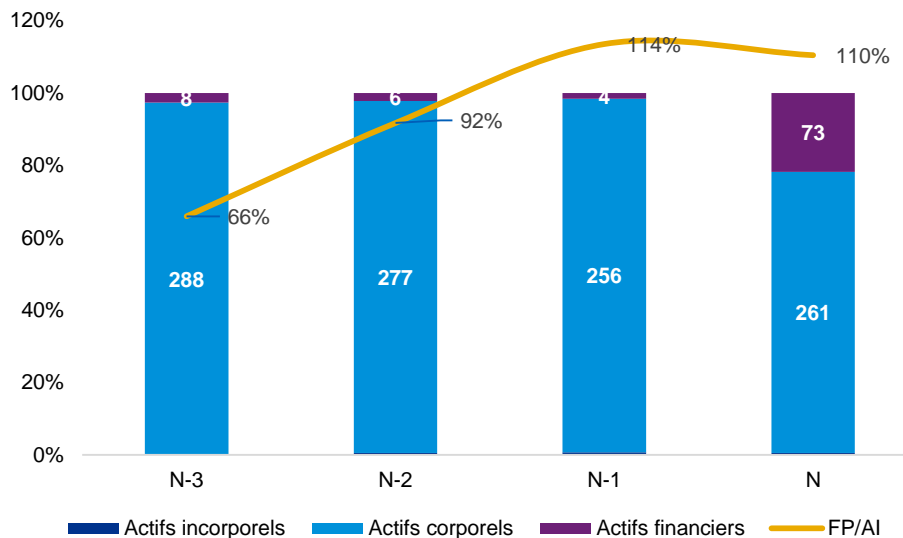
On remarque que les fonds propres sont constitués à 60% du capital social sur l'ensemble des années, le capital a connu une augmentation de +73mDZD en N.

Au moment de la revue, la valeur de la réserve légale était de 18mDZD soit en dessous de la barre des 10% du capital social de la cible et qui représente le minimum légal pour ce poste.

Le ratio d'indépendance financière nous montre la capacité de la cible à se financer par ses propres moyens, la règle générale estime que ce dernier doit être supérieur à 50%. On remarque que chez la cible celui-ci avoisine les 90% en N-1 et 80% en N, il témoigne donc d'une bonne gestion financière et une forte structure financière indépendante des établissements de crédit.

Les fonds propres servent à financer les emplois stables, le graphique ci-dessous montre la relation qu'il y a entre fonds propres et actif immobilisé :

Figure 18 Décomposition et couverture des emplois stables



Source : Graphique établi par nos soins

On voit clairement la forte présence des actifs corporels et qui représentent la quasi-totalité de l'actif immobilisé.

Malgré une augmentation des actifs corporels en N, on remarque que leur part a reculé en faveur des actifs financiers qui eux ont connus une forte hausse passant de 4kDZD à 73kDZD.

Le ratio de couverture des emplois stables se calcule par la formule suivante :

$$\text{Ratio de couverture} = \frac{\text{Fonds propres}}{\text{Actifs immobilisés}}$$

Ce ratio est représenté par une courbe, comme on peut le voir sur la graphique, il montre le degré de couverture des emplois stables à travers les périodes de revues.

En effet, les emplois stables sont couverts à 100% et ce à partir de l'année N-1 synonyme de rigidité financière de la cible.

On a conclu après avoir analysé le haut du bilan que la cible jouit d'une structure financière très solide capable de couvrir ses emplois stables tout en étant indépendante des établissements financiers tels que les banques.

➤ Analyse du BFR de ZH transport :

La deuxième composante de notre diagnostic financier est le BFR.

Comme on l'a expliqué dans la deuxième Section du chapitre 2, le BFR témoigne de la qualité de la gestion opérationnelle de la cible et aussi de l'efficacité de la politique de financement à court terme de la cible ZH transport.





Le BFR naît des différents décalages temporels qui surviennent entre les encaissements et les décaissements<sup>82</sup>

Il est donc très important de comprendre les délais dont dispose l'entreprise pour<sup>83</sup> :

Ecouler son stock c'est-à-dire son délais d'écoulement de stock qui égale a :<sup>84</sup>

$$DIO = \frac{\text{Stocks} \times 365}{\text{Chiffre d'affaire TTC}}$$

Recouvrer ses créances c'est-à-dire ses délais de recouvrement des créances<sup>85</sup>:

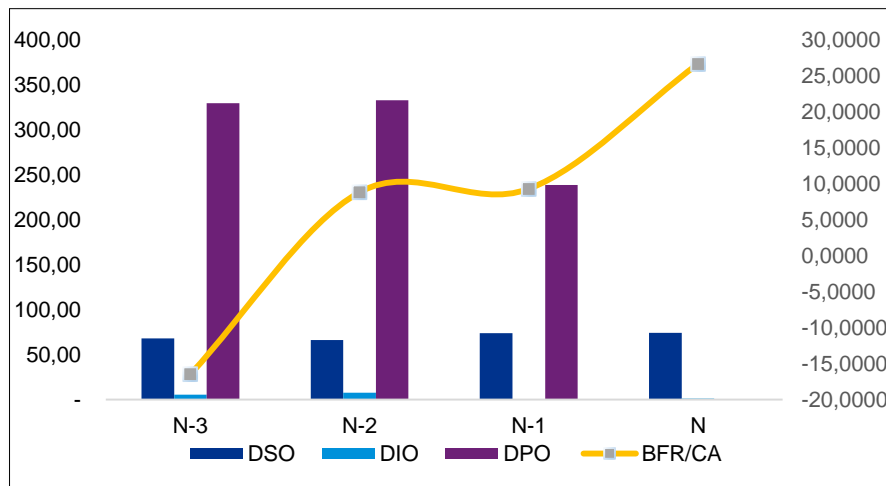
$$DSO = \frac{\text{Creance client} \times 365}{\text{Chiffre d'affaire TTC}}$$

Payer ses dettes, c'est-à-dire ses délais de payement des dettes<sup>86</sup>:

$$DPO = \frac{\text{Dettes fournisseurs} \times 365}{\text{Achats consommés}}$$

Cette triade est omniprésente dans n'importe quel diagnostic financier. Ci-dessus un graphique qui reprend ces trois indicateur clé :

Figure 19 DIO DPO DSO



Source : Graphique établit par nos soins

On remarque que :

<sup>82</sup> Entrées et sorties d'argent.

<sup>83</sup> <https://www.compta-facile.com/ratios-financiers-calculs-et-explications/>, consulté le 02 Juin 2019 à 23h28.

<sup>84</sup> Daily inventory outstanding en langue anglaise et qui veut dire : Délais de rotation des stocks

<sup>85</sup> Daily sales outstanding en langue anglaise et qui veut dire : Délais de recouvrement des créances

<sup>86</sup> Daily payables outstanding en langue anglaise et qui veut dire : Délais de paiement des dettes.

- Le DSO a une valeur d'environ 60 Jours ce qui est relativement faible, c'est donc une bonne performance commerciale, car les délais de recouvrements sont plus qu'acceptables.
- Le DIO représente une moyenne de nombre de jours nécessaires à la rotation des stocks. Vu la nature de l'activité de ZH transport, cet indicateur n'a pas de signifiante, il a été inclus dans notre analyse juste à titre indicatif.
- Le DPO est à un niveau élevé, c'est-à-dire que la cible met beaucoup de temps à payer ses fournisseurs, ce qui est encore une fois, une excellente performance commerciale. Car les dettes qui dépassent 1an peuvent être considérées comme moyens de financement.

En revanche, il est possible que la cible soit en difficulté et n'arrive pas à payer ses fournisseurs. Pour vérifier cela il faut analyser la trésorerie de la cible, comprendre ses tendances et sa provenances.

Malheureusement, nous ne disposons pas des états mensuels des flux de trésorerie qui nous auraient permis de définir le niveau de la trésorerie et l'analyser par la suite.

En l'absence de la documentation, notre avis reste très réservé concernant la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie et à honorer ses engagements vis-à-vis ses fournisseurs.

### 2.5.2. Diagnostic de l'activité à travers le compte de résultat

Le diagnostic des réalisations de la cible durant un exercice passe obligatoirement par le compte de résultat, nous allons donc analyser les 3 derniers CR de ZH transport .

#### ➤ Analyse de la décomposition du CA par secteur

Pour comprendre mieux l'activité de ZH transport et connaître les sources de ses revenus, nous avons décomposé le Chiffre d'affaire par segments, le tableau ci-dessous que nous avons produit selon les informations fournies par le management sur la data room reprend cette décomposition :

Tableau 8 Décomposition du chiffre d'affaire par secteur d'activité

Décomposition du Chiffre d'affaire par service						
	N-3	N-2	N-1	N	N	N+1
En mDZD	31 Dec.	31 Dec.	31 Dec.	30 Juin.	Atterissage	BP
Transport de marchandises seches	157	180	168	102	204	245
Transport frigorifique	100	100	112	99	198	238
Transport de citernes alimentaire	47	88	99	68	136	163
Trasport de containers	77	88	99	77	154	184
Transport exceptionnel	28	39	96	39	78	93
<b>Total des ventes</b>	<b>408</b>	<b>495</b>	<b>574</b>	<b>385</b>	<b>769</b>	<b>923</b>
<i>EBITDA</i>	<i>135</i>	<i>144</i>	<i>106</i>	<i>84</i>	<i>169</i>	<i>202</i>
<i>Taux de l'EBITDA</i>	<i>33%</i>	<i>29%</i>	<i>18%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>

Source : Réalisé par nous

La colonne libellée « atterissage » est une estimation réalisée à titre indicatif afin de compléter le 2eme semestre de l'année N, elle a pour hypothèse le maintien du niveau de l'activité au même niveau que celui du 1<sup>er</sup> semestre.

La colonne « BP » ou encore « Business Plan » a été extraite des prévisions de ventes réalisées par la direction commerciale de la cible.

En effet cette dernière prévoit une hausse du niveau générale de l'activité commerciale de 20%.

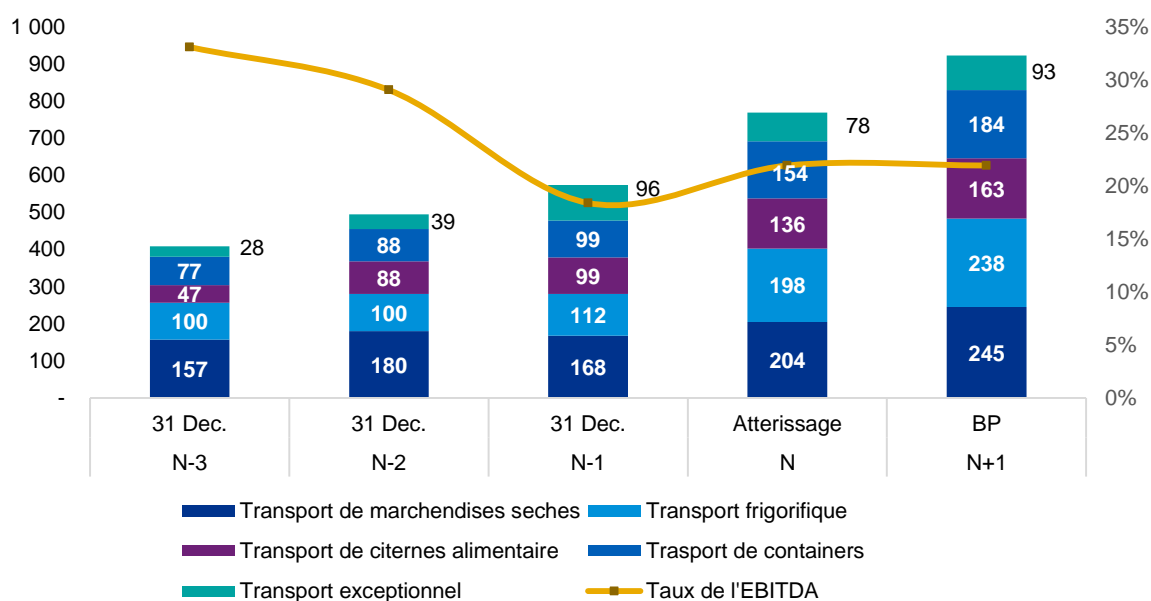
Le contrôleur de gestion nous a communiqué par le biais de la data room la décomposition de chiffre d'affaires par activité qui l'a lui-même conclue à partir de de la comptabilité analytique de la cible.

L'activité qui a générée le plus de chiffre d'affaire est le transport de marchandises sèches suivie du transport frigorifique.

Le taux de l'EBITDA est un ratio qui se calcule en divisant l'EBITDA sur le chiffre d'affaire, il désigne la part de EBITDA dans le chiffre d'affaire , plus il se rapproche a 1 plus l'entreprise a des couts bas.

Le graphique ci-dessous synthétise la décomposition du chiffre d'affaire et l'évolution du taux de l'EBITDA : (EBITDA/CA) :

Figure 20 Décomposition du chiffre d'affaire par segment d'activité et taux d'EBITDA



Source : Graphique établit par nos soins

On remarque à travers le graphique une tendance haussière du niveau des ventes et ce a rythme soutenu, ceci est du à l'acquisition de nouveaux clients et les conclusions de nouveaux contrats avec ces clients.

La courbe du taux de l'EBITDA a baissé de N-3 à N-1 a atteint les 20% puis sa diminution a été freinée par l'évolution du chiffre d'affaire et de l'EBITDA. Pour se stabiliser à 22% en de N-1 à N+1.

Globalement, et sans tenir compte de la documentation manquante l'entreprise présente une excellente situation financière comme on a vu sur les analyses de son bilan.

Le diagnostic réalisé n'est en aucun cas exhaustif. Il a été réalisé dans le cadre de ce mémoire afin de présenter les grandes lignes de la performance financier historique de la cible.

Nous verrons dans la prochaine section des analyses plus poussées et dont la pertinence dépend des spécificités de la transaction.

### **3. Section 3: Analyses approfondies des performances financières de la cible dans le cadre de la DDF**

Après avoir réalisé le diagnostic financier de la cible, on s'aperçoit que le repreneur est particulièrement attentif aux performances financières qui ne cessent de s'améliorer d'année en année, on a conclu que ZH transport était une entreprise ayant un fort potentiel de développement et une solide performance financière historique.

Dans ce qui va suivre nous allons approfondir nos analyses et ce afin d'arriver aux objectifs de la due diligence financière et répondre à notre question de départ.

#### **3.1. Analyses du Bilan**

Le bilan comptable est un document qui synthétise la situation comptable d'une entreprise à un instant « T », les principaux agrégats du bilan feront l'objet de multiples ajustements.

Pour notre cas pratique nous disposons des 3 derniers bilans, le dernier bilan est arrêté au 30 Juin.

##### **3.1.1. Analyse de l'actif immobilisé**

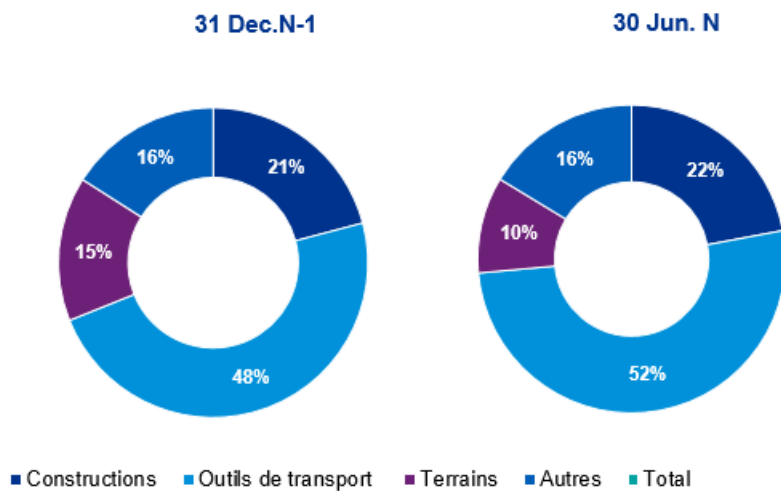
L'actif immobilisé comprend l'ensemble des biens destinés à être conservés de façon durable dans le cadre de l'exploitation de l'entreprise à savoir les immobilisations corporelles, incorporelles et financières.

Au 30 Juin N, celui-ci s'éleva à 335K DZD soit une augmentation de 28% pour N,

Cependant, il a connu une baisse de 8% pour N-1 causée par le manque d'investissements et la vétusté des actifs corporels.

Le management nous a communiqué la structure de l'actif corporel, ce dernier se décompose de la manière suivante :

Figure 21 Décomposition de l'actif immobilisé



Source : Réalisé par nous

Vu la nature d'activité de la cible, ses actifs corporels sont largement constitués de :

- Outils de transport 52% au 30 Juin N contre 48% en N-1,
- Constructions (hangars, siège social) viennent en 2eme position avec 22% au 30 Juin N

Les actifs corporels n'ont évolués que de 2% en N, ce qui témoigne d'un faible investissement sur cette période malgré le degré de vétusté de l'actif qui est de 60% en moyenne pour l'ensemble de l'actif immobilisés.

➤ Immobilisations financières :

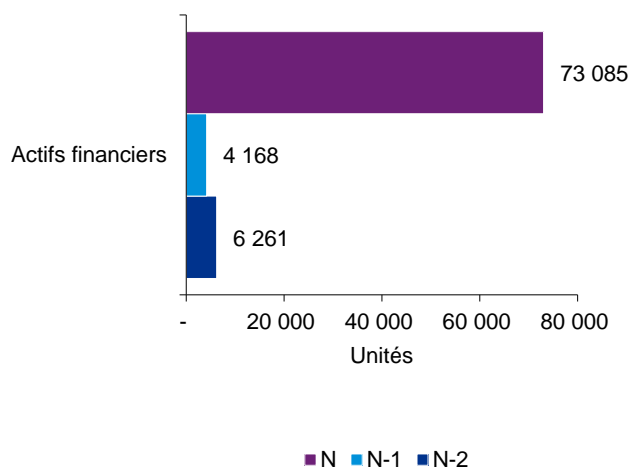
Correspondent aux actifs financiers destinés à une utilisation durable et qui sont possédés par la cible.

Les immobilisations financières ont enregistrées de grosses variations, passant de 4 mDZD à 73mDZD soit une de augmentation de 1635%. Selon le management de la cible, elles sont constituées par les titres de participations de la filiale « ZH Orange logis » qui a fait l'objet d'une acquisition en N pour un montant de 51mDZD.

L'acquisition de « Orange Logis » par la cible était motivée par l'obtention de nouveaux client et l'augmentation de la part de marché de la cible.

Il faut souligner que désormais , « Orange Logis » active sur son marché sous le nom de « ZH Orange Logis »

Figure 22 L'évolution de l'actif financier



Source : Réalisé par nous

➤ Ajustement de l'actif immobilisé :

Après avoir analysé les différents postes de l'actif immobilisé nous avons décelé quelques anomalies que nous avons ajusté suivant les normes IAS/IFRS et ce afin de refléter une image fidèle de ce poste qui représente 93% du total actif.

Les ajustements qu'on a introduits se résument dans le tableau ci-dessous.

Tableau 9 Actif immobilisé

Actifs immobilisés				Var.	
en K DZD	N-2 31 Dec	N-1 31 Dec.	N 30 Jun.	16-17	17-18
Actifs incorporels	1 481	1 910	1 850	29%	-3%
Actifs corporels	277 440	256 167	260 751	-8%	2%
Actifs financiers	6 261	4 168	73 085	-33%	1653%
<b>Actifs immobilisés</b>	<b>285 182</b>	<b>262 245</b>	<b>335 686</b>	<b>-8%</b>	<b>28%</b>
Ajustements KPMG					
Retraitements leasing	1 237 907	402 487	528 274	69%	31%
Capitalisation charges constructions	2 18 308	12 210	2 053	-33%	-83%
Dépréciation des titres HM SPA	3 (3 900)	(3 900)	(3 900)	0%	0%
Total ajustements	252 315	410 797	526 426	63%	28%
<b>Actifs immobilisés ajustés</b>	<b>537 497</b>	<b>673 042</b>	<b>862 112</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>

Source : Réalisé par nous

Légende<sup>87</sup> : x Ajustement impactant le BFR x Ajustement impactant la dette nette

<sup>87</sup> Le code couleurs pour ces puces sera le même tout au long de ce travail, il servira à préserver la traçabilité des ajustements ainsi que leurs justifications.

- 1 Les retraitements Leasing : On a remarqué que la cible comptabilise le loyer de location financement en charges au Compte de résultat. Nous avons retraité cet élément pour se mettre en ligne avec la norme IAS17 « contrats de locations »,
- 2 Capitalisation des charges de constructions : Notre analyse a révélée une autre anomalie d'ordre comptable. En effet la cible ne capitalise pas les matériaux de constructions, cela veut dire qu'elle ne les immobilise pas.  
En effet, ces dépenses répondent aux critères d'immobilisation des charges et doivent donc être reconduite vers l'actif immobilisé.  
Après discussion avec le Management, et au regard de leurs nature, nous les avons reclassées en immobilisations,
- 3 Les titres de participations « HM SPA » : Au regard de la réalité économique de cette filiale, nous avons procédé à la dépréciation de titre d'un montant de 3900 kDZD car cette filiale est en procédure de liquidation depuis 3ans. Son activité commerciale est donc suspendue.

En conséquence, l'actif immobilisé ajusté s'élève –après ajustements – a 862 mDZD contre 335m DZD avant ajustement.

Cette augmentation est principalement due aux retraitements leasing (528mDZD), nous allons voir que les loyers de leasing auront un impact sur tout le reste de l'analyse.

N.B.: Les puces avec les codes couleurs servent à préserver la traçabilité des ajustements d'un tableau a un autre ainsi que leurs justifications.

### 3.1.2. Analyse de la qualité du BFR

Le second agrégat qui fera l'objet d'ajustements, sera le BFR.

Le BFR comme on l'a expliqué dans le Chapitre2 de la première partie est un élément très important de la DDF.

Les ajustements réalisés portent sur la triade « Stock-Client-Fournisseur », nos analyses ont fait ressortir des éléments qui de par leurs nature ou de leurs taille peuvent être considérés comme des éléments de la dette nette, ou non récurrent. En revanche il se peut que d'autres éléments similaires ne soient pas signalés lors de nos travaux.

Nous allons dans ce qui va suivre justifier tous les ajustements qu'on a réalisé sur le BFR.



La synthèse des ajustements du BFR se présente dans le tableau ci-dessous :

Tableau 10 Ajustements du BFR

BFR- synthèse des ajustements				
En K DZD		N-2 31 Dec.	N-1 31 Dec.	N 30 Jun.
<b>BFR</b>		<b>12 021</b>	<b>14 690</b>	<b>56 339</b>
<b>Ajustements KPMG</b>				
<b>Créances clients</b>				
Dépréciation des créances	1	(14 955)	(57 388)	(51 516)
Avances clients	2	(177)	(15 802)	(16 702)
Assainissement	3	+/-?	+/-?	+/-?
<b>Stocks</b>				
Ecart de stocks	4	9 649	21 994	27 435
<b>Dettes fournisseurs</b>				
Fournisseurs d'immobilisations	5	38 360	32 506	32 707
Avances aux fournisseurs	6	8 702	19 759	14 803
Dettes location de camion	7	10 971	15 497	12 053
<b>Autres créditeurs</b>				
Avances clients	2	22 177	15 802	16 702
Comptes courants associés	8	2 105	9 301	2 105
<b>Autres débiteurs</b>				
Avances fournisseurs	6	(8 702)	(19 759)	(14 803)
Avances fournisseurs d'immobili	9	(9 526)	(15 514)	(16 814)
Total ajustements BFR		36 604	6 395	5 970
<b>BFR ajustés</b>		<b>48 625</b>	<b>21 085</b>	<b>62 309</b>

Source : Réalisé par nous

1

Après discussion avec le management de la cible, Nous avons décelé un montant de (-14m DZD) qui représente la différence entre :

- Les créances faisant l'objet d'efforts convaincant de recouvrement de la part de la cible,
- Les créances figurant sur la comptabilité,

2

Cette différence a été provisionnée. Les avances clients ont été reclassées en créances clients,

3

Assainissement des créances : L'analyse de l'antériorité à travers les balances âgées<sup>88</sup> des créances a fait ressortir des suspens importants qui ne sont pas analysables (manque d'information). Nous n'avons pas pu estimer l'impact de l'assainissement des créances sur le BFR,

<sup>88</sup> La **balance âgée** est un document **comptable** qui récapitule un certain nombre d'informations concernant les comptes clients et les comptes fournisseurs. Elle est très prisée par les entreprises car elle permet d'avoir une visibilité sur l'état de la trésorerie future de l'entreprise.

- 4 Ecart de stock : Nous avons ajusté le niveau des stocks par l'écart existant entre :
- L'inventaire physique après vérification d'un expert externe,
  - Le montant qui figure sur la comptabilité,
- 5 Fournisseur d'immobilisation : Les dettes générées par l'acquisition des immobilisations sont considérées comme des éléments de la dette nette, car l'Agen a révélé que celles-ci ont dépassées leurs délais de prescription et par conséquent, elles vont être redirigées vers la Dette nette,
- 6 Les avances aux fournisseurs de stocks ont été reclassées en dettes fournisseurs,
- 7 La dette relative aux camions affrétés auprès de MEBAREK AMIR et AMINE a été reclassée en Dette nette car, d'après le management de la cible ces cibles n'ont pas de contrepartie productive.
- 2 Les avances clients ont été reclassées en créances client,
- 8 Les comptes courants des associés sont un élément de la dette nette et sont donc reclassés en conséquence,
- 6 Les avances fournisseurs ont été reclassées en Dette fournisseur,
- 9 Les avances aux fournisseurs d'immobilisations : Ont été reclassé en Dette nette,

Après avoir dépollué le BFR, on peut aboutir à un BFR normatif tel expliqué dans la section 2 du chapitre 2.

Par contre n'avons pas été en mesure d'estimer le BFR mensuel car nous ne disposons pas des données mensuelles de la cible.

Le BFR normatif/dépollué se présente de la manière suivante :

Tableau 11 BFR normalisé

BFR normalisé			
	N-2	N-1	N
En K DZD	31 Dec.	31 Dec.	30 Jun.
Créances clients	52 982	43 012	88 505
Stocks	20 023	22 669	30 078
Dettes fournisseurs	(36 468)	(44 783)	(53 442)
Autres débiteurs	19 389	31 070	36 290
Autres créditeurs	(7 300)	(30 884)	(39 123)
<b>BFR Ajusté normalisé</b>	<b>48 626</b>	<b>21 085</b>	<b>62 309</b>

Source : Réalisé par nous

Ce BFR correspond au BFR normalisé. L'intérêt de cet ajustement est de connaître les besoins de l'entreprise en financement à court terme ce qui permettra à l'acquéreur de formuler une stratégie de financement à court terme pour la phase de post-acquisition.

Le BFR est un indicateur clé de la performance de la gestion de l'entreprise à court terme et qui doit être épaulé par d'autres indicateurs tels que le niveau de la trésorerie afin de déterminer la capacité de la cible à se financer à court terme.

### 3.1.3. Ajustement de la dette nette :

Les ajustements qu'on a réalisés ont permis dans un premier temps d'ajuster l'actif immobilisé et dans un second de dépolluer le BFR et d'estimer le BFR normatif.

Ainsi, la synthèse des ajustements réalisés sur le poste « Dette nette » se présentera de la manière suivante :

Tableau 12 Qualité de la dette de la cible

Qualité de la dette				
		N-2	N-1	N
En kDZD		31 Dec.	31 Dec.	30 Jun.
Trésorerie et équivalents		59 965	56 126	54 458
Dettes à long terme		(80 373)	(35 350)	(75 767)
Provisions		(15 294)	-	-
<b>Dette nette</b>		<b>(35 703)</b>	<b>20 776</b>	<b>(21 309)</b>
<b>Ajustements KPMG</b>				
Contrats de leasing	1	252 974	421 161	534 355
Risques fiscaux	2	(83 895)	(337 355)	(360 558)
Debt like items BFR	3	+/-?	+/-?	+/-?
Fournisseurs d'immobilisations	5	(38 360)	(65 012)	(65 414)
Dettes location de camion	7	(8 702)	(30 993)	(24 106)
Comptes courants associés	8	(10 971)	(18 601)	(4 209)
Avances fournisseurs d'immobilisations	9	9 526	31 027	33 627
<b>Total ajustements</b>		<b>120 572</b>	<b>227</b>	<b>113 695</b>
<b>Dette nette ajustée</b>		<b>84 869</b>	<b>21 003</b>	<b>92 385</b>

Source : Réalisé par nous

Par ailleurs, le montant de la dette nette a passé de (20mDZD a (-21mDZD) pour l'année N

Les contrats de leasing ont été retraités pour se mettre en ligne avec les normes comptables NSCF.

Le Management nous a confirmé que la dette nette est appelée à fortement croître au 2eme semestre de l'année N suite à l'acquisition de 15 cocottes et tracteurs (+161.5 mDZD) et ce afin d'honorer les engagements pris envers un des clients de « ZH transport »

Un risque fiscal potentiel de (222.226kDZD) a été identifié sur la base d'une Due diligence fiscale réalisée par une tierce partie. Nous jugeons qu'il n'est pas nécessaire de l'ajuster dans la dette nette étant donné que ce montant représente le risque maximale et que la probabilité d'occurrence est très faible.

Autre évènement majeure qu'a connue la cible est l'acquisition d'une autre société « ZH Orange Logis » pour renforcer sa situation concurrentielle sur le marché Algérien. Cette opération aurait couté (50mDZD).

Par ailleurs, cette opération d'acquisition a eu un fort impact sur la dette nette car elle a été financée par emprunt bancaire.

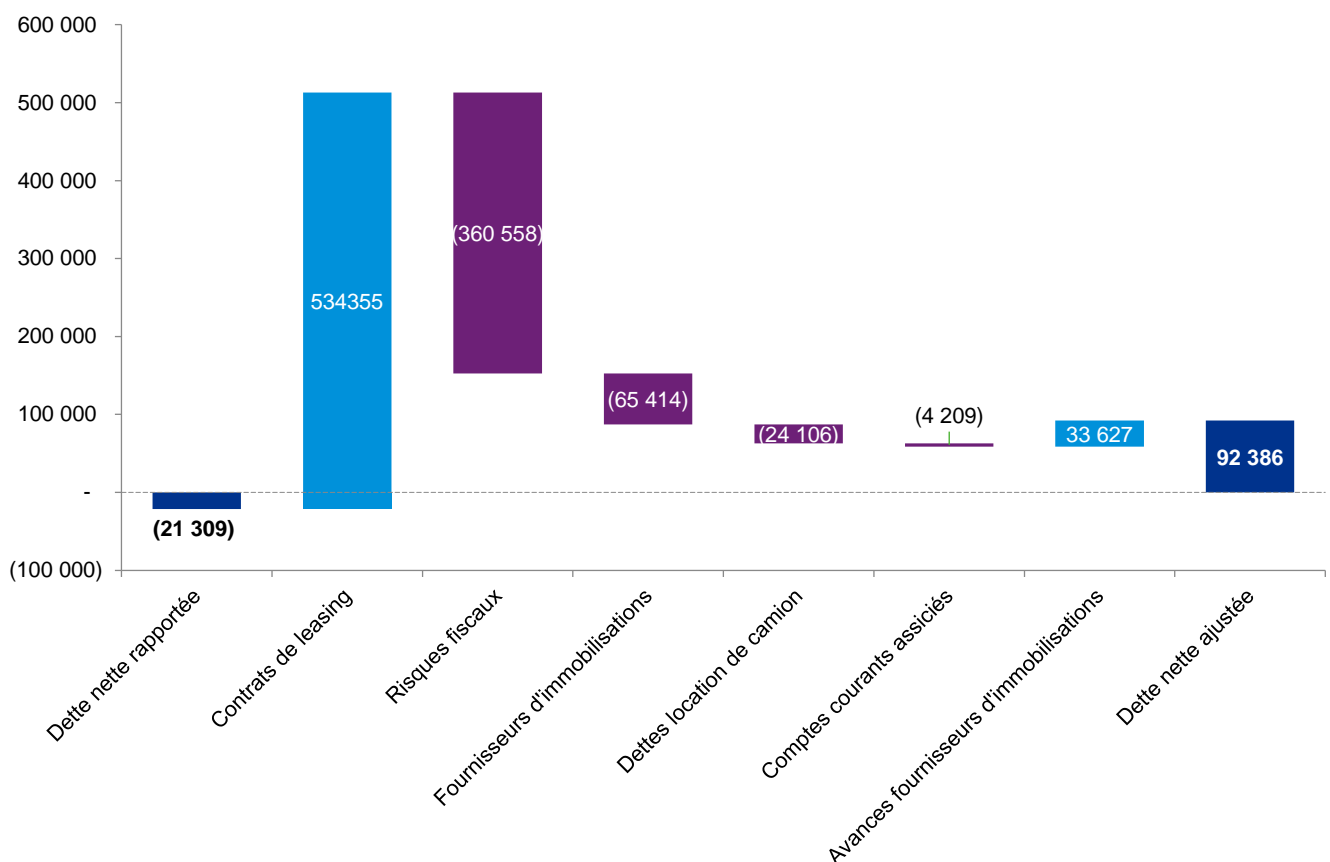
Ceci a conduit à une augmentation de (+40mDZD) de la dette nette en N.

L'entrée en vigueur du contrat « FONTAINE BLEU SPA » va entrainer une hausse du niveau d'activité de la cible, ceci nécessitera donc de réaliser de nouveaux investissements, le Management de la cible nous fait comprendre que ces investissements interviendrons au 2eme semestre de l'année N.

Bien que ses investissement auront un fort impact sur la dette nette car ils seront financés par crédit-bail, nous n'allons pas les prendre en considération suivant le principe de « Locked Box » qu'on a expliqué dans la 2eme section du chapitre2 et seront donc exclus de nos travaux.

De façon synthétique, on peut voir l'impact des ajustements sur la dette nette de l'année N sur le graphique ci-dessous : La valeur de la dette nette est donc estimée à **92mDZD**.

Figure 23 Dette nette rapporté VS dette nette ajustée



Source : Réalisé par nous

**N.B :** Sur les graphiques en escalier, les variations en violet sont négatives tandis que les variations en bleu ciel sont positives. Ce code couleur sera respecté pour l'ensemble de graphiques en escaliers.

### 3.1.4. Capitaux propres :

Sont composés des capitaux propres apportés à la création de la société par les actionnaires, lors d'augmentation de capital, ainsi que des capitaux laissés par les actionnaires à disposition de la société sous forme de bénéfices mis en réserve<sup>89</sup>.

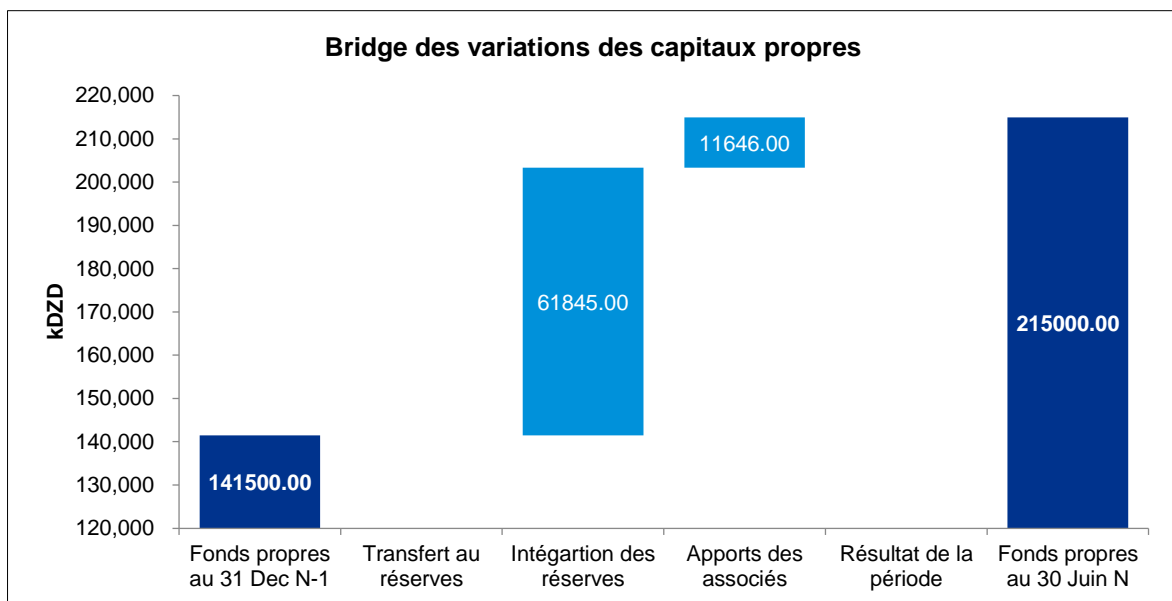
Les capitaux propres de la cible s'élevaient au 30 Juin de l'année N a (215m DZD) soit une augmentation de (73,5 mDZD).

Cette augmentation a été effectuée grâce notamment à :

- L'incorporation des résultats non distribués des années ultérieures (61,5 mDZD).
- Apports de Mr Hadj Moussa en numéraire de (11,5 mDZD).

Le bridge<sup>90</sup> ci-dessous montre l'impact de ces deux opérations (incorporation et Apport en numéraire) sur les capitaux propres.

Figure 23 Graphique en escalier des variations des capitaux propres



Source : Réalisé par nous

Comme la prise de contrôle se fera par rachat d'actions de la cible ZH transport , l'acquéreur souhaite connaître la décomposition du capital de la cible , d'où l'intérêt d'analyser les capitaux propres de la cible et de connaître les sources de leurs variations.

<sup>89</sup> - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, Page 54, 2009, Dalloz

<sup>90</sup> Bridge (Pont) ou graphique en cascade montre le total cumulé à mesure que les valeurs sont additionnées ou soustraites. Ceci est utile pour comprendre la manière dont une valeur initiale (Dans notre cas les capitaux propres) est affectée par une série de valeurs positives et négatives

### 3.2. Analyse du compte de résultat :

Une vue d'ensemble sur l'activité de la cible nous permettra de mieux comprendre l'activité, connaître la provenance des revenus et comprendre la structure de ses charges.

Grace aux rapports de gestion mensuels et des discussions avec le Management de la cible, on a pu faire ressortir les faits marquants suivants :

- L'évolution de l'activité de la cible c'est-à-dire son chiffre d'affaire est fortement corrélée avec la performance de son client « Castor Groupe ». Ce dernier est spécialisé dans la commercialisation des boissons gazeuses leader du marché Algérien,
- L'année N a connu une excellente performance commerciale notamment avec l'acquisition de nouveaux clients : « LA fontaine bleu SPA » ,
- Le contrôleur de gestion de la cible nous fait savoir que la volatilité de l'EBITDA est due à des surconsommations de stocks et des charges de sous-traitance qui n'ont aucune contrepartie productive,

Ces évènements ont un impact direct sur l'activité de la cible est donc sur son compte de résultat, nous allons montrer cela à travers des analyses portant sur le compte de résultat et plus précisément sur l'EBITDA de la cible. Car rappelons le, un repreneur cherche avant tout à connaître la capacité réelle de la cible à lui générer des revenus et de lui garantir une rentabilité supérieure à son investissement.

Les ajustements réalisés constitueront ainsi l'analyse « QOE » qu'on a expliqué dans la section 2 du chapitre 2.

Par soucis de comparabilité entre les années nous avons ajouté – à titre indicatif – une colonne libellée « Atterrissage », cette colonne a été insérée à fin de compléter l'année N au compte de résultats grâce à des hypothèses d'évolution de l'activité qui nous ont été fournies par le Management.

Les variations annuelles au niveau du compte de résultat « P&L » seront calculées en utilisant l'atterrissage de l'année N.

Tableau 13 Compte de résultat de ZH transport

Compte de résultat							
En KDZD	N-3 12m	N-2 12m	N-1 12m	N 6m	N Att (12m.)	Var.	
						N-2-N-1	N-1-N
Chiffre d'affaire	408 431	494 812	573 883	384 657	769 314	16%	34%
Consommations	(93 862)	(105 308)	(128 868)	(68 583)	(137 166)	22%	6%
<b>Marge brute</b>	<b>314 569</b>	<b>389 503</b>	<b>445 014</b>	<b>316 074</b>	<b>632 148</b>	<b>14%</b>	<b>42%</b>
Charges externes	(136 378)	(176 812)	(249 238)	(175 831)	(351 662)	41%	41%
Charges de personnel	(55 602)	(78 991)	(94 704)	(52 924)	(105 848)	20%	12%
Impôts et taxes	(10 425)	(10 417)	(9 928)	(8 606)	(17 212)	(5)%	73%
Autres produits opérationnels	41 472	20 599	19 077	5 734	11 468	(7)%	(40)%
Autres charges opérationnelles	(18 422)	(139)	(4 681)	(104)	(208)	3268%	(96)%
<b>EBITDA</b>	<b>135 213</b>	<b>143 743</b>	<b>105 540</b>	<b>84 344</b>	<b>168 688</b>	<b>(27)%</b>	<b>60%</b>
Produits financiers	1	197	68	261	522	(65)%	668%
Charges financières	(13 872)	(10 546)	(3 897)	(1 041)	(2 082)	(63)%	(47)%
<b>Résultat financier</b>	<b>(13 870)</b>	<b>(10 349)</b>	<b>(3 829)</b>	<b>(780)</b>	<b>(1 560)</b>	<b>(63)%</b>	<b>(59)%</b>
Amortissement	(67 744)	(80 941)	(52 350)	(22 205)	(44 410)	(35)%	(15)%
Reprise de provisions	-	-	15 294	-	-	n.a	n.a
Eléments extra ordinaires	(263)	-	(552)	-	-	n.a	n.a
Impôts sur le résultat	-	(8 312)	(21 042)	-	-	n.a	n.a
<b>Résultat net</b>	<b>53 336</b>	<b>44 141</b>	<b>43 062</b>	<b>61 359</b>	<b>122 718</b>	<b>(2)%</b>	<b>185%</b>

Source : Réalisé par nous

Base de préparation :

Le compte de résultat ci-dessus est préparé sur la base des états financiers audités pour N-2 et N-1 et la balance générale<sup>91</sup> non auditée arrêtée au 30 Juin N, l'atterrissage est en revanche estimé grâce aux prévisions fournies par le management.

### 3.2.1. Chiffre d'affaire :

Le chiffre d'affaire est la première composante du compte de résultat et certainement la plus importante, il convient donc de l'observer et comprendre sa provenance et ses tendances.

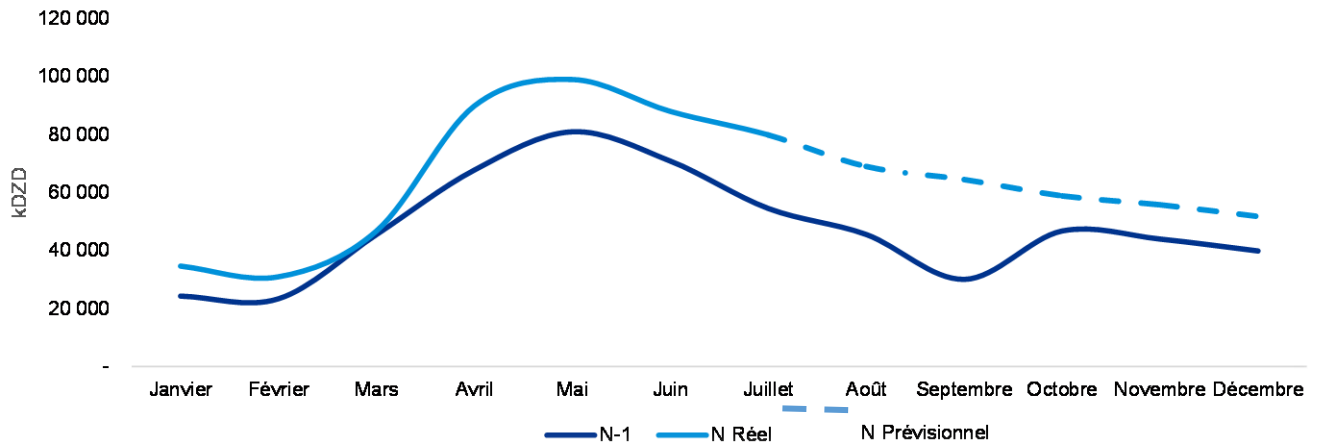
L'entrée en vigueur du contrat signé avec le nouveau client « Fontaine Bleu SPA » qui interviendra au mois de Mars de l'année N aura un fort impact sur le chiffre d'affaire, nous verrons ci-après, la répercussion de la mise en vigueur de ce contrat sur l'activité de la cible.

Nous comprenons à travers les reportings élaborés par le contrôleur de gestion de la cible que le niveau du chiffre d'affaire réalisé est fortement corrélé avec les performances du client « Castor Groupe » qui est leader du marché de la boisson et qui détient un portefeuille important de marques internationales de boissons.

La cible souhaite diminuer voir minimiser cette dépendance vis-à-vis de son client « Castor Groupe », le contrôleur de gestion estime que la cible courrait un grand danger avec cette situation.

Le graphique ci-dessous nous montre la saisonnalité du chiffre d'affaire sur les deux dernières années.

Figure 24 Saisonnalité du chiffre d'affaire de ZH transport



Source : Réalisé par nous

On peut clairement voir sur le graphique que l'année N a été fructueuse en matière de chiffre d'affaire, ce dernier a évolué de (+34%) en N.

L'activité de la cible connait une saisonnalité chaque année en mois d'Avril, selon le Management ce phénomène est dû au pic d'activité de ses principaux clients notamment « Castor Groupe ».

Aussi, on peut voir que l'entrée en vigueur du contrat avec le client (Fontaine Bleu SPA) a eu un énorme impact sur le chiffre d'affaire de l'année N en comparaison avec N-1, non seulement l'acquisition du client Fontaine Bleu SPA a fait augmenter le chiffre mais a aussi diminué le risque lié au client « Castor Groupe ».

Cet impact peut se voir à travers la décomposition du chiffre d'affaires par client qu'on présentera dans ce qui va suivre.

#### Décomposition du Chiffre d'affaire de la cible :

Selon la direction commerciale, la cible a opt e pour une stratégie de niche c'est-à-dire qu'elle concentre tous ses efforts sur un segment de marché bien précis appelé « niche de marché ».



Bien que cette stratégie ait porté ses fruits durant les précédents exercices, le contrôleur de gestion estime que cette situation porte un énorme danger pour l'entreprise. Car en effet, 64% du chiffre d'affaire de la cible provient d'un seul client « CASTOR GROUPE ».

Le risque de voir le client « CASTOR GROUPE » est classé « critique » sur la cartographie des risques de la cible, toujours selon le contrôleur de gestion, sa probabilité d'occurrence est élevée, vu le nombre de concurrents sur le secteur du transport routier, son impact est quant à lui très élevé -en absence de garanties contractuelles avec le client « Castor Groupe » - il est estimé à 67% du chiffre d'affaire à savoir 515mDZD.

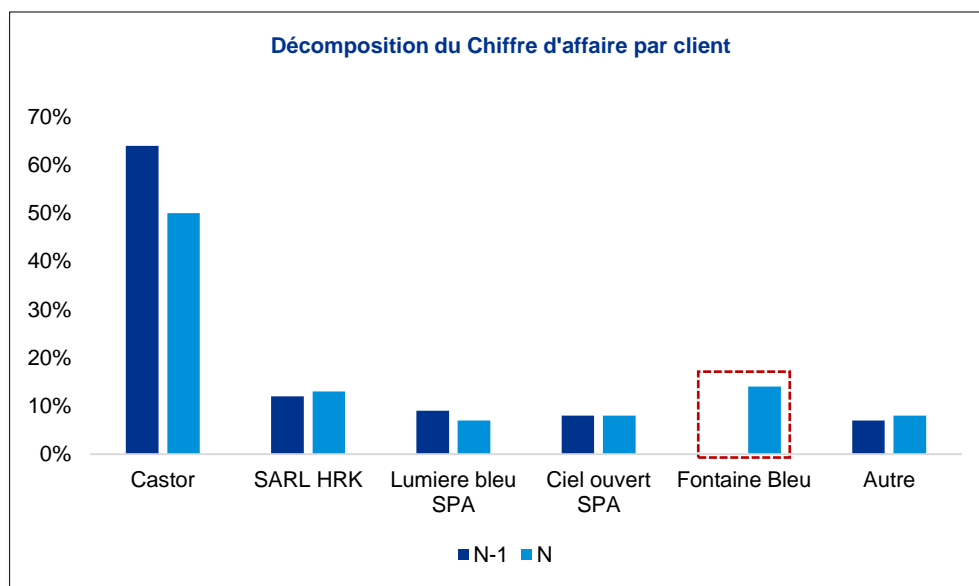
Le Management assure qu'une nouvelle stratégie commerciale a déjà été déployée au début de l'année N, et a permis d'acquérir un nouveau client « La FONTAINE BLEU SPA ».

Dans une perspective de reprise d'une entreprise, un acquéreur cherche avant tout de tirer profit de la cible. Idéalement, la cible doit être en mesure de maîtriser son risque.

Nous recommandons au repreneur d'exiger à la cible des garanties par rapport à ce risque.

Le graphique ci-dessous permet d'apprécier la contribution de chaque client dans le chiffre d'affaire de la cible.

Figure 25 Décomposition du chiffre d'affaire de ZH transport par client



Source : Réalisé par nous

La part du client CASTOR (64% du CA) en N-1 a baissée de 13% en N en faveur du nouveau client « Fontaine bleu SPA » et qui dès le premier trimestre de mise en vigueur de son contrat a acquis une part considérable du CA de la cible 14%.

Le Management assure, que la nouvelle stratégie commerciale permettra l'acquisition de nouveaux clients et donc la diversification de son portefeuille client afin d'atténuer les risques y afférents.

### 3.2.2. Consommations :

Les consommations de la cible se dressent de la manière suivante :

Tableau 14 Consommations de ZH a travers la période de revue

Consommations						
.	N-2	N-1	N	N	Var.	
En K DZD	12m	12m	6m	Att	N-1 N	17-18
Carburants	(43 735)	(42 536)	(31 730)	(63 460)	(3)%	49%
Lubrifiants	(2 400)	(3 460)	(2 471)	(4 942)	44%	43%
Construction	(9 154)	(6 779)	(2 428)	(4 856)	(26)%	(28)%
Quincaillerie	(2 193)	(1 441)	(388)	(776)	(34)%	(46)%
Pièces de rechange	(33 929)	(46 509)	(17 910)	(35 820)	37%	(23)%
Pneumatique	(8 635)	(14 673)	(6 093)	(12 186)	70%	(17)%
Bâches plates	(2 092)	(6 088)	(909)	(1 818)	191%	(70)%
Habillage	(688)	(542)	(1 718)	(3 436)	(21)%	534%
Cantine	-	(1 845)	(1 300)	(2 600)	n.a	41%
Autres.	(2 483)	(4 995)	(3 634)	(7 268)	101%	46%
<b>Total</b>	<b>(105 308)</b>	<b>(128 868)</b>	<b>(68 583)</b>	<b>(137 166)</b>	<b>22%</b>	<b>6%</b>

Source : Réalisé par nous

On remarque que le carburant et les pièces de rechange occupent environ 70% des consommations de la cible sur les deux exercices N-1 et N, ceci est normale vu le secteur d'activité de la cible qui est le transport. Car pour rouler, les camions ont besoins de carburants. Les pièces de rechange assurent la maintenance de la flotte.

La consommation du carburant est estimée par le contrôleur de gestion a 3,8DZD/KM parcourus, cette estimation ne tient compte ni du type de camion ni de la nature de la route, En vrai, aucun facteur externe n'est pris en considération, mais seulement la moyenne de consommation prélevée d'un échantillon de camions.

Nous avons estimé la consommation de carburant à partir des kilométrages au niveau de chaque camion pour chaque année et des montants rapportés sur les comptes audités. Ce test a fait ressortir une valeur de 4,1DZD/KM.

Vu la faible la différence entre notre estimation et celle de la cible, nous n'avons pas ajusté le montant de la consommation des carburants.

Selon le Management , la cible s'est constituée un stock de pièces de rechanges en achetant en N-1 des pièces de rechange pour un montant de 46mDZD afin de se protéger contre la flambée des prix prévue en N et N+1 due à l'interdiction de l'importation des pièces de rechange mais aussi a la rareté de certaines pièces de rechange , notamment pour les anciens modèles ce qui a conduit a une évolution de 37% pour ce poste.

Ceci permettra d'assurer la longévité de sa flotte étant donné la vétusté de ses équipements (Taux de vétusté est estimé 60%).

La consommation des bâches plates a connu une augmentation de 191% qui est due à l'acquisition de 20 remorques.

Après avoir analysé la situation des consommations en faisant ressortir les grosses variations, nous avons réalisé 2 ajustements :

Tableau 15 Ajustement des consommations

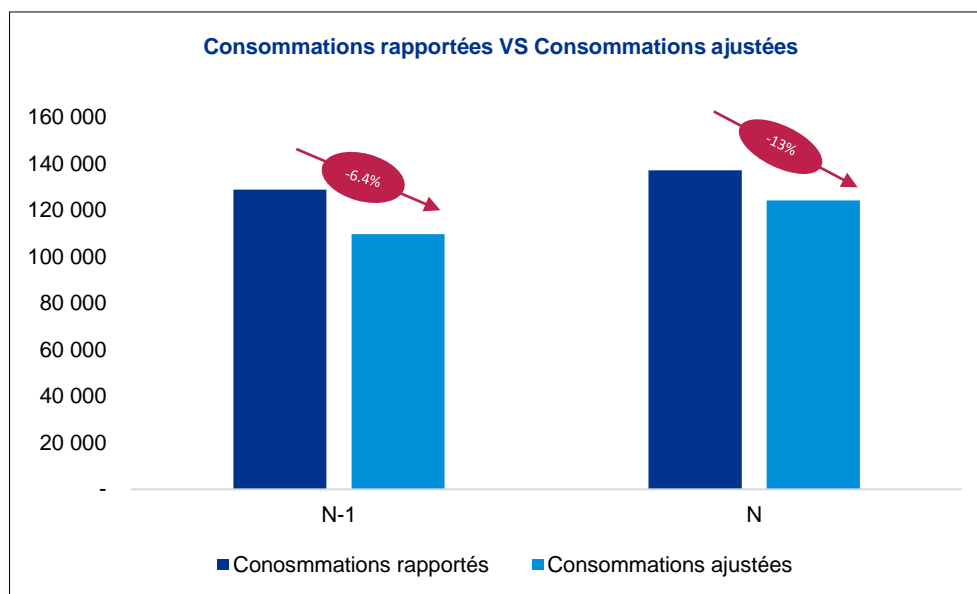
Ajustements et reclassifications KPMG				
Ecart de stocks	3	(159)	12 345	5 442
Constructions	4	9 154	6 779	1 026
Total ajustements et reclassifications		8 994	19 124	6 468
Consommations ajustées		(96 314)	(109 745)	(62 115)
<b>En % du CA</b>		<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>

Source : Réalisé par nous

- 1 La due diligence fiscale déjà réalisée par un autre prestataire a fait ressortir une surconsommation volontaires de stocks entre N-1 et N pour des raisons fiscales que nous ignorons. Nous avons ajusté le niveau de la consommation des stocks et l'avons ramené à son niveau réel.
- 2 Nous avons ajusté l'EBITDA en retranchant le montant relative aux consommations de matériaux de constructions pour la réalisation d'un hangar et une cage d'escalier au niveau du siège sociale de la cible. Au regard de leurs nature et de leurs destination et suivant le traitement préconisé par le SCF algérien, ces charges ne peuvent figurer sur l'EBITDA.

Après les ajustements, le niveau des consommations a baissera d'année en année car les charges de constructions ont été éliminées de ce poste.

Figure 26 Consommations rapportées VS Consommations ajustées



Source : Réalisé par nous

### 3.2.3. Charges externes

Les charges externes de la cible ont connues une augmentation soutenue de 41% pour deux années consécutives, elles se présentent ainsi

Tableau 16 Charges externes de ZH transport

Charges externes						
En K DZD	N-2	N-1	N	N	Var.	
	12m	12m	6m		Att	N-2 N-1
Loyers	1 168	2 460	1 687	3 374	111%	37%
Sous traitance / transport	27 303	64 704	39 208	78 416	137%	21%
Loyers Camions	101 649	118 514	95 397	190 794	17%	61%
Autres	1 325	1 655	1 411	2 822	25%	71%
Maintenance	6 616	11 587	3 991	7 982	75%	-31%
Assurance	4 405	9 577	4 017	8 034	117%	-16%
Honoraires	3 993	3 105	3 439	6 878	-22%	122%
Frais de missions	27 195	31 693	20 424	40 848	17%	29%
Télécommunication	2 638	3 480	2 231	4 462	n.a	28%
Commissions bancaires	519	2 461	4 026	8 052	374%	227%
<b>Total</b>	<b>176 812</b>	<b>249 236</b>	<b>175 831</b>	<b>351 662</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>

Source : Réalisé par nous

Ces augmentations sont principalement dues à :

- a. La forte augmentation des dépenses de sous-traitance qui ont variées de 137% en N-1 puis de 21% à N, selon le management, ces dépenses ont été engagées pour honorer les engagements pris en N-2.
- b. L'augmentation des charges de loyers de leasing pour 137% et 21% respectivement sur N-1 et N.

Nos analyses ont fait ressortir des éléments d'ajustement suivants :

Tableau 17 Retraitement des charges externes

Ajustements et reclassifications KPMG			
Retraitement leasing	1	(101 649)	(118 514) (95 397)
Location de camions	2	(6 521)	(22 948) -
Total ajustements et reclassifications		(108 170)	(141 462) (95 397)
<b>Consommations ajustées</b>		<b>68 642</b>	<b>107 776</b> <b>80 434</b>
<b>En % du CA</b>		<b>14%</b>	<b>19%</b> <b>21%</b>

Source : Réalisé par nous

1 Nous avons retraité les loyers leasing en les excluant de l'EBITDA conformément aux méthodes de comptabilisation préconisées par le SCF

2 Nous comprenons du management que les charges locatives relatives aux sous-traitants MEBAK AMIR et AMIN n'ont pas de contrepartie productive.

Ceci a été confirmé grâce à l'état des affrétés et aux états du département commercial qui reprennent la rotation des camions.

### 3.2.4. Charges de personnel

Vu la nature de l'activité de la cible, son personnel est composé principalement de chauffeurs de camions.

Nous n'avons pas obtenu la décomposition de la masse salariale par soucis de confidentialité. Nous allons donc analyser l'ensemble des charges liées au personnel qui figurent les états financiers de la cible

Tableau 18 Ajustements des charges de personnel

Charges de personnel							
En K DZD	N-2	N-1	N	N	Var.		
	12m	12m	6m	Att	N-2 N-1	N-1 N	
Salaires	38 904	47 733	26 059	52 118	23%	9%	
Prime de rendement	22 461	26 757	16 119	32 238	19%	20%	
Autres primes	3	82	47	94	2633%	15%	
Restauration	1 444	-	-	-	n.a	n.a	
Charges sociales	16 179	20 133	10 699	21 398	24%	6%	
<b>Total</b>	<b>78 991</b>	<b>94 704</b>	<b>52 924</b>	<b>105 848</b>	<b>20%</b>	<b>12%</b>	
<i>En % du CA</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>28%</i>	<i>6%</i>	<i>65%</i>	
Ajustements et reclassifications KPMG							
Restauration	(1 444)	-	-	-			
Total ajustements	(1 444)	-	-	-	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>	
<b>Charge de personnel</b>	<b>77 547</b>	<b>94 704</b>	<b>52 924</b>	<b>105 848</b>	<b>22%</b>	<b>12%</b>	
<i>En % du CA</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>28%</i>	<i>6%</i>	<i>65%</i>	

Source : Réalisé par nous

La masse salariale a augmenté respectivement de 23% puis de 9% sur la période revue. Les charges de personnel ont quant à elles augmentée de 12% en N et 20% en N-1.

D'après la direction des ressources humaines, l'augmentation de la masse salariale est une conséquence de l'augmentation du nombre d'employés (+17% en N-1 et 10% en N) +23 chauffeurs.

Cette augmentation vient pour épauler les effectifs de la cible afin d'honorer ses engagements envers ses nouveaux clients.

Nous comprenons que le contrat engagé avec le nouveau client « La fontaine bleu » nécessitera de mobiliser au minimum 23 chauffeurs supplémentaires.

Les ajustements qu'on a réalisé concernent les charges de restauration des chauffeurs, en effet et pour avoir une meilleure comparabilité entre les exercices, on a éliminé les charges de restauration et on les redirigé vers les charges de cantine au niveau des consommations directes.

Leur impact reste néanmoins minime sur les charges globales de personnel.

Par manque d'information, nous n'avons pas été en mesure d'estimer l'impact de la sous-traitance sur les charges de personnel et donc sur l'EBITDA.

### 3.2.5. Autres charges et produits opérationnel

Sont constituées de plus-values sur cession d'actif et d'amendes et pénalités.

Après les ajustements, on constate que leurs impact sur l'EBITDA est minime.

Tableau 19 Ajustements des Autres produits opérationnels

Autres produits opérationnels							
En K DZD	N-2	N-1	N	N	Var.		
	12m	12m	6m	Att	N-2 N-1	N-1 N	
Plus values de cessions	20 250	18 540	5 500	11 000	-8%	-41%	
Autres produits opérationnels	349	537	234	468	54%	-13%	
Amendesetpénalités	(63)	(2 733)	(93)	(186)	4238%	-93%	
Autres:	426	(1 410)	223	446	-431%	-132%	
<b>Total</b>	<b>20 962</b>	<b>14 934</b>	<b>5 864</b>	<b>11 728</b>	<b>-29%</b>	<b>-21%</b>	
Ajustements et reclassifications KPMG							
Plus values de cessions	5 (20 250)	(18 540)	(5 500)	(11 000)	-8%	-41%	
Amendesetpénalités	6 -	2 733	-	n.a	n.a	n.a	
Total ajustements et reclassifications	(20 250)	(15 807)	(5 500)	(11 000)	-22%	-30%	
<b>Autres produits et charges opérati</b>	<b>712</b>	<b>(873)</b>	<b>364</b>	<b>728</b>	<b>-223%</b>	<b>-183%</b>	

Source : Réalisé par nous

- 1 Les plus-values de cession constituent des flux de cession des flux d'investissements, et ont donc été exclues de l'EBITDA
- 2 Nous avons également exclue les amendes et pénalités de l'EBITDA, car elles constituent un élément non récurrent

Après avoir analysé et retraité les principaux poste qui constituent le compte de résultat , à savoir le chiffre d'affaire, les consommations , les charges externes , les charges de personnel et autres charges et produits opérationnel, nous arrivons au dernier point de l'analyse sur la qualité de l'EBITDA qui est la synthétisation des éléments ajustés :

Tableau 20 Qualité de l'EBITDA de ZH transport « QOE »

Qualité de l'EBITDA							
en kDZD	N-2	N-1	N	N	Var.		
	12m	12m	6m	12m (Att)	N-2 N-1	N-1 N	
EBITDA	143743	105540	84344	168 688	-27%	60%	
<b>En % du CA</b>	<b>29%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>44%</b>	<b>-37%</b>	<b>138%</b>	
Ajustements KPMG							
Retraitement	1 101 649	118 514	95 397	190 794	17%	61%	
Location de camions	2 1 325	1 655	1 411	2 822	25%	71%	
Ecart de stocks	3 6 616	11 587	3 991	7 982	75%	-31%	
Constructions	4 4 405	9 577	4 017	8 034	117%	-16%	
Plus value de cessions	5 -	3 105	3 439	6 878	n.a	122%	
Eléments non récurrents	6 -	31 693	-	n.a	n.a	n.a	
<b>Total ajustements</b>	<b>113 996</b>	<b>176 131</b>	<b>108 255</b>	<b>216 510</b>	<b>55%</b>	<b>23%</b>	
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>257739</b>	<b>281671</b>	<b>192 599</b>	<b>385 198</b>			
<b>EN % du CA</b>	<b>52%</b>	<b>49%</b>	<b>50%</b>	<b>n.a</b>			

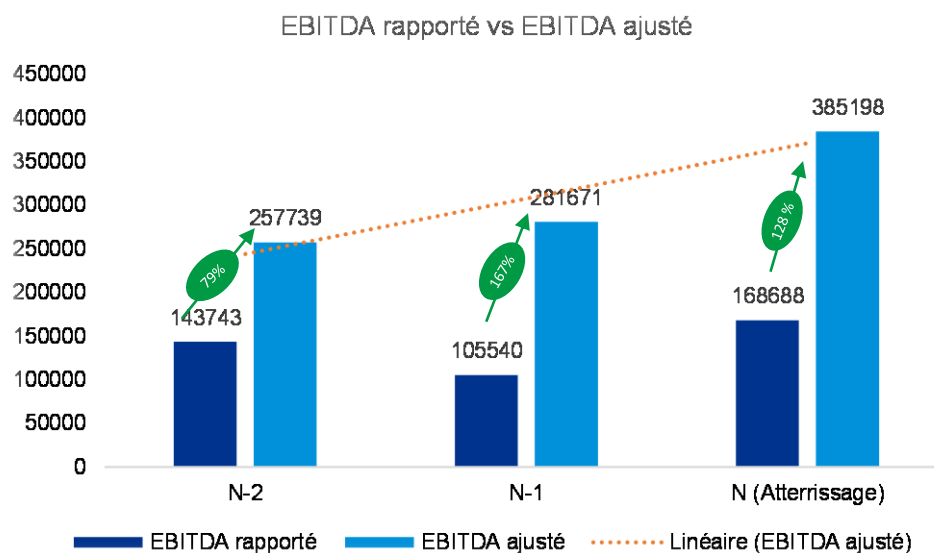
Source : Réalisé par nous

- 1 Nos analyses ont révélées que la cible comptabilise le loyer relatif aux contrats de leasing en charges, en conséquence nous avons retraité les loyers relatifs au leasing pour se mettre en conformité avec le SCF Algérien.
- 2 La sous-traitance de transport (location de camions) n'était en mesure de générer des flux de trésorier (pas de facture de prestation de service rendue) sur la période de revue, nous estimons donc qu'elle n'a pas de contrepartie productive, en conséquence nous avons éliminé ces charges de l'EBITDA
- 3 Pour des raisons fiscales, la cible a comptabilisée des surconsommations de stock, nous avons ajusté ce poste par le différentiel entre l'inventaire physique et le montant comptabilisé afin de ramener le niveau des consommations de stocks à leur niveau réel.
- 4 Les charges relatives à la construction d'hangar et d'une cage d'escalier ont été immobilisées au vue de leur nature, et par conséquent ont été reconduit vers l'actif immobilisé.
- 5 Les plus-value de cession d'immobilisation constituent un flux d'investissement et ont été exclues de l'EBITDA
- 6 Le redressement fiscal en N-1 d'un montant 31mDZD a été exclue de l'EBITDA car il représente un élément non récurrent de l'activité de la cible

Les ajustements qu'on a effectués ont eu un impact positif sur l'EBITDA, en effet le ratio EBITDA/CA a plus que doublé (de 21,9% à 50,1%) en N

En fin on peut voir à travers le graphique ci-dessous l'effet de l'ajustement sur la valeur de l'EBITDA :

Figure 27 EBITDA rapporté vs EBITDA ajusté



Source : Réalisé par nous



Les ajustements sur l'EBITDA ont non seulement fait augmenter l'EBITDA sur l'ensemble de la période revue, mais ont aussi donnés a ce dernier une tendance haussière de comme on peut le voir sur la graphie ci-dessus.

Comme on l'a préalablement souligné, le rôle de la DDF est de corriger les agrégats du Bilan et Compte de résultat, en l'occurrence l'EBITDA, afin de refléter une image fidèle et réelle de l'activité de la cible.

Cette tendance haussière est une conséquence de l'évolution de l'activité de la cible dans son marché et qui ne pouvaient pas voir le jour sans ces ajustements.

Les ajustements proposés par KPMG ont permis d'élever le niveau de l'EBITDA, ce qui aura un impact et sur la valeur de la cible et sur le prix proposé par l'acquéreur.

#### 4. Section 4 : Contribution de la due diligence et discussion des résultats

En fin, et après avoir conduit la due diligence financière au profit de l'acquéreur, on peut synthétiser les éléments qu'on a fait ressortir sur le tableau ci-dessous :

Tableau 21 Synthèse des ajustements

Synthese de la due diligence financiere						
En kDZD			N		Impact de la DDF	Poids de l'ajustement sur la valeur de la cible
			Avant ajustements	Après ajustements		
Bilan	BFR	56339	62309	5970	0,2%	
	Dette nette	(21 309)	92 385	113 694	4,4%	
Compte de résultat (Att)	Consommations	(68 583)	(62 115)	6 468	0,2%	
	EBITDA	84 344	192 599	108 255	4,2%	
	Charges externes	(175 831)	(80 434)	95 397	3,7%	
	Charges de personnel	(52 924)	(52 924)	-	0,0%	
	Autres produits opérationnels	5 734	234	(5 500)	-0,2%	
<b>Total</b>				<b>324 284</b>	<b>12%</b>	

Source : Réalisé par nous

Le tableau ci-dessus montre l'étendue de la DDF qu'on a réalisé et ce à travers les deux états principaux qui ont servi de base pour nos travaux.

Les différents ajustements opérés ont été préalablement justifiés et expliqués dans la partie relative à chaque agrégat. En effet, les ajustements du bilan ont portés sur le BFR et la dette nette,

Le BFR qui est une variable déterminante dans tout diagnostic financier, a été ajustée pour se mettre en ligne avec le niveau réel de l'activité de ZH transport.

Le niveau de la dette nette qui était estimé a -21mDZD a atteint 92mDZD après ajustements,

L'impact des ajustements de la dette nette est relativement élevé 4,4% sur la valeur de la cible après ajustements.

Au niveau du compte de résultat, on remarque que l'EBITDA a passé de 84mDZD avant ajustements à 192mDZD après ajustements.

Cet agrégat, qui servira de base pour l'évaluation de la cible a été dépollué des éléments non récurrents, et des éléments qui ne devraient pas y figurer de par leurs nature ou destination. L'impact de l'ajustement de l'EBITDA est 4,2% sur la valeur finale de la cible après réajustements.

Suite aux ajustements que nous avons réalisés, Nous avons pu valider les bases de l'évaluation par la méthode des multiples de transactions en arrêtant les montants de la Dette nette et de l'EBITDA. Comme on l'a expliqué dans le 2eme chapitre de notre première partie, cette méthode consiste à donner une valeur de l'entreprise grâce à son EBITDA, sa dette nette, et bien sûr à un multiple transactionnel ou boursier.

Dans le cadre de ce travail de recherche, et par manque d'informations sur les transactions de ce type en Algerie, le multiple transactionnel a été fixé à titre indicatif à 7 fois l'EBITDA.

La difficulté d'estimer le multiple de l'EBITDA par la méthode conventionnelle est due au manque d'information et à l'opacité qui prime sur ce type de transactions. Car même si on peut trouver des transactions similaires sur le marché Algérien, les montants de celles-ci ne sont jamais communiqués.

Nous avons calculé la valeur de l'entreprise en utilisant la formule suivante :

$$\text{Valeur de la cible} = \text{EBITDA}_{\text{Ajusté}} \times \text{Multiple de l'EBITDA} \pm \text{Dette Nette}_{\text{Ajustée}}$$

Le tableau ci-dessous reprend les différents éléments qui nous permettent de proposer une valeur de la cible :

Tableau 22 Impact des ajustements sur la valeur de la cible

Valorisation de ZH Transport								
En kDZD	EBITDA	N-1			EBITDA(Att)	N		
		Dette nette	Multiple	Valeur de la cible		Dette nette	Multiple	Valeur de la cible
Avant ajustements	105 540	20 776	7	718 004	168 688	(21 309)	7	1 202 125
Après ajustements	281 671	21 003	7	1 950 694	385 198	92 385	7	2 604 001

Source : Réalisé par nous

En effet, on remarque selon la méthode du multiple de l'EBITDA que la valeur de la cible a évolué de 718mDZD en N-1 à 1mdDZD en N ceci est principalement dû aux bonnes performances de la cible.

Après les ajustements de l'EBITDA et de la dette nette on constate une nette augmentation de la valeur de la cible passant de 1,9 md DZD en N-1 à 2,6mdDZD en N, c'est qui est pratiquement le double de sa valeur avant ajustements.

L'acquéreur « ABC groupe » sait à présent que sa cible vaut plus que ce que elle communique à travers les documents qu'on retrouve sur sa data room.

Grace à la due diligence, le client aura une marge de manœuvre lors des négociations. Car désormais il sait que sa cible vaut environ 2,6 mds DZD en N.

Au final, on peut grâce à nos travaux d'investigations situer la valeur de la cible dans l'intervalle suivant :

$$\text{Valeur de la cible} \in [1,2\text{MdDZD}; 2,6\text{MdDZD}]$$

**Conclusion du cas pratique :**

Suite aux travaux que nous avons menés et aux analyses effectuées nous pouvons mettre en évidence un certain nombre de conclusions qui concernent la transaction :

Le périmètre de la transaction porte sur ZH transport et ZH logis filiale détenue à 100% par ZH transport. Le diagnostic financier a fait ressortir les attraits de la cible et a montré que ZH transport était une entreprise qui se portait bien sur le plan financier, ce qui a certainement motivé l'acquéreur à entamer la procédure de rapprochement

Le due diligence a permis de faire ressortir des éléments non récurrents ou des éléments pouvant polluer les agrégats tel que le BFR, l'EBITDA et la dette nette

Les tableaux N° 21 et N°22 montrent l'impact de la due diligence financière , et qui se présente sous forme d'ajustements et de retraitement des éléments constituant les agrégats principaux (BFR , Dette nette , EBITDA)

La due diligence financière a également pu détecter plusieurs risques inhérents à la transaction, tel que :

- La forte concentration du chiffre d'affaire autour d'un seul client (Castor groupe) ;
- Le non application des normes comptable du SCF sur plusieurs postes du Bilan et du compte de résultat,
- La surévaluation des titres de participations ( HM SPA ) qui est en procédure de liquidation judiciaire.

Autre résultat obtenu grâce à la due diligence est la proposition d'une valeur de la cible ZH transport qui tourne autour des 2,6MdDZD évaluée grâce à un multiple égale à 7 fois l'EBITDA.

Au final, on peut dire que la due diligence financière s'appuie sur les états financiers et sur les évènements marquants qu'a connue l'entreprise durant la période de revue, ses résultats peuvent s'étendre sur d'autres aspects de la négociation.

En effet, on peut imaginer que le client acquéreur, et après avoir pris connaissance des résultats de la DDF pourra négocier une nouvelle structure de transaction qui n'inclut pas les titres de participation de la filiale HM SPA qui est en procédure de liquidation judiciaire et dont la conséquence risquent de peser sur la trésorerie de la cible.

On recommande aussi au le client acquéreur de trouver un terrain d'entente avec la cible concernant la situation de son portefeuille client. Il pourra exiger des garanties par rapport à cette situation lors des négociations.

---

Autre point très important est la possibilité que la cible ne soit pas conforme à 100% avec les normes comptables du SCF algérien, bien qu'elle soit auditée chaque année.

On recommande à l'acquéreur de réaliser un contre audit afin de s'assurer de la conformité des méthodes comptables utilisées par la cible avec les normes comptable internationales et le SCF Algerien.

# **Conclusion générale**

## Conclusion générale

Les M&A connaissent de nos jours un essor sans égale, Réalisées dans les règles de l'art elles peuvent constituer un levier financier par excellence, capable de changer le cours des événements pour les acteurs aussi bien pour le meilleur que pour le pire. Ces avantages et inconvénients ont été discutés lors de la première partie de ce mémoire.

La due diligence financière, thème de notre recherche, vise à éclairer les parties quant à la pertinence des chiffres avancés par la cible et leurs fiabilité.

C'est une évaluation du contrôle de gestion de la cible, car celui-ci est responsable de la diffusion et de la circulation de l'information financière au sein de la cible et surtout de sa qualité.

Notre question de départ : « Quelle est la contribution de la due diligence financière dans un processus de fusion acquisition », a guidée notre réflexion et nous a permis de poser des sous questions auxquelles nous avons répondu tout au long de ce travail.

Pour se faire, nous avons posé les deux hypothèses de recherche suivantes :

*Hypothèse 1* : Il semblerait qu'une due diligence financière exige une connaissance et une compréhension profonde des performances de la cible,

*Hypothèse 2* : La due diligence est un examen approfondi visant à mieux informer les parties et à détecter les risques inhérents à la transaction,

*Hypothèse 3* : La due diligence est un audit financier ayant pour principale objectif la valorisation de la cible,

A l'issue de notre cas pratique, nous avons été en mesure de répondre à nos questionnements et confirmer que la due diligence financière est un examen approfondi visant à mieux informer les parties à travers des analyses visant la détection des risques en offrant à son mandataire une meilleure vision sur la situation financière de la cible et ce à travers une connaissance approfondie des performances financières de la cible.

Par ailleurs, il a été démontré dans un premier temps au cours de ce travail que la due diligence n'est pas un audit financier bien que les outils et les technique soient identiques, et dans un second que ses objectifs ne se limitent pas a la valorisation de la cible mais s'étendent a plusieurs éléments clé du processus de fusions acquisition

Au final, nous pouvons donc affirmer les deux premières hypothèses et infirmer la troisième.

A notre sens, la due diligence financière analyse la performance financière de la cible mais aussi les évènements marquants de la vie de la cible, elle évalue ensuite la fiabilité de ces informations et si il y a réel besoin, elle ajuste ces performances afin de se mettre en ligne avec la réalité économique de la cible, les règles et principes comptables ou encore la volonté du client mandataire en fonction de sa position.

En fin, nous pouvons au terme de ce travail citer les points que nous jugeons pertinents pour répondre à notre problématique et qui synthétisent l'implication de la due diligence dans un processus de fusions acquisitions :

- Les due diligences sont omniprésentes dans les M&A, leurs contribution est considérables et leurs résultat s'étendent sur plus 50% du processus<sup>92</sup>,
- Les due diligences sont un outil de détection de risques inhérents aux transactions comme on l'a montré dans notre cas pratique avec le client « Castor Groupe »,
- La due diligence permet aussi bien de détecter le risque que de l'atténuer et ce en proposant des garanties ou clauses pour la post-acquisition,
- La due diligence a permis de corriger les bases d'évaluation, ce qui aura un impact sur la valeur de la cible et donc le prix finale proposé,
- La due diligence impact les négociations grâce a ses résultats et ses recommandations.
- La due diligence joue un rôle informationnel non négligeable.

---

<sup>92</sup> Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de sucées, Page 126 édition EYROLLES, 2008.



# **Bibliographie**

## **Bibliographie :**

### Ouvrages :

- C Mueller, B Gugler, , The determinants of Mergers Waves, University of Vienna, Austria
- Danone, documents de référence, rapport financier annuel, 2013
- Documentation interne KPMG département Deal Advisory.
- Francis LEFEVRE, MEMENTO expert, PWC, fusions& acquisition 2012, édition, FRANCIS LEFEVRE
- Gouali Mohamed, Fusions Acquisitions : les trois règles de succès, édition EYROLLES, 2008.
- Guide investir en Algérie, Janvier 2018, KPMG Algérie
- JP Morgan, 2018 Global M&A Outlook, Janvier 2018
- Le jargon M&A démystifié, KPMG, 2014
- Olivier Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions, 3eme édition, Dunod
- Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Finance d'entreprise, 2009, Dalloz
- Revue des sciences économiques de gestion n°7, Page 16 ,2007
- Support de formations internes – KPMG Deal Advisory.
- THÉORIQUES ET MANAGÉRIA, 2007, Edition Management et avenir.
- Transaction services, Financial Due Diligence, TOOLKIT, Overview, January, KPMG
- Ulrike Mayrhofer, Les RAPPROCHEMENTS D'ENTREPRISES : PERSPECTIVES

### **Travaux universitaires et articles spécialisés :**

- Abdelkader GLIZ, Principales expressions utilisées pour l'évaluation de l'entreprise, Ecole supérieur de commerce, 2018.
- Berkane Meriem Maha, Due diligence financière: Outils de réduction des risques financiers et de préparation a la valorisation de la cible dans les fusions acquisitions, Ecole supérieur de Banque, 2012.
- Chérifi Mouldjillali, Les opération de fusions des sociétés en Algérie, université de Mostaganem
- LOUADFEL Amira, Audit d'acquisition, École supérieur des banques « ESB-Alger », 2014
- Nicolas Pulcherie, La création de valeurs lors d'une due diligence. La pratique de la due diligence est-elle créatrice de valeur dans le cadre d'une fusion acquisition ?,23 Janvier 2017, HAL Archives ouverts.

### **Webographie:**

- [www.boursedecredit.com/lexique-définition-prime-apport-fusion-3598.php](http://www.boursedecredit.com/lexique-définition-prime-apport-fusion-3598.php)
- <https://drooms.com/fr/due-diligence-index?whitepaper=1727>
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Besoin\\_en\\_fonds\\_de\\_roulement](https://fr.wikipedia.org/wiki/Besoin_en_fonds_de_roulement)
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Due\\_diligence](https://fr.wikipedia.org/wiki/Due_diligence)
- <http://www.univbejaia.dz/dspace/bitstream/handle/123456789/4129/Les%20incidences%20fiscales%20des%20op%C3%A9rations%20de%20fusion%20et%20de%20scissions%20des%20soci%C3%A9t%C3%A9s.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- [https://fr.idealsvdr.com/?gclid=EAiaIQobChMIpt27w5On4gIVV4jVCh1GsgOfEAAYASAAEgIdBPD\\_BwE](https://fr.idealsvdr.com/?gclid=EAiaIQobChMIpt27w5On4gIVV4jVCh1GsgOfEAAYASAAEgIdBPD_BwE)
- <https://www.compta-facile.com/cut-off-en-comptabilite/>
- <http://www.wilaya-alger.dz/fr/secteur-de-transport/>
- <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/diligence/25572>
- <https://www.compta-facile.com/ratios-financiers-calculs-et-explications/>
- <https://www.dzentreprise.net/une-lecture-juridique-la-fusion-dentreprises-en-algerie/>
- <https://aeliosfinance.typepad.com/>
- <https://www.dogfinance.com/fr/news/kpmg-recompense-par-le-magazine-affaires>

# **Annexes**

## Annexes

### Liste des annexes :

- Bilan de ZH Transport des 3 dernières années arrêtées au 30 JUIN de l'année N de ZH transport ..... 122
- Comptes de résultats de ZH transport des 3 dernières années arrêtées au 30 JUIN de l'année N de ZH transport ..... 123
- Art. 4 bis. (Créé par l'ordonnance 09-01 et modifié par l'ordonnance n° 10-01 et la loi n° 2011-16 et la Loi n° 12- 12 et la loi n° 13-08) ..... 126

### 1- Bilan de ZH transport :

522-1. BILAN (en Kdzd)		Exercice N-1	Exercice N
ACTIF		Net	Net
<b>Actif immobilisé (a) :</b>			
Immobilisations incorporelles:			
-	fonds commercial (b)	1 910	1 850
-	autres	0	0
Immobilisations corporelles		256 167	260 751
Immobilisations financières (1)		4 168	73 085
<b>Total I</b>		<b>262 245</b>	<b>335 686</b>
<b>Actif circulant :</b>			
Stocks et en-cours [autres que marchandises] (a)		676	2 643
Marchandises (a)		0	0
Avances et acomptes versés sur commandes		0	0
Créances (2):			
-	clients et comptes rattachés (a)	116 202	156 723
-	autres (3)	0	0
Valeurs mobilières de placement		0	0
Disponibilités (autres que caisse)		56 126	54 458
Caisse		37 706	39 523
<b>Total II</b>		<b>210 710</b>	<b>253 347</b>
<b>Charges constatées d'avance (2) (*) (III)</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTAL GENERAL (I+II+III)</b>		<b>472 955</b>	<b>589 033</b>
(1)	Dont à moins d'un an		
(2)	Dont à plus d'un an		
(3)	Dont comptes courants d'associés		

PASSIF		Exercice N-1	Exercice N
<b>Capitaux propres (c)</b>			
:			
Capital		141 500	215 000
Ecart de réévaluation (c)		0	0
Réserves:		0	0

-	réserve légale	8 498	18 498
-	réserves réglementées	0	0
-	autres (4)	0	0
	Report à nouveau (d)	110 000	84 357
	<b>Résultat de l'exercice [bénéfice ou perte] (d)</b>	<b>37 713</b>	<b>52 861</b>
	Provisions réglementées	0	0
	<b>Total I</b>	<b>297 711</b>	<b>370 716</b>
	<b>Provisions pour risques et charges (II)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>Dettes (5) :</b>		
	Emprunts et dettes assimilées	35 350	75 767
	Avances et acomptes reçues sur commandes en cours	0	0
	Fournisseurs et comptes rattachés	112 544	113 005
	Autres (3)	27 350	29 545
	<b>Total III</b>	<b>175 244</b>	<b>218 317</b>
	<b>Produits constatés d'avance (2) (IV)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>TOTAL GENERAL (I+II+III+IV)</b>	<b>472 955</b>	<b>589 033</b>
<b>(4)</b>	Dont réserves statutaires		
<b>(5)</b>	Dont à plus de 5 ans		
	Dont à plus d'un an et moins de 5 ans		
	Dont à moins d'un an		
<b>(a)</b>	Les actifs avec clause de réserve de propriété sont regroupés sur une ligne distincte portant la mention " dont... avec clause de réserve de propriété ". En cas d'impossibilité d'identifier les biens, un renvoi au pied du bilan indique le montant restant à payer sur ces biens. Le montant à payer comprend celui des effets non échus.		
<b>(b)</b>	Y compris droit au bail.		

## 2- Compte de résultat de ZH transport :

### 521-3. COMPTE DE RESULTAT (en kDZD)

Produits (hors taxes)	N-2	N-1	N arrêté le 30 JUIN
Produits d'exploitation (1):			
Préstation de services	301 825	379 370	283 731
Production vendue [biens et services] (a)	0	0	0
<b>Sous-total A - Montant net du chiffre d'affaires</b>	<b>301 825</b>	<b>379 370</b>	<b>283 731</b>
<i>dont à l'exportation:</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Production stockée (b)	0	0	0
Production immobilisée	0	0	0
Subventions d'exploitation	87 678	65 644	32 343
Reprises sur provisions (et amortissements), transferts de charges	0	0	0
Autres produits	0	0	0
<b>Sous-total B</b>	<b>87 678</b>	<b>65 644</b>	<b>32 343</b>
<b>Total I (A+B)</b>	<b>389 503</b>	<b>445 014</b>	<b>316 074</b>
Quote-parts de résultat sur opérations faites en commun (II) :	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Produits financiers:			
De participation (2)	150	60	201
D'autres valeurs mobilières et créances de l'actif immobilisé (2)	0	0	0
Autres intérêts et produits assimilés (2)	0	0	0
Reprises sur provisions et transferts de charges	0	0	0
Différences positives de change	0	0	0
Produits nets sur cessions de valeurs mobilières de placement	47	8	60
<b>Total III</b>	<b>197</b>	<b>68</b>	<b>261</b>
Produits exceptionnels:			

Sur opérations de gestion	0	0	0
Sur opérations en capital	0	0	0
Reprises sur provisions et transferts de charges	0	0	0
<b>TOTAL IV</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total des produits (I+II+III+IV)</b>	<b>389 700</b>	<b>445 082</b>	<b>316 335</b>
Solde débiteur = perte (3)	0	0	0
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>389 700</b>	<b>445 082</b>	<b>316 335</b>

(1) Dont produits afférents à des exercices antérieurs.

Les conséquences des corrections d'erreurs significatives, calculées après impôt, sont présentées sur une ligne séparée sauf s'il s'agit de corriger une écriture ayant été directement imputée sur les capitaux propres

(2) Dont produits concernant les entités liées

(3) Compte tenu d'un résultat exceptionnel avant impôt de

### Charges (hors taxes)

	Exercice (N-1)	Exercice N(6m)
<b>Charges d'exploitation (1):</b>		
Achats de marchandises (a)	128 868	68 583
Variation des stocks (b)	0	0
Achats de matières premières et autres approvisionnements (a)	0	0
Variation des stock (b)	0	0
*Autres achats et charges externes	249 238	175 831
Impôts, taxes et versements assimilés	9 928	8 606
Salaires et traitements	94 704	52 924
Charges sociales	0	0
Dotations aux amortissements et aux provisions:		
Sur immobilisations : dotations aux amortissements (c)	52 350	22 205
Sur immobilisations : dotations aux provisions	0	0
Sur actif circulant: dotations aux provisions	0	0
Pour risques et charges: dotations aux provisions	0	0
Autres charges	4 681	104
<b>TOTAL I</b>	<b>539 769</b>	<b>328 253</b>
<b>Quotes-parts de résultat sur opérations faites en commun (II) :</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Charges financières:</b>		
Dotations aux amortissements et provisions	0	0
Intérêts et charges assimilées (2)	3 897	1 041
Différences négatives de change	0	0
Charges nettes sur cessions de valeurs mobilières de placement	0	0
<b>TOTAL III</b>	<b>3 897</b>	<b>1 041</b>
<b>Charges exceptionnelles:</b>		
Sur opérations de gestion	552	0
Sur opérations en capital	0	0
Dotations aux amortissements et aux provisions	0	0
<b>TOTAL (IV)</b>	<b>552</b>	<b>0</b>
<b>Participation des salariés aux résultats (V)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Impôts sur les bénéfices (VI)</b>	<b>21 042</b>	<b>0</b>
<b>Total des charges (I+II+III+IV+V+VI)</b>	<b>565 260</b>	<b>329 294</b>
Solde créditeur = bénéfice (3)	0	0
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>565 260</b>	<b>329 294</b>

\* Y compris

- redevances de crédit-bail mobilier
- redevances de crédit-bail immobilier

(1) Dont charges afférentes à des exercices antérieurs.

Les conséquences des corrections d'erreurs significatives, calculées après impôt, sont présentées sur une ligne séparée sauf s'il s'agit de corriger une écriture ayant été directement imputée sur les capitaux propres

- (2) Dont intérêts concernant les entités liées
- (3) Compte tenu d'un résultat exceptionnel avant impôt de

**3- Art. 4 bis. (Créé par l'ordonnance 09-01 et modifié par l'ordonnance n° 10-01 et la loi n° 2011-16 et la Loi n° 12- 12 et la loi n° 13-08)**

Les investissements étrangers réalisés dans les activités économiques de production de biens et de services font l'objet, préalablement à leur réalisation, d'une déclaration d'investissement auprès de l'agence visée à l'article 6 ci-dessous.

Les investissements étrangers ne peuvent être réalisés que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident représente 51% au moins du capital social. Par actionnariat national, il peut être entendu l'addition de plusieurs partenaires.

Nonobstant les dispositions du précédent alinéa, les activités d'importation en vue de la revente des produits importés en l'état ne peuvent être exercées par des personnes physiques ou morales étrangères que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident est égal au moins à 51% du capital social.

- Les dispositions de l'alinéa ci-dessus, entrent en vigueur à compter du 1er janvier 2014.
- Toute modification de l'immatriculation au registre de commerce entraîne, au préalable, la mise en conformité de la société aux règles de répartition du capital sus-énoncées.
- Toutefois, ne sont pas astreintes à cette dernière obligation, les modifications ayant pour objet:
  - la modification du capital social (augmentation ou diminution) qui n'entraîne pas un changement dans les proportions de répartition du capital social fixées ci-dessus;
  - La cession ou l'échange, entre anciens et nouveaux administrateurs, d'actions de garantie prévues par l'article 619 du code de commerce et ce, sans que la valeur desdites actions ne dépasse 1 % du capital social de la société.
  - la suppression d'une activité ou le rajout d'une activité connexe;
  - La modification de l'activité suite à la modification de la nomenclature des activités;
  - 
  - la désignation du directeur ou des dirigeants de la société.
  - 
  - Le changement d'adresse du siège social.

Les investissements étrangers directs ou en partenariat sont tenus de présenter une balance en devises excédentaire au profit de l'Algérie pendant toute la durée de vie du projet. Un texte de l'autorité monétaire précisera les modalités d'application du présent alinéa.



# **Table des matières**

## Table des matières

<b>Introduction générale</b> .....	<b>10</b>
<b>Méthodologie de recherche</b> .....	<b>11</b>
<b>Plan de la recherche</b> .....	<b>11</b>
<b>Chapitre 1 : Fusions acquisitions et opérations de rapprochements des entreprises</b> .....	<b>14</b>
<b>Introduction</b> .....	<b>14</b>
1. Section 1 : Définitions typologies et mécanismes des M&A .....	15
1.1. Fusion .....	15
1.1.1. Typologie des fusions .....	16
1.1.2. Fusion Horizontale : .....	16
1.1.3. Fusion Verticale : .....	17
1.1.4. Fusion entre égaux : .....	18
1.2. Acquisition : .....	21
1.3. Conglomérat : .....	22
1.4. Alliance et Joint-venture (JV) .....	25
1.4.1. Alliance : .....	25
1.4.2. Joint-venture (JV) : .....	26
1.5. Mécanismes et techniques de M&A: .....	26
1.5.1. Offre amicale : .....	27
1.5.2. Offre hostile ou inamicale : .....	27
1.6. Approches et contributions théoriques : .....	28
1.6.1. Théorie des couts de transaction : .....	28
1.6.2. Théorie d'agence : .....	29
1.6.3. Le comportement managérial au sein des firmes : .....	30
1.7. Motivations derrière les M&A .....	31
1.7.1. Les motifs stratégiques offensifs : .....	31
1.7.2. Les motifs stratégiques défensifs : .....	31
1.7.3. La recherche de synergies : .....	32
1.8. Les vagues de fusions acquisitions.....	33
1.9. Etat des lieux et statistique du marché des entreprises : .....	34
2. Section 2 : Mise en place des M&A .....	35
2.1. Les différentes phases du processus M&A : .....	37
2.1.1. Réajustement stratégique : .....	37
2.1.2. Sélection de la cible : .....	38
2.1.3. Valorisation de la cible : .....	40

2.1.4.	Evaluation des synergies :.....	41
2.1.5.	La Due diligence (audit d'acquisition) : .....	41
2.1.6.	Les négociations .....	42
2.1.7.	La structuration de la transaction :.....	43
2.1.8.	Clôture de la transaction : .....	43
2.1.9.	Intégration .....	44
<b>Conclusion .....</b>		<b>46</b>
<b>Chapitre 2 : Audit d'une opération de M&amp;A.....</b>		<b>48</b>
1.	Section1 : Due diligence financière.....	49
1.1.	Généralités.....	49
1.1.1.	Origine du terme .....	49
1.1.2.	Mise au point terminologique :.....	49
1.1.3.	Définition de la Due Diligence .....	50
1.1.4.	Les acteurs de la due diligence .....	50
1.1.5.	Typologies des Due diligence.....	51
1.2.	Due diligence Financière : Bien plus qu'un audit financier.....	52
1.2.1.	Place d'une DDF dans le processus de M&A.....	53
1.2.2.	Rôle d'une due diligence financière dans un processus de M&A .....	54
1.3.	Une lecture juridique des M&A .....	57
1.3.1.	La procédure d'enregistrement .....	57
1.4.	Diffusion de l'information lors du déroulement du processus de fusion acquisition 58	
1.5.	Problématique de clôture des comptes :.....	61
2.	Section2 : Due diligence et valeur de l'entreprise.....	62
2.1.	Aperçu des différentes méthodes d'évaluation .....	63
2.1.1.	Méthode patrimoniale :.....	63
2.1.2.	Méthode des Discounted cash flows:.....	63
2.1.3.	Méthode des multiples .....	66
2.2.	Due diligence financière et évaluation d'entreprise.....	67
2.3.	Due diligence financière et ajustements financiers .....	68
2.3.1.	Analyses « QoE » et « QoD » et ajustement du BFR .....	69
<b>Conclusion .....</b>		<b>71</b>
<b>Chapitre 3 : Le rôle de la due diligence dans une M&amp;A.....</b>		<b>73</b>
1.	Section1 : Présentation des lieux de stage.....	74
1.1.	Présentation de KPMG:.....	74
1.2.	Les activités de KPMG: .....	74
1.3.	KPMG en Algérie : .....	76
1.3.1.	Présentation de KPMG Algérie SPA :.....	76
1.3.2.	Chiffre Clés de KPMG Algérie SPA : .....	76

1.3.3. Structure organisationnelle de KPMG Algérie SPA : .....	78
1.4. Deal Advisory : .....	79
2. Section 2 : Présentation de la transaction .....	80
2.1. Présentation du secteur routier .....	80
2.2. Réseau routier en Algérie : .....	81
2.3. Présentation des acteurs de la transaction .....	82
2.3.1. Présentation de l'acquéreur .....	83
2.3.2. Présentation de la cible .....	83
2.4. Déroulement de la Due diligence financière .....	85
2.5. Diagnostic de la cible : .....	87
2.5.1. Diagnostic de la cible par son Bilan .....	87
2.5.2. Diagnostic de l'activité à travers le compte de résultat .....	91
3. Section 3: Analyses approfondies des performances financières de la cible dans le cadre de la DDF .....	93
3.1. Analyses du Bilan .....	93
3.1.1. Analyse de l'actif immobilisé .....	93
3.1.2. Analyse de la qualité du BFR .....	96
3.1.3. Ajustement de la dette nette : .....	99
3.1.4. Capitaux propres : .....	101
3.2. Analyse du compte de résultat : .....	102
3.2.1. Chiffre d'affaire : .....	103
3.2.2. Consommations : .....	106
3.2.3. Charges externes .....	108
3.2.4. Charges de personnel .....	109
3.2.5. Autres charges et produits opérationnel .....	111
4. Section 4 : Contribution de la due diligence et discussion des résultats .....	113
<b>Conclusion du cas pratique : .....</b>	<b>116</b>
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>119</b>
<b>Bibliographie : .....</b>	<b>122</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>124</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>130</b>