

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences Financières et
Comptabilité

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

THEME :

La due diligence financière dans un processus De fusion-acquisition.

Elaboré par :

Melle. HEBBOUDJ Zineb

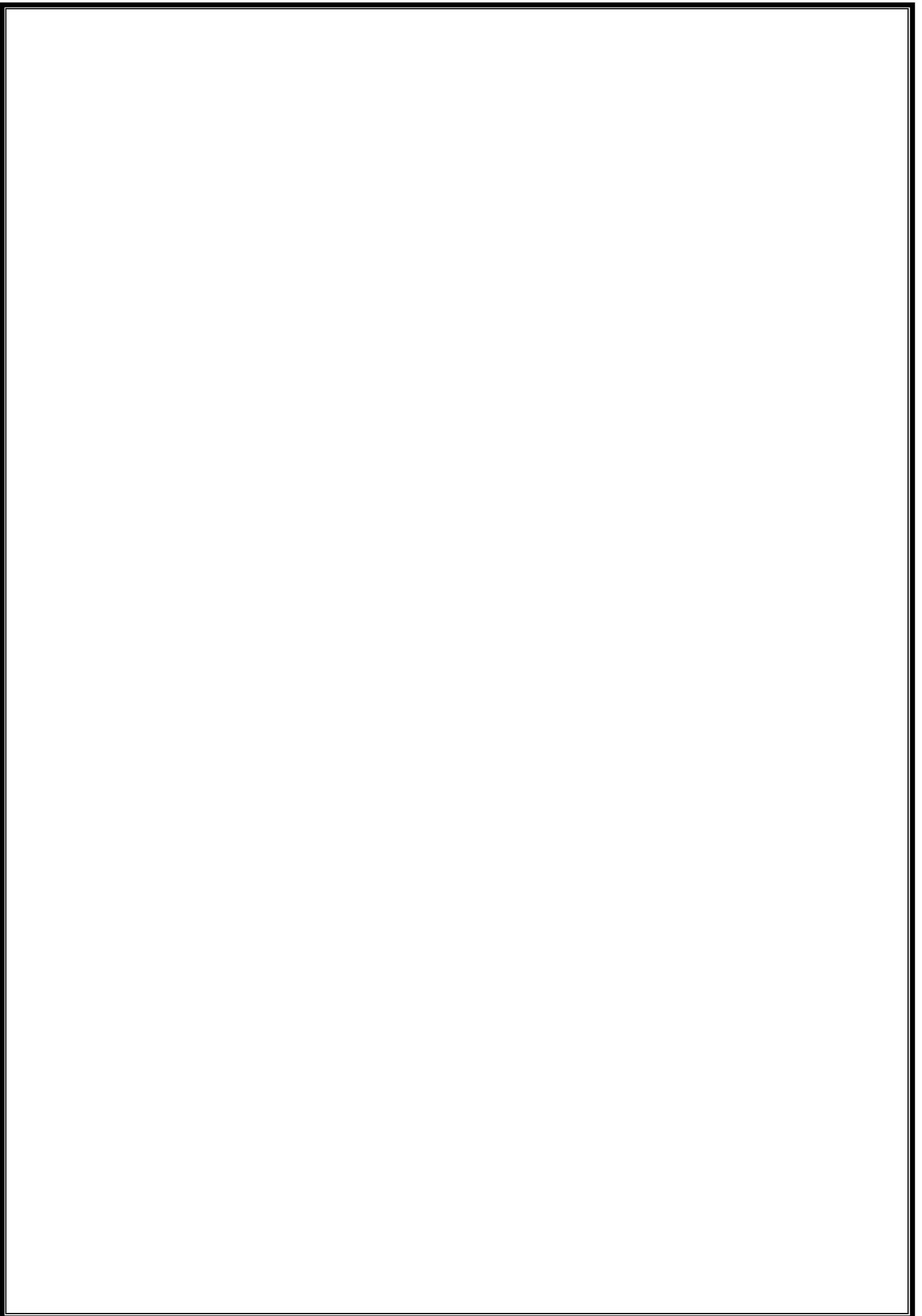
Encadreur :

Mr.BENZIADI Djamel.

Lieu du stage :Grant Thornton.

Période du stage : du 15/02/2016 au 15/04/2016

2015/2016



Dédicace

Ce travail est dédié à l'ensemble de ma famille et mes amis :

A mes très chers parents qui ont toujours fait preuve de patience, de générosité et de compréhension. Tous les mots du monde ne sauraient exprimer l'amour que je vous porte ni la gratitude que je vous témoigne, Merci d'être les parents que vous êtes ;

A mon unique frère que j'aime énormément et **A** ma tante Nassima qui a toujours été là pour nous, Merci tata d'être l'ange gardien dans toutes les circonstances ;

A mon oncle Djahid et ma tante Djamila ;

A mes sœurs de cœur : Yasmine, Farah, Madina, Mehdiya et Nesrine qui n'ont jamais cessé de m'encourager, de m'offrir autant d'affection et de soutien sans égal dans chaque pas minime que j'ai pu ou que j'envisage de faire ;

A mes merveilleuses cousines et complices : Nari, Mel et Farah qui n'ont jamais douté en moi, je ne pourrais espérer avoir une meilleure famille que vous ;

A Lynda, Rawnek et Sara : Les épreuves et les moments passés ensemble sont témoins de l'affection, l'amitié et l'amour qui nous lie ;

A Hamza et Kocy : Vous êtes sans aucun doute parmi les merveilleuses personnes que j'ai pu connaître, merci d'être toujours à la hauteur de mes espérances.

Enfin, **A** mes acolytes, mes compagnons de route : Hanène, Zineb, Safia, Nawel, Nesrine, Hakim, Asmaa Kateb, Zinou et Djilali : Vous faites de notre amitié une réelle source de bonheur. Ainsi qu'à toute ma promotion sans doute la meilleure qui soit, mes camarades avec qui le trajet prépa et ESC a été marqué de rire, de joie, une expérience unique et bien plus, une aventure humaine.

Remerciement

Tout d'abord, je tiens à remercier Allah de m'avoir donné le courage et la force de continuer ce travail jusqu'au bout et de faire naître en moi la persévérance et l'envie d'avancer ;

Ensuite, je voudrais témoigner toute ma reconnaissance et manifester ma profonde gratitude aux personnes, qui sans leur concours et leurs efforts en sacrifiant leur temps pour me soutenir, la réalisation de ce travail n'aurait pas pu aboutir et en particulier :

Mon encadreur Mr. Djamel BENZIADI pour ses conseils, orientations et le temps qui m'a consacré;

Mr. Haouari Yacine et Melle Saad Meriem pour leur soutien, disponibilité et leur précieuse aide.

Toute ma gratitude va également à mon tuteur de stage, à savoir M. Amine RABHI pour ses orientations et l'auditrice Mme. BENSID Khadidja pour son soutien et sa disponibilité en tant que collègue et amie, ainsi que pour tout le personnel du cabinet « Grant Thornton » pour son accueil. Ce stage, grâce à vous, a été une expérience très enrichissante.

Je remercie aussi, tous mes professeurs pour leur dévouement tout au long de notre cursus au niveau de l'Ecole préparatoire et de l'Ecole Supérieure de commerce.

Enfin, je tiens à remercier mes amis des anciennes promotions pour leurs aides et conseils à savoir

MEKERI Koceila , MESTROUH Islem, AISSAOUI Smail et ZEMRANI Ghizlene .

Hebboudj Zineb Inès

Sommaire

Chapitre 1 : La croissance des entreprises par voie de fusion-acquisition

Section 1 : Les modes de croissance des entreprises.

Section 2 : Généralités sur les opérations de fusions-acquisition.

Section 3 : La procédure de mise en place d'une opération de fusion-acquisition.

Section 4 : Les avantages et inconvénients de la croissance par fusion- acquisition.

Chapitre 2 : La due diligence financière

Section 1 : Généralités (Concepts de base sur l'audit et la due diligence).

Section 2 : Les méthodes de valorisation de l'entreprise.

Section 3 : La conduite d'une mission de due diligence financière.

Chapitre 3 : Traitement pratique d'une due diligence financière

Section 1 : Présentation de Grant Thornton Algérie.

Section 2 : Présentation du domaine pharmaceutique en Algérie et de la transaction de l'acquisition de Medicsanté par Pharmleader.

Section 3 : Déroulement de la mission.

Liste des tableaux

Numéro	Titre	Page
1	Motivations stratégiques des opérations de fusions-acquisitions.	13
2	Tableau de ratios de structure financière.	63
3	Tableau de ratios de rentabilité.	65
4	Composition des immobilisations corporelles nettes.	83
5	Amortissement des immobilisations au 31/12/2015.	84
6	Composition des stocks nets.	85
7	Les principaux stocks de produits.	85
8	Stock par fournisseur.	85
9	Correction de la valeur des stocks de produits conditionnés.	86
10	Stock par âge.	87
11	Délai des créances client.	87
12	Rapprochement entre les créances du logiciel et celle de la comptabilité.	88
13	Créances provisionnées de 2015.	88
14	Détail des créances impayées	89
15	Evolution des liquidités.	89
16	Les relevés bancaires de 2015.	90
17	Détail des dossiers d'accréditif de fin 2015.	90
18	Tableau de variation des capitaux propres.	91
19	Emprunts et dettes assimilés.	92
20	Répartition des dettes fournisseur	92
21	Actualisation des dettes étrangères.	92
22	Dettes d'impôts de 2015.	93

23	Evolution du chiffre d'affaires.	94
24	Analyse du chiffre d'affaire par activité	95
25	Evolution de la marge brute.	95
26	Revue des frais généraux et administratifs.	96
27	Composition des charges et services extérieurs.	97
28	Evolution du résultat financier.	98
29	Compositions des charges financières.	98
30	Revue des autres produits et charges.	99
31	Compositions des autres produits de 2015 .	100
32	Bilan fonctionnel de 2015.	101
33	Tableau des indicateurs clés de l'équilibre financier.	102
34	Tableau de probabilités de défaillance en fonction des scores obtenus.	105
35	Tableau des multiples sous jacents	106

Liste des figures

Numéro	Titre	Page
1	Hierarchie des phases du processus de fusion-acquisition.	18
2	Modèle top down et bottom up d'une fusion-acquisition.	19
3	Prix de cession, modèle de paiement, sources de financement : Les 3 éléments d'une négociation.	24
4	Les valeurs de Grant Thornton.	73
5	Hierarchisation de l'équipe de Grant Thornton Algérie.	74
6	Genèse d'un médicament : de l'idée au produit.	77
7	Cycle économique du médicament.	77
8	Evolution de la marge brute.	96
9	Evolution des frais généraux et administratifs.	97

Liste des annexes

Numéro	Titre	Page
1	Bilan de Medicsanté.	i
2	Nouvelle fiche de stock ajustée.	ii
3	Compte de résultat de Medicsanté.	iii
4	Bilan ajusté de Medicsanté.	iv
5	Soldes Intermédiaires de Gestion de Medicsanté.	v
6	Compte de résultat ajusté de Medicsanté.	vi

Liste des abréviations

	Abréviations	Significations
A	ANC	Actif Net Comptable
	ANCC	Actif Net Comptable Corrigé.
	ANR	Actif Net Réévalué.
	APV	Adjusted Present Value.
	ATH	Association Technique d'Harmonisation.
B	BFR	Besoin en Fond de Roulement.
	BG	Balance Générale.
	BPA	Bénéfice net Par Action.
	BTP	Bâtiments et Travaux Publics
C	CAC	Commissariat Aux Comptes.
	CAF	Capacité d'Auto Financement.
	CML	Court Moyen et Long.
	CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitations.
D	DCF	Discounted Cash Flow.
	DDM	Dividend Discount Models.
	DPO	Days Payable Outsanding.
	DSO	Days Sales Outsanding.
	EBIT	Earning Before Interest and Taxes.

E	EBITDA	Earning Beforte Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.
	EECE	Effets Escomptés Non Echus.
	ERB	Etat de Rapprochement Bancaire.
F	FCF	Free Cash Flow.
	FR	Fond de Roulement.
	FTD	Flux de Trésorerie Disponible.
G	GL	Grant Livre.
	GT	Grant Thornton.
	GW	GoodWill.
H	HDMAC	Huddersfield and District Model Aircraft Club.
I	IBS	Impôt sur le Bénéfice des Sociétés.
	IRG	Impôt sur le Revenu Global
	IIA	Institute of Internals Auditors.
L	LBO	Leveraged Buy Out.
	LC	Lettre de Crédit.
	LNCPP	Laboratoire Nationale de Contrôle des Produits Pharmaceutiques.
	LVMH	Louis Vuitton Moët Hennessy
O	OPA	Offre Publique d'Achat.
P	PDG	Premier Directeur Général.
	PER	Prince Earning Ratio.
	PME	Petites et Moyennes Entreprises

R	R&D	Recherche et Développement.
	RE	Résultat d'Exploitation.
	RN	Résultat Net.
	ROE	Return On Equity.
	ROIC	Return On Invested Capital.
T	TAP	Taxe sur l'Activité Professionnelle.
	TN	Trésorerie Nette.
	TPE	Toute Petite Entreprise.
	TTC	Toutes Taxes Comprises.
	TVHD	Télé Vision numérique Haute Définition.
V	VDD	Vendor Due Diligence.
	VE	Valeur de l'Entreprise.
	VL	Valeur de Liquidation.
	VM	Valeur de Marché.
	VS	Valeur Substantielle Brute.
W	WACC	Weighted Average Cost of Capital

Résumé

Le processus de fusion acquisition représente une voie de croissance externe et apparait comme l'option la plus rapide et la plus efficace pour, soit augmenter sa part de marché, soit s'ouvrir de nouveaux marchés ou encore accéder à de nouveaux produits et services. Mais nous ne pouvons négliger les risques pouvant surgir ou les inconvénients de ce rapprochement.

Cependant, l'acquisition d'une entreprise est une opération qui nécessite de collecter et d'analyser une grosse quantité d'informations (analyse financière, analyse de l'activité...) dans un temps réduit.

Une due diligence ou un audit d'acquisition est donc indispensable car elle permet à l'acquéreur d'examiner sa cible sur plusieurs aspects importants et de prendre sa décision sur la réalisation de l'acquisition. Elle consiste à effectuer un examen d'une entreprise sur un ou plusieurs aspects.

Enfin, pour ce qui est de l'aspect financier, l'examen met en évidence tous les risques et problèmes détectés sur les points analysés, contrôle que les informations fournies par le vendeur sont correctes et permet aussi d'obtenir des informations en cas de besoin. Il comprend aussi la valorisation de la cible qui constitue un point essentiel pour la prise de décision.

Dans ce cadre, nous avons participé à une mission de due diligence financière au sein du cabinet Grant Thornton Algérie.

Mots clés : Fusion-acquisition, Croissance externe, Audit, Due diligence financière, Valorisation de l'entreprise.

Summary

The merger acquisition process represents a way of acquisitions and appears as the fastest and most effective option to either increase its market share or enter new markets or access new products and services. But we can not overlook the risks that may arise or disadvantages of this rapprochement.

However, the acquisition of a business is an operation that requires to collect and analyze a large amount of information (financial analysis, analysis of activity ...) in less time. Due diligence or acquisition audit is essential because it allows the buyer to examine the target on several important aspects and take a decision on the completion of the acquisition. It is to conduct a review of a company on one or more aspects.

Finally, as regards the financial aspect, the review highlights the risks and problems detected on the points analyzed, control the information provided by the seller are correct and also provides information in case need. It also includes the valuation of the target which is a key point for decision-making.

In this context, we participated in a mission of financial due diligence within the firm Grant Thornton Algeria.

Keywords: Merger-acquisition, external growth, audit, due diligence, valuation of the company.

Les entreprises sont, aujourd'hui, de cesse obligées de croître pour pouvoir survivre dans un contexte concurrentiel fort. Elles doivent s'adapter au marché voire l'anticiper pour être pérennes. La progression rapide des nouvelles technologies les oblige de plus en plus à avoir de nombreuses compétences techniques, et la forte valeur ajoutée incite les entreprises à créer de nouveaux produits et à élargir leur marché.

Toutefois, Toutes les entreprises ne connaissent pas le même rythme de croissance et n'adoptent pas les mêmes stratégies pour se développer mais de tous temps et plus particulièrement de nos jours, s'unir est un atout majeur, c'est bien connu « l'union fait la force » et les entreprises l'auront bien compris puisqu' il semble que, depuis quelques années, la croissance externe, les fusions-acquisitions de manière générale, prennent le pas sur la croissance interne.

Effectivement, depuis les années 80, Les fusions-acquisitions sont devenues un des thèmes centraux de la finance d'entreprise .Dans un contexte profondément marqué par de multiples innovations financières, elles sont devenues une pratique incontournable du monde des affaires, en particulier dans une époque où on assiste à une prise de conscience progressive des limites de la croissance organique, et pour cause, le marché des fusions acquisitions a connu en 2015 une année record atteignant le chiffre de 5000 milliards de dollars, soit une hausse de 37% par rapport à 2014, selon le cabinet de consulting Dealogic, 2015 aura donc été marquée par une activité à la fois intense et génératrice de croissance financière.2016 pour sa part promet la poursuite de ce mouvement et d'être une année importante pour les fusions-acquisitions avec de belles opportunités¹.

Les opérations de fusions-acquisition sont devenues d'une extrême complexité et le sont encore plus aujourd'hui car même si ces transactions sont de plus en plus importantes, les performances ne sont, semble t-il pas au rendez vous, et les espoirs sont souvent déçus. La déception est en quelque sorte à la hauteur des attentes. La mise en œuvre, qui en est la clé de succès, constituera alors un défi de plus en plus grand. Les principales raisons d'échec sont les suivantes : un nombre élevé d'acteurs qui ne partagent pas obligatoirement les mêmes objectifs, ainsi qu'une multitude d'éléments induisant un risque d'erreur pour les parties présentes, nécessitant de multiples vérification et négociations sur un laps de temps minimum.

¹ www.algerie-eco.com; Imene Kecem, **2015 année record dans les fusions-acquisitions dans le monde**, publié le 30 décembre 2015 à 13:02, consulté le 30/12/2015 à 15h.

La complexité est donc réelle et difficile à maîtriser. Pour preuve, on estime qu'aujourd'hui plus de 50 % des opérations de fusions - acquisitions échouent¹, dans le sens où elles ne créent pas de valeur supplémentaire. C'est pour cela qu'il faut rester prudent et ne pas oublier que les succès des opérations de fusions-acquisitions sont une affaire de long terme.

Les fusions-acquisitions représentent donc un thème riche et varié qui peut être abordé sous différents angles. Pour les concrétiser, une préparation minutieuse et une intégration parfaitement maîtrisée sont indispensables : La due diligence ou l'audit d'acquisition constitue un passage décisif dans le processus des fusions-acquisitions dans la mesure où elle contribue, en partie, à apporter des éléments de réponse aux enjeux et aux problématiques de ce genre d'opérations en s'intéressant à la fois au passé, au présent et au futur de la cible.

A ce sens, la complexité du processus auquel doit faire face l'acquéreur est aussi bien juridique, sociale, financière, managériale, que fiscale. Ne pouvant traiter l'intégralité du processus, nous avons fait le choix d'orienter notre réflexion sur les due diligences financières, ou autrement appelés les financial due diligence, puisque ces derniers représentent clairement, à notre égard, une phase stratégique dans le processus de fusion-acquisition et qu'ils permettent, non seulement, d'apporter une aide précieuse à l'acquéreur pour avoir une vision claire et juste de la situation exacte de la cible, mais aussi de diminuer considérablement les multiples facteurs de risques qui pourraient survenir tout au long du processus.

- **Problématique**

Effectivement, la due diligence, en outre, de cerner l'opportunité d'une fusion acquisition et de juger ses chances de succès, elle s'attache à évaluer l'ensemble des éléments pouvant déterminer la concrétisation ou non de l'opération envisagée.

Notre démarche s'inscrit dans une logique qui mettrait en exergue le rôle imminent de la due diligence financière.

A travers notre travail, nous allons essayé d'apporter des éléments de réponse à la problématique suivante :

¹www.ladissertation.com, Lydiaamel, « **La Due Diligence** », publié le 21 Février 2015 ; P. 1, consulté le 21/01/2016 à 18h.

Dans quelle mesure, la due diligence financière contribue-t-elle à dégager une véritable radiographie de la cible dans une opération de fusion acquisition ?

○ **Questions secondaires**

Compte tenu de la diversité des sujets à traiter dans ce cadre, il est important de poser les interrogations partielles suivantes :

- ⇒ Pourquoi avoir recours à la croissance externe via fusion-acquisition et pas à une autre voie de développement?
- ⇒ Qu'est-ce qu'une opération de fusion acquisition? Quel en est le processus de mise en œuvre?
- ⇒ Quelles sont les notions théoriques générales autour du concept d'audit?
- ⇒ En quoi consiste la due diligence financière et comment mettre en œuvre cette mission?

● **Hypothèses**

○ **Hypothèse principale**

La due diligence financière permet à l'acquéreur de mieux connaître le patrimoine de sa cible pour pouvoir prendre sa décision en analysant les risques financiers auxquels elle fait face ou susceptibles d'apparaître avec le temps.

○ **Hypothèses secondaires**

- ⇒ La Croissance externe via fusion-acquisition est le moyen le plus privilégié par les opérateurs étant donné qu'elle permette un développement plus rapide et une intégration plus forte.
- ⇒ Les fusions-acquisitions constituent un processus générateur de croissance et de développement mais qui est généralement long, complexe et incertain quel que soit son degré de préparation.
- ⇒ L'audit est un moyen mis en œuvre pour la détection des fraudes et des omissions.
- ⇒ La due diligence financière consiste en l'analyse profonde des états financiers de la cible pour s'assurer de la fiabilité des informations divulguées et connaître sa véritable valeur.

- **Objectifs et limites de la recherche**

C'est ainsi que notre réflexion se fixe comme objectif d'expliquer la démarche d'une mission de due diligence financière et de montrer son importance dans la maîtrise des risques et la prise de décision de l'acquéreur.

Pour mettre en relief cette mission, semble-t-elle, n'est pas des moindres que le choix d'effectuer notre stage pratique au sein du cabinet d'audit Grant Thornton Algérie. Avoir choisi l'équipe de Grant Thornton Algérie pour le cas pratique d'une due diligence financière en cours n'est pas venu par hasard mais pour les raisons suivantes :

- ⇒ Grant Thornton Algérie est un cabinet de renommée internationale ;
- ⇒ Le cabinet a déjà effectué des missions de due diligences ;
- ⇒ Le cabinet encourage ses stagiaires à participer à des missions réelles en leur attribuant différentes tâches.

- **Limites dans le temps**

Etant donné que la mission est toujours en cours et vu le temps imparti pour la réalisation de ce mémoire, certains points n'ont pas été traités tels que la totalité des ajustements effectués par Grant Thornton et le calcul de la valeur de la cible par le maximum de méthodes possibles.

- **Limites dans l'espace**

Pour le cas pratique, nous ne pouvons prendre comme repaire que les entreprises exerçant dans le marché algérien.

- **Méthodologie de recherche**

Afin d'atteindre les objectifs ci-dessus, l'approche utilisée est une approche mixte qui regroupe l'approche descriptive et analytique.

L'approche descriptive est utilisée dans la présentation du cadre théorique de l'étude, dans la mesure où une revue de littérature des spécificités de la croissance externe, du processus de fusion-acquisition plus exactement et de la due diligence sera examinée afin de faire ressortir des aperçus.

L'approche analytique quant à elle est utilisée dans le sens où nous allons essayer de connaître davantage la situation financière de la cible, et ceci en se servant de l'étude des

auditeurs chargés de la mission et des différentes documentations internes et externes tels que les états financiers de la cible.

- **Plan**

Notre travail est scindé alors, en trois chapitres, les deux premiers théoriques mettant en exergue les différents concepts de fusion-acquisition et de due diligence, et un troisième pratique mettant en application la méthodologie.

Dans les deux premiers chapitres, nous allons traiter tous les aspects pouvant se lier aux fusions-acquisitions et à la due diligence financière, le premier est destiné au développement par voie de fusion-acquisition, dans lequel nous allons apporter des définitions à tous les aspects reliés à cette notion, ensuite dans le deuxième chapitre nous allons parler de la démarche de la mission de due diligence financière, on évoquera tous les aspects à prendre en considération lors de la mission.

Quant au chapitre pratique, on y trouve trois sections, les deux premières touchent l'identification de l'entreprise d'accueil et le secteur qui concerne la transaction, et la dernière portera sur l'étude de cas.

Nous allons donc essayer de présenter le déroulement d'une mission de due diligence financière entrant dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, avec toutes les investigations nécessaires pour la réduction des risques financiers et la possibilité de mieux cerner l'opportunité de cette opération et de juger de ses chances de succès.

Les entreprises vivent dans un contexte de concurrence, une concurrence de plus en plus exacerbée, acharnée et souvent mondiale. Pour faire face, nombre d'entre elles n'ont d'autre choix que de croître.

Afin d'assurer son développement, l'entreprise se retrouve alors face à une alternative: soit elle privilégie la croissance interne, soit elle mise sur la croissance externe.

Vingt ans en arrière, le développement et l'essor d'une entreprise étaient beaucoup plus centrés sur la croissance interne ou organique. Mais étant dans le besoin de renforcer sa position concurrentielle, d'accéder à de nouveaux marchés, de s'internationaliser, d'acquérir de nouvelles compétences et de se diversifier, l'entreprise a mis en œuvre le développement par fusion-acquisition, qui fait désormais partie intégrante de la vie d'une entité, ce qui constitue aujourd'hui, l'un des modes de développement les plus répandus ; associé aux politiques de croissance externe.

Ainsi au cours de ce premier chapitre de notre travail de recherche, nous avons décidé, par souci méthodologique de mettre en exergue la portée théorique dédiée à ces opérations, où, nous aborderons d'abord les modes de développement privilégiés par l'entreprise. Ensuite, Nous évoquerons les opérations de fusions acquisitions avec leurs définitions, typologies, motivations, le processus de leur mise en œuvre, dans lequel, la diligence constitue une étape fondamentale ainsi que leurs avantages et inconvénients.

Section 1 : Les modes de croissances des entreprises

Le développement constitue la préoccupation majeure des entrepreneurs car sur des marchés ouverts à la mondialisation, la survie des entreprises passe par leur croissance. On utilise même souvent l'image de l'avion: «*Une entreprise est comme un avion: Elle ne survie que lorsqu'elle avance. Elle ne sait pas faire du sur place et encore moins reculer*»¹. En effet, chacun est porté par l'idée de progresser, faire mieux dans le futur que lors de la période qui vient de s'écouler.

La croissance de l'entreprise est définie entre autre comme étant de développement de son activité, un processus par lequel l'entreprise change de dimensions dans le but de réaliser des économies d'échelle² ou d'obtenir un réel pouvoir sur le marché.

Pour se diversifier ou mailler le territoire, un dirigeant d'une entreprise a ainsi le choix entre deux stratégies diamétralement opposées : racheter une autre société ou le faire par ses propres moyens. Mais notons aussi qu'il peut également recourir aux deux à la fois.

1.1. La croissance interne (organique)

Elle Consiste, pour l'entreprise, en un développement progressif et continu fondé sur un accroissement des capacités et des compétences existantes ou la création de nouvelles capacités productives ou commerciales grâce à l'acquisition de nouveaux actifs. La croissance interne induit la recherche d'une meilleure efficacité commerciale et un accroissement des performances industrielles.

1.1.1. Avantages de la croissance interne

Le développement interne permet de capitaliser sur l'expérience et le savoir accumulé, il permet également le maintien de l'identité de l'entreprise ainsi que la préservation de l'indépendance financière et économique. C'est aussi la voie qui n'exige pas une réorganisation ou une restructuration brutale mais qui permet l'adaptation en douceur des

¹ Jean-Pierre Détrie, **Strategor: politique générale de l'entreprise**, Dunod , Paris, France, 2005 P. 195.

² Économies réalisées par une entreprise du fait de sa taille, parce que ses différents services peuvent avoir recours à un même service pour telle ou telle tâche ou parce qu'elle peut vendre des produits fabriqués en très grande série.

structures du fait d'être plutôt privilégiée pour mettre en place une stratégie¹ de spécialisation² à travers une politique de renforcement ou d'extension des activités existantes.

1.1.2. Limites de la croissance interne

La croissance interne rend l'activité vulnérable en cas de changement de conjoncture ou de maturité du marché. De plus, elle entraîne des délais d'apprentissage longs et nécessite des capitaux propres importants ou un recours à l'endettement. Le choix de cette voie peut aussi être insuffisant pour atteindre la taille critique.

1.2. La croissance externe

La croissance externe est un mode de développement permettant à l'entreprise de contrôler des actifs déjà productifs sur le marché et initialement détenus par d'autres firmes. Elle donne à l'acheteur la possibilité d'accroître rapidement sa capacité de production, en lui faisant économiser les délais de maturation d'un investissement productif. La croissance externe comme d'autres options stratégiques est considérée comme ayant une forte influence sur la création ou la destruction de valeur de la firme.

1.2.1. Types de croissance externe

Si la croissance externe constitue une option essentielle dans le développement de l'entreprise, ses pratiques n'en sont pas moins multiples. On peut alors noter qu'il existe plusieurs voies à la disposition des entreprises pouvant être empruntées pour faire de la croissance externe:

A. Les fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions sont avant tout des pratiques de réalisation permettant de mettre en œuvre une stratégie de croissance externe. Elles ne constituent donc pas une stratégie en soi. Elles sont essentiellement un moyen au service du développement de l'entreprise.

Elles sont définies comme étant des opérations de regroupement ou de prise de contrôle d'entreprises cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions. Elles modifient le contrôle et l'indépendance financière de l'entreprise, ce sont des opérations qui

¹ On entend, par stratégie, l'ensemble des choix qui mettent en jeu les grandes orientations de l'activité et les structures même de l'entreprise.

² La spécialisation : consiste en la concentration d'une entreprise sur un domaine d'activité particulier, afin d'en avoir la maîtrise et profiter de l'effet d'expérience spécifique et complémentaire pour en faire un avantage concurrentiel décisif.

revêtent un caractère complexe du fait de la nécessité d'intégrer des équipes de cultures différentes, en évitant le risque de domination, démotivation...Ce sont aussi des opérations difficilement réversible.

B. Les alliances

L'alliance¹ est une forme de coopération stratégique entre des entreprises ayant des activités concurrentes qui ont choisi de s'associer en vue de réaliser une activité ou un projet, en mettant en commun leurs ressources immatérielles, matérielles et financières. Les entreprises contractantes gardent leur autonomie juridique, stratégique et organisationnelle. Étant donné son caractère contractuel, elle n'aboutit pas à la création d'une entreprise. Pour pouvoir porter ses fruits, elle doit s'inscrire dans une logique gagnant-gagnant.²

Nous citons à titre d'exemple : L'alliance entre Microsoft et Intel dans l'adaptation de l'architecture des microprocesseurs aux systèmes d'exploitation Windows est un exemple probant de réussite qui bat des records de longévité.

C. Les joint-ventures (JV)

C'est une variante de l'alliance qui aboutit à une société commune à plusieurs entreprises et dont chacune détient le même nombre de parts. Cette société peut être créée pour un partenariat de longue durée ou pour une période limitée lorsqu'elle correspond à un besoin très spécifique. Les entreprises participant à la création du joint-venture cherchent avant tout à créer entre elles des synergies en mettant en commun leurs compétences et leurs savoirs technologiques tout en limitant les frais et les risques. Lorsqu'elles s'associent avec une compagnie étrangère, elles peuvent également profiter d'un accès facilité à un marché étranger autrement difficile d'accès.

1.2.2. Avantage de la croissance externe

Elle permet un accès rapide à de nouveaux domaines d'activités et donc atteindre rapidement la taille critique. De plus la réalisation d'effets de synergie³ liés à la complémentarité des entreprises qui se regroupent permet d'augmenter le pouvoir de marché de l'entreprise, d'améliorer sa position concurrentielle et/ou devenir leader sur le marché ou tout simplement s'implanter rapidement dans nouveaux marchés.

¹ L'alliance est souvent considérée comme une stratégie qui ne relève ni de la croissance interne ni de la croissance externe mais qui se situe à mi-chemin entre ces deux stratégies, on l'appelle aussi croissance conjointe ou partenariat

² <http://www.petite-entreprise.net/P-1642-84-G1-les-alliances-strategiques-d-entreprises.html> consulté le 02/02/2016 à 20h 45.

³ La synergie est la mise en commun de moyens qui se renforcent entre eux pour aboutir à un même but.

1.2.3. Limites de la croissance externe

Quelques inconvénients viennent toutefois noircir le tableau. Le plus dur dans le choix de cette voie est de digérer la nouvelle entité, car permettre aux nouveaux collaborateurs de s'intégrer, définir des modes de fonctionnement similaires, en bref assurer la survie de la culture d'entreprise est un exercice particulièrement difficile. La gouvernance devient plus complexe, l'entreprise perd en flexibilité... Et c'est la toute nouvelle entité qui risque de ne pas fonctionner.

Nous consacrons une section dans ce même chapitre pour aborder en détail les avantages et inconvénients de la croissance externe et plus précisément ceux du processus de fusion-acquisition.

1.3. Croissance interne ou croissance externe, quelle voie choisir?

Dans le présent travail, les fusions-acquisitions sont abordées essentiellement sous l'angle de la croissance externe. Pour des raisons de commodité, il peut nous arriver d'employer les termes de fusions-acquisitions pour désigner la croissance externe.

Comme l'entreprise dispose de deux options possibles pour croître, le défi est de savoir choisir le mode de croissance le plus adapté aux circonstances, et la forme la plus appropriée pour parvenir à créer de la valeur sur le long terme. Opter pour l'une ou l'autre alternative dépend d'une multitude de paramètres : la situation financière, les objectifs, l'état du marché... « Mais encore faut-il que le dirigeant soit au clair avec les avantages comme les difficultés engendrés par chaque méthode, et ce, pour mieux anticiper le pilotage d'une telle démarche »¹.

D'une part, nous devons savoir que le choix entre les deux voies est étroitement dépendant du type d'entreprises et de la stratégie poursuivie² et leurs atouts et faiblesses doivent par conséquent être appréciés au regard des objectifs et contraintes de l'entreprise étudiée. D'autre part, des critères subjectifs expliquent ce choix comme la personnalité du dirigeant et la culture de l'entreprise et dans d'autres cas ce sont des critères objectifs c'est-à-dire que ce choix dépendra de la position de l'entreprise dans le marché et donc des caractéristiques de ce dernier et de l'objectif qu'elle devra atteindre.

¹www.chefdentreprise.com ,Charles Cohen, **Faut-il miser sur la croissance interne ou externe pour grandir?**, Publié le 16/01/2014 ,consulté le 05/01/2016 à 15h02.

² Pour les TPE et PME non cotées en bourse ou les entreprises ayant fait le choix de la spécialisation, il est préférable d'adopter une croissance interne. Par contre, les grandes entreprises et les entreprises globales ou mondiales et celles ayant fait le choix de la diversification ou de l'intégration verticales adoptent le plus souvent la croissance externe.

La croissance interne peut être le choix d'une entreprise avec un modèle économique qui fonctionne en investissant dans des outils de production, la recherche et développement, la formation des collaborateurs... L'entité se développera avec le temps, et comme la croissance interne implique souvent une politique d'embauche, les collaborateurs auront tendance à être plus motivés et impliqués dans la vie de l'entreprise, ce qui est un atout. De plus une société utilisant la croissance interne aura tendance à être stable ce qui fait d'elle une croissance linéaire et discrète. Toutefois, sur un marché très concurrentiel une société axée sur la croissance interne pourra être mise à mal par des concurrents utilisant des méthodes plus rapides car elle est plus lente dans une optique de long terme. De même, une entreprise qui fait de la croissance interne est très dépendante de la santé du marché car elle est souvent très spécialisée et aura beaucoup de mal à rebondir en cas de crise sur son marché.

La croissance externe quant à elle s'avère brusque et bruyante mais aussi rapide et efficace puisqu'elle permet de rattraper un retard, de saisir une opportunité de manière rapide ; nous pouvons alors déduire que le choix entre croissance interne et externe est aussi fortement lié au temps. C'est d'ailleurs pourquoi l'achat d'une entreprise et de ses actifs est souvent recommandé à une entreprise de taille un peu plus conséquente, avec des moyens financiers plus importants pour booster son processus de développement, notamment de diversification et pour obtenir des avantages plus rapidement qu'avec la croissance interne. Elle peut y parvenir en absorbant un concurrent pour renforcer sa position sur le marché, acheter une technologie développée par une autre entreprise afin de l'utiliser pour son compte ou acheter une entreprise pour entrer sur un nouveau secteur d'activité... Grâce à ces opérations elle pourra bénéficier d'effet de seuil, s'ouvrir de nouveaux marchés, diversifier ses activités, et bien d'autres avantages loin d'être négligeables. Mais la croissance externe n'est tout de même pas une solution miracle loin de là. Si les avantages qu'une entreprise peut obtenir sont très importants, les risques le sont tout autant. L'investissement à réaliser est très lourd, et s'il s'avère que l'absorption se passe mal (mauvaise organisation, incompatibilité des structures ...) ou que la rentabilité se fait attendre, l'entreprise risque d'éprouver rapidement des difficultés importantes.

En analysant d'un autre angle, il est important de savoir que l'approche globale de la croissance structurée de trois règles citées ci-dessous permet à l'entreprise de parvenir à inscrire sa stratégie de croissance profitable sur le long terme¹ :

¹ Mohamed Gouali , **Fusions-acquisitions : les 3 règles du succès** , Eyrolles ; Paris, France 2008 P21

- **Règle n°1** : Le large recouvrement qui existe entre les processus de la croissance organique et de fusions-acquisitions fait du savoir-faire dans la première un facteur clé de succès et un pré-requis pour réussir la deuxième.¹
- **Règle n°2** : La croissance organique nécessite d'être prolongée par une fusion-acquisition uniquement lorsque la compétitivité de l'une (ou de plusieurs) des activités clés de son cœur de métier est saturée ou proche de l'être.²
- **Règle n°3** : Une fusion-acquisition réussie crée croissance et valeur si et seulement si chacune des phases de son processus est une réussite en elle-même, mesurée par les benchmarks³.

A partir de l'énoncé de ces 3 règles nous pouvons déduire que concilier la croissance organique avec la croissance externe constitue un impératif pour réussir le développement de l'entreprise, la croissance externe a plus de chance de réussir si l'entreprise maîtrise l'ensemble du processus de la croissance organique. La croissance externe n'est que le prolongement de la croissance interne qui intervient lorsque la compétitivité de l'une de ses activités principales est saturée, autrement dit, bien qu'il s'agisse de logiques différentes, on peut souligner que ces deux options ne sont en rien incompatibles et sont même très souvent associées.

La situation idéale pour une entreprise est donc d'avoir un bon climat social, une croissance régulière, une position forte sur son marché et une activité diversifiée afin de ne pas être dépendante d'un seul marché. Mais une telle situation est difficile à maintenir durablement, il faut donc réaliser un savant dosage entre croissance interne et opportunités de croissance externe pour développer au mieux son entreprise.

¹ Mohamed Gouali , **op cit**, P 19.

² Idem, P20.

³ En anglais, un **benchmark** (français : **étalon** ou **repère**) est un point de référence servant à effectuer une mesure.

Section 2: Généralités sur les opérations de fusions- acquisitions

2.1. Définitions et Principales classifications existantes

Comme nous l'avons déjà vu, les opérations de fusions-acquisitions consistent à racheter une entreprise. Ce sont des opérations de croissance externe qui visent à développer l'activité de l'entreprise et augmenter ses profits.

L'utilisation d'une terminologie inadéquate induit souvent des confusions sur la compréhension du type d'opérations que recouvre la notion de « fusions-acquisitions » ce qui rend difficile la définition de l'opération. Cependant, dans toute la suite de notre travail, et pour des raisons didactiques nous préférons l'utilisation de la terminologie standard de « fusions-acquisitions » pour signifier indifféremment l'une ou l'autre de ces opérations.

Les opérations de fusions acquisitions ont fait l'objet d'innombrables classifications, en fonctions de critères juridiques, stratégiques, financiers et économiques pour la plupart. Nous avons cependant retenu les trois principaux paramètres qui nous semblent être les plus communément utilisés :

2.1.1. Nature Juridique

A. La fusion

Une fusion est pour l'entreprise une mise en commun des patrimoines¹ (une concentration) de deux ou plusieurs sociétés, qui aboutira à la constitution d'une nouvelle entreprise ou à une prise de contrôle. C'est donc une opération consistant à faire une nouvelle entité en reprenant la totalité du patrimoine de deux ou plusieurs autres entités. Sa principale caractéristique est la rémunération en titres et non pas en numéraire des actionnaires de la cible. Dans la pratique, on distingue :

A.1. La fusion absorption : appelée également « fusion-annexion », elle intervient lorsqu'une ou plusieurs sociétés disparaissent pour venir s'annexer à une autre société préexistante (absorbante), cette dernière garde son identité propre. Les sociétés apportées étant dissoutes. Les actionnaires de(s) l'entreprise(s) absorbée(s) deviennent actionnaires de l'entreprise absorbante qui procède alors à une augmentation de capital.

A.2. La fusion par création d'une société nouvelle : Les firmes fusionnantes, apportent l'intégralité de leur patrimoine à une nouvelle société qui reprend la totalité des

¹ Par patrimoine ici nous nous entendons : l'ensemble des éléments de l'actif ou du passif d'une ou plusieurs sociétés est transmis au profit d'une société qui les recueille.

activités. Les mêmes principes de la fusion absorption restent applicables, la seule différence réside dans la disparition des deux sociétés.

B. La fusion-scission

Elle entraîne la disparition d'une société qui fait l'apport de l'ensemble de son patrimoine à des sociétés nouvelles ou préexistantes. Cette technique est souvent utilisée pour restructurer des activités trop disparates qui coexistaient au sein d'une même entreprise. Les scissions précèdent ou accompagnent souvent les opérations de fusions-acquisitions.

C. La cession partielle d'actif

C'est l'opération par laquelle une société apporte une partie de son actif à une autre société qui lui remet en contre partie des parts ou actions nouvellement créées au titre d'une augmentation de capital. Cette opération se distingue:

- De la scission, puisque la société apporteuse continue d'exister.
- Du simple apport d'un élément isolé de l'actif, car l'apport partiel d'actif implique la transmission d'une branche d'activité avec les éléments constitutifs de son actif et son passif.

D. Acquisition

« C'est une méthode de croissance externe qui consiste en l'acquisition d'un actif ou d'une entreprise par une autre entreprise ou une institution. »¹.

De par cette définition, Il s'agit donc de la prise de contrôle d'une entreprise par l'achat de tout ou partie de ses actifs financiers et opérationnels par une autre société.

Contrairement aux fusions, les acquisitions correspondent à une prise de contrôle sans confusion du nouvel ensemble, ce qui permet aussi d'identifier plus sûrement les diverses sources de synergies.

2.1.2. Nature économique

Selon les logiques économiques, Les fusions et acquisitions d'entreprises suivent cinq logiques stratégiques différentes, parfois concomitantes :

A. Fusions horizontales

Elles caractérisent la fusion de deux concurrents évoluant dans les mêmes secteurs, voire dans les mêmes activités de leur chaîne de valeur¹ autrement dit, des entreprises dans le

¹ <http://www.actufinance.fr>, consulté le 02/03/2016 à 16h03.

même secteur d'activité, directement concurrentes, mais avec parfois, des métiers différents (banque de réseau pour BNP, banque d'affaires pour Paribas) ce qu'on appelle « une concentration horizontale hétérogène » ou sur des segments de marché éloignés mais produisant le même type de bien ; on parle dans ce cas de « concentration horizontale homogène » (FERRARI et FIAT). Ces fusions ont pour but de gagner en taille et de jouer sur les complémentarités. Encore faut-il aboutir à une exploitation des synergies entre les deux entreprises : R&D (Recherche et Développement), réduction des coûts, ventes croisées, pouvoir de négociation avec leurs fournisseurs ou leurs clients. Ces opérations représentent plus de la moitié des opérations réalisées en Europe et aux USA.

C'est aussi dans ce sens que se justifient les rapprochements entre Chrysler et Daimler dans l'automobile ou encore Exxon et Mobil dans la pétrochimie.

B. Fusions verticales

Elle a lieu lorsque les firmes appartenant à des stades différents d'une même filière réalisent un rapprochement permettant ainsi de contrôler l'ensemble de la chaîne économique dans le but de réduire les coûts de transaction et d'éliminer des intermédiaires, de faire pression sur les clients et les fournisseurs. Pour ce faire, l'entreprise procède à une intégration en amont qui consiste en l'absorption de son fournisseur ou sous-traitant pour s'assurer un bon approvisionnement à prix réduit ou en aval en absorbant son distributeur afin de contrôler la distribution de ses produits.

Exemples

- L'acquisition d'Arcelor (acier à grande valeur ajoutée) par Mital dont le métier était focalisé sur l'acier de commodité à faible valeur ajoutée.
- Le rachat de la chaîne de télévision ABC par Walt Disney qui procède ainsi à une intégration en aval.

Mais il faut noter que gérer des métiers variés et des compétences différentes n'est pas facile, les coûts de coordination ne doivent pas être sous-estimés. Nous citons comme exemple l'échec retentissant d'AOL/Time-Warner pour faire jouer les complémentarités contenant/contenu est symptomatique. Il a été reproduit par Vivendi Universal. Sony et Matsushita avaient connu les mêmes difficultés avec les studios hollywoodiens une décennie plus tôt.

¹ Chaîne de valeur : ensemble d'activités au sein d'une même entreprise qui sont exercées pour concevoir, produire, commercialiser, distribuer et soutenir ses produits.

C. Fusions conglomerales

« Les groupes d'entreprises qui se forment sur la base de considérations financières sont souvent dénommés "conglomérats" (i.e. agglomération d'activités pas forcément cohérentes d'un point de vue productif)». ¹ L'une des principales raisons d'être des conglomérats est la diversification et sa justification économique est double car elle répond :

- aux opportunités offertes par la conjoncture économique ;
- au souci des actionnaires de répartir les risques liés à leurs investissements sur des activités totalement différentes ;
- et permet d'éviter de se focaliser sur les performances propres à chaque entreprise et tenter de raisonner sur le bilan consolidé du groupe.

C'est le cas de, Philip Morris qui se diversifie dans l'agroalimentaire, Preussag qui passe de l'acier au tourisme, Nokia qui là aussi passe du bois à la téléphonie sans fil... Elles concernent des entreprises exerçant des métiers très différents.

De "vieilles dames" peuvent ainsi investir des secteurs d'avenir, jugés plus rentables : Vivendi passe de l'eau à la communication, Bouygues ajoute les Télécoms au BTP, etc.

D. Fusion oblique ou concentrique

Les activités réunies par cette fusion n'appartiennent pas au même marché mais mobilisent des compétences voisines autrement dit les entreprises fusionnées exercent des métiers complémentaires en vue d'étendre leur gamme d'offre et clientèle. Elle repose sur la mise en commun de certains actifs (technologie, matières premières, logistique, canaux de distribution...).

Exemples:

- La gestion de la distribution d'eaux nécessite des compétences qui peuvent être utilisées pour la gestion d'un réseau câblé, ce qui explique la diversification de la Lyonnaise des eaux vers cette activité à travers le réseau Noos ;
- Le rachat d'Orangina par le groupe Pernod-Ricard.

E. Fusion géographique

Fusion d'entreprise n'étant pas concurrente sur le même marché géographique.

¹ L'encyclopédie Wikipédia.

2.1.3. Le caractère amical ou hostile de l'opération

Une acquisition consiste en une prise de contrôle amicale ou hostile d'une entreprise sur une autre en achetant tout ou partie des actifs financiers et opérationnels.

- **Dans le cas d'une acquisition amicale (sollicitée) :** les deux sociétés (la société acheteuse et la société cible) se sont entendues sur les modalités de l'offre, notamment sur le prix offert aux actionnaires de la société cible qui accepte de vendre au premier la totalité de ses actions à des conditions convenues, c'est-à-dire elles sont amicales lorsque les directions des deux sociétés sont favorables à l'opération. Cependant, l'accord entre les deux parties ne signifie pas pour autant que l'acquéreur soit à l'abri d'une surenchère de la part d'un concurrent : L'exemple le plus édifiant est celui de l'accord intervenu entre la Barclays Bank et ABN Amro; en effet, la faiblesse de l'offre de la Barclays (libellée en grande partie en échange de titres) a ouvert une opportunité au consortium constitué de : Royal Bank of Scotland (BRS), Fortis et Santander de faire une contre-offre libellée majoritairement en numéraire et ainsi de remettre en cause celle de la Barclays.
- **Dans le cas d'une acquisition hostile :** les deux sociétés ne se sont pas entendues et les dirigeants de la cible y sont opposés (on parle alors d'acquisition non sollicitée) c'est une proposition unilatérale de l'une des entreprises aux actionnaires de l'autre, autrement dit, les modalités de l'accord sont proposées aux actionnaires contre l'agrément de la direction en place. C'est une tactique de contournement mise en place en s'adressant directement aux membres du conseil d'administration ou aux actionnaires pour demander aux premiers un soutien à leur offre et aux seconds la vente de leurs actions.

En effet, dans la pratique, il arrive que les dirigeants d'une société acheteuse puissent convaincre les dirigeants d'une société cible du bien fondé de leur démarche et qu'ils apportent par la même occasion un certain nombre de garanties personnelles aux dirigeants de la société cible.

Mais il arrive aussi que cette conviction ne soit pas emportée, soit lorsqu'un prix d'achat est jugé insuffisant, soit lorsqu'un projet industriel est considéré comme trop peu sérieux, et soit encore lorsque les dirigeants d'une société cible comprennent qu'ils n'auront pas leur place dans un nouvel ensemble post-acquisition.

Le refus des dirigeants de la société cible peut aussi constituer une simple stratégie visant à faire monter les enchères.

2.2.Motivations des Fusions-acquisitions

Il existe trois grands types de motivations permettant de justifier les fusions-acquisitions: les motivations stratégiques, les motivations financières et les motivations managériales.

2.2.1. Les motivations stratégiques des fusions-acquisitions

Les motivations stratégiques des fusions-acquisitions concernent globalement l'amélioration de la situation de l'organisation.

Dans cette perspective, les opérations de Fusions-Acquisition visent à améliorer la position concurrentielle de l'entreprise ainsi que les pouvoirs de marché, notre analyse portera principalement sur les critères de compétitivité et de sécurité.

Aussi les motifs stratégiques peuvent être résumés dans le tableau suivant :¹

Tableau n° 1 : Motivations stratégiques des opérations de fusion acquisition

Les motivations offensives	Les motivations défensives	La recherche de synergies opérationnelles
Amélioration de la position concurrentielle en exploitant et en valorisant les caractéristiques des entreprises acquises.	Réagir aux actions entreprises par les concurrents en procédant à des adaptations nécessaires au maintien de ses positions.	Détrie J.P. et al. (2005), définissent la synergie comme: «La première justification économique avancée par les dirigeants. Se résumant généralement par la formule 1+1=3, la synergie correspond à toute création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement de deux (ou plusieurs) entreprises et qui n'aurait pas été obtenue sans la mise en œuvre effective de ce regroupement. Ainsi, cette définition exclut tout gain qui serait obtenu à l'issue d'une fusion indépendamment des effets du regroupement» ²

¹ O. Meier et G. Schier, **Fusions Acquisitions- Stratégie Finance Management**; Dunod ; Paris, 2003 ; P. 38.

² Jean-Pierre Détrie , **Strategor: politique générale de l'entreprise** , Dunod , 4^{ème} édition , Paris , 2005 ,P2003.

<p>Accroître son pouvoir de domination et d'influence :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Renforcer le pouvoir de la firme auprès des autres acteurs du marché, et donc imposer certaines pratiques telles que la diminution de la production pour augmenter les prix ; - Augmenter son pouvoir de négociation (approvisionnement à des conditions plus favorables...). 	<p>Consolider sa position dans des secteurs à maturité :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Eviter les problèmes de surcapacité sur le marché (augmenter parts de marché en dépit d'une diminution de la demande) ; - Permettre de faire face à une surcapacité de l'appareil de production (rentabiliser ou couvrir les coûts fixes). 	<p>Synergies de coûts liées aux effets de volume :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Réalisation des économies d'échelle qui résulte de la diminution des coûts unitaires correspondant à une activité donnée au fur et à mesure que les quantités produites et le volume d'affaires augmentent. Ou encore elle renvoie à la répartition des coûts fixes importants sur une base plus grande de production ; - Obtention d'une masse critique essentielle au développement (la R&D et la publicité jouent un rôle déterminant).
<p>Captation des ressources spécifiques :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Disposer rapidement de nouvelles ressources (compétences ou actifs) pour rester concurrentiel. - Faire face à un manque de moyens (infrastructure, équipement) ou d'indisponibilité (brevet, technologie...) sur le marché. - Préserver le goodwill des marques des produits achetés, de l'entreprise acquise (marques réputées). 	<p>S'adapter aux évolutions technologiques :</p> <p>Maintien du potentiel technologique pour rester compétitive (investissements en R&D, nouveaux produits/procédés...), en particulier dans des secteurs aussi mouvants que les biotechnologies et les nouvelles technologies de l'information.</p>	<p>Synergies de coûts liées au partage des ressources :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Regroupement des réseaux de distribution. - Rationalisation de services et fonctions. - Optimisation de la production (suppression des sites les moins rentables...).
<p>Pénétration sur un nouveau marché :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Marchés ou métiers nouveaux et porteurs ; - Extensions des 	<p>Acquisition d'une taille critique :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le passage à une logique de mondialisation (transfert des 	<p>Synergies de croissance:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ressources spécifiques disponibles chez l'une des sociétés et pouvant être utilisées par l'autre firme (utilisation

activités à de nouvelles zones géographiques (Internationalisation).	lieux de décision et de production, transfert de capitaux...) conduit les firmes à "grandir" par acquisition pour éviter leurs marginalisations au sein du secteur.	croisées de moyens matériels et immatériels évitant la création ou le développement).
Renouvellement: Création de capacités nouvelles grâce aux qualités propres des deux entités.	Neutralisation des concurrents: Protection ou réaction à une tentative d'attaque des principaux rivaux (contre-projet de F&A, renforcement du pouvoir de marché de la firme...)	
	Limitation des entrées au sein du secteur: Réduire l'intérêt d'une entrée à de nouveaux concurrents (entreprises nouvellement créées, entreprises situées sur des marchés connexes...) à travers un rapprochement avec l'un des acteurs de l'environnement (concurrent, fournisseur, distributeur)	

SOURCE: O. Meier et G. Schier , op cit, P38 .

2.2.2. Les motivations financières des fusions-acquisitions

Les motivations financières concernent l'utilisation optimale des ressources financières. On en distingue trois principales :

- **L'efficience financière :** Il est souvent efficient de rassembler une entreprise détenant des excédents de trésorerie et une entreprise fortement endettée. La seconde pourra ainsi réduire ses frais financiers et lever plus facilement des fonds, alors que la première pourra généralement réaliser la fusion ou l'acquisition à bon compte. De même, une entreprise dont le cours de Bourse est élevé peut racheter

d'autres entreprises de manière très efficace en proposant à leurs actionnaires de les payer en actions plutôt qu'en numéraire.

- **L'optimisation fiscale** : Il existe parfois des avantages fiscaux à rassembler deux entreprises.

Si l'une d'elles est implantée dans un pays où la fiscalité est réduite, l'autre aura intérêt à lui transférer ses bénéfices. Une entreprise très profitable peut aussi chercher à racheter une autre entreprise qui a accumulé des pertes, afin de réduire son niveau de taxation. Bien entendu, ces pratiques sont encadrées par la loi.

- **La vente par appartements** : Certaines entreprises ont une valeur inférieure à celle des actifs qu'elles détiennent (L'entreprise est donc sous-évaluée). Une autre entreprise peut donc chercher à les racheter, afin de revendre leurs différentes activités pour un prix total supérieur au coût d'achat initial. Cette pratique – parfois surnommée « dépeçage » apparaît souvent comme un symbole de l'opportunisme financier, mais si les activités sont cédées à une entreprise qui saura mieux les utiliser, cela peut se traduire par un gain économique réel.

Le prix de rachat proposé par l'acquéreur se situe alors entre la capitalisation boursière et la valeur de revente de la firme attendue.

Toutefois, une entreprise peut être sous-évaluée pour les raisons suivantes:¹

- ⇒ Il existe une différence entre la valeur du cash-flow actualisé «en l'état» et la valeur de marché actuelle de la société. Cet écart de perception provient généralement d'une mauvaise communication de l'entreprise au près du marché financier.
- ⇒ Les améliorations réalisées au sein de l'entreprise n'ont pas encore eu d'impact sur les bénéfices et sur le cours de l'action.
- ⇒ Certains actifs de l'entreprise sont réellement sous évalués. Il s'agit notamment des actifs incorporels tels que la marque, la réputation, la clientèle, les brevets ou le potentiel d'innovation.

¹ SANOUN Djilil ; **fusions et acquisitions : sélection et évaluation des cibles potentielles** ; DSEB ; ESB ; Alger 2009 ; P. 29.

2.2.3. Les motivations managériales des fusions-acquisitions :

Selon les circonstances, le motif pour la réalisation d'une opération de fusion-acquisition peut ne pas être la maximisation de la richesse de l'actionnaire, mais la satisfaction des intérêts propres des dirigeants. On parle donc de motivations managériales qui sont de deux ordres :

- **Les ambitions personnelles** : Indépendamment de leur pertinence financière ou économique, les fusions et acquisitions peuvent satisfaire les ambitions personnelles des dirigeants de trois manières.

Premièrement, la rémunération des dirigeants peut être liée à des objectifs de croissance à court terme ou de valorisation boursière, qui seront plus facilement atteints au moyen d'une opération d'acquisition spectaculaire qu'avec une croissance interne plus lente et moins visible.

Deuxièmement, une vaste opération d'acquisition ne manquera pas d'attirer l'attention des médias, ce qui permettra d'accroître significativement la notoriété des dirigeants et flattera leur vanité. Les dirigeants qui ont déjà réussi des acquisitions, par le passé, risquent d'ailleurs de se montrer trop présomptueux et de multiplier des opérations de plus en plus risquées.

Troisièmement, les acquisitions sont l'occasion de donner à des collègues et à des proches des responsabilités accrues, ce qui aide à renforcer leur loyauté. De plus, grâce aux perturbations qu'elle provoque et à l'attention qu'elle suscite, une fusion ou une acquisition peut permettre à une équipe dirigeante de masquer temporairement des difficultés de gestion ou une carence stratégique. Réciproquement, les dirigeants de la cible peuvent s'opposer à une acquisition hostile afin de préserver leur poste, en dépit du prix proposé à leurs actionnaires.

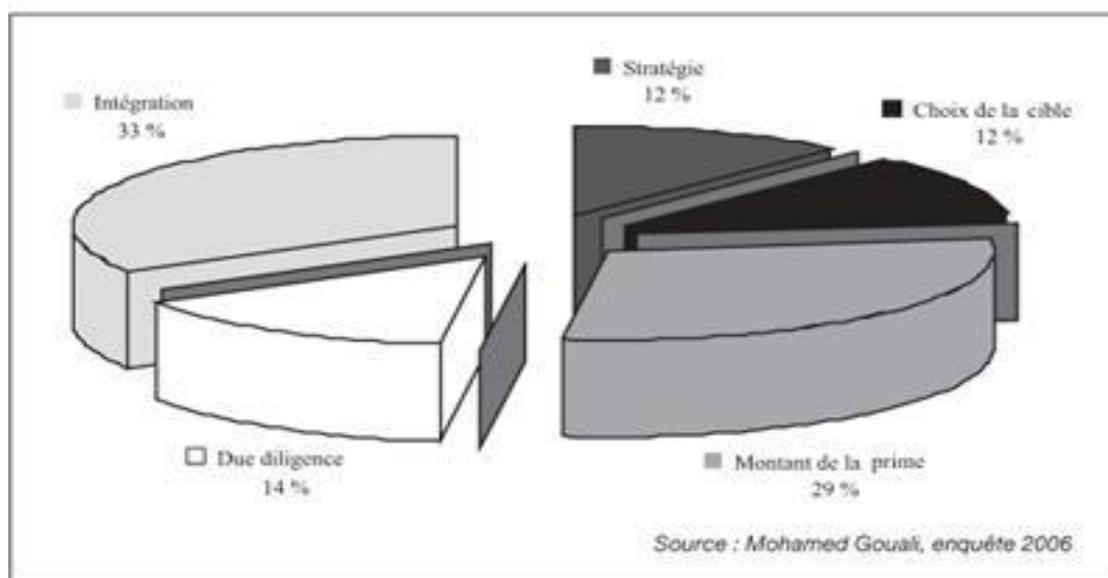
- **Les effets de mode** : En période d'euphorie, les dirigeants peuvent être soumis à trois types de pressions:
 - ⇒ Lorsque les fusions et acquisitions sont nombreuses, les analystes financiers et les médias économiques risquent de critiquer les entreprises prudentes, en leur reprochant leur conservatisme ;
 - ⇒ Les actionnaires peuvent craindre que leur entreprise laisse échapper des opportunités à la concurrence ;

⇒ Les employés peuvent s'inquiéter que l'entreprise soit elle-même rachetée si elle ne se lance pas la première dans l'acquisition de concurrents. Finalement, les dirigeants auront une vie bien plus facile s'ils se joignent à la fièvre acheteuse. Le danger est alors de payer bien trop cher une acquisition inutile.

Section 3 : La procédure de mise en place d'une opération de Fusion-Acquisition

Une enquête effectuée sur d'un échantillon de 150 entreprises¹ hiérarchise le poids de chacune de ces phases dans le processus.

Figure n°1 : Hiérarchie des phases du processus de Fusion-Acquisition



SOURCE : Mohamed Gouali , op cit,P 19.

Comme le suggère l'énoncé de la 3eme règle² qui structure l'approche globale de la croissance : Une fusion-acquisition réussie crée croissance et valeur si et seulement si chacune des phases de son processus est une réussite en elle-même.

Il en ressort alors qu'une fusion-acquisition obéit à un processus de bout en bout où chaque phase contribue à l'objectif final qui est la croissance et la création de valeur. Il convient donc de considérer chacune d'elles comme étant la seule composante.

Les phases du processus ont été répertoriées en deux parties disjointes mais complémentaires : Le top down et le bottom up.

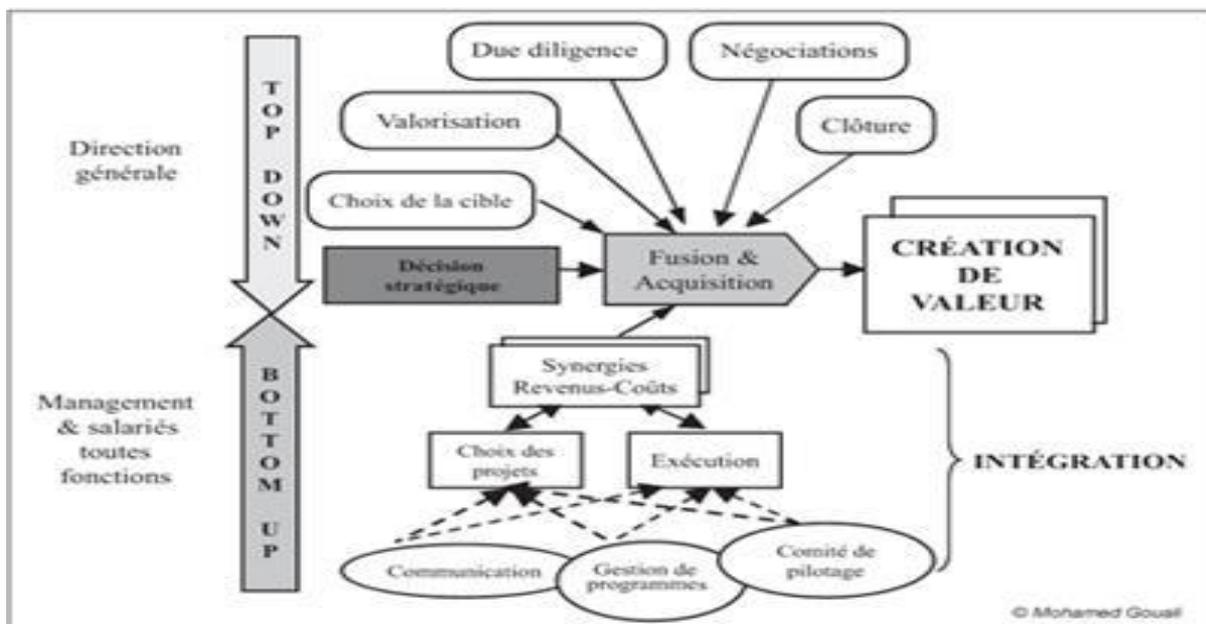
¹ Enquête menée aux USA, entre 2004 et 2006 sur un panel de 150 entreprises de 6 secteurs. Télécoms, IT, finance, électronique, énergie et grande consommation, les entreprises ciblées se situent de MIDDLE MARKET : transactions entre 5 et 200 millions de dollars.

² Nous avons abordé les 3 règles dans la première section, pour plus d'information se référer aux pages 7.

- **Le top down** correspond à la phase de pré acquisition, depuis la conception du projet de fusion acquisition jusqu'à sa clôture.
- **Le bottom up** quant à lui correspond à la phase d'intégration (post acquisition), il s'agit de transformer les objectifs du top down en résultat.

Afin de mieux comprendre, nous présenterons un schéma englobant les deux parties :

Figure n°2 : Modèle top down et bottom up d'une Fusion-Acquisition



SOURCE : Mohamed Gouali, op cit, P127.

D'après ce schéma, il semble clair que Top down et bottom up constituent un continuum¹. La première en ce qu'elle conçoit les prémisses, les fondations et les conditions de succès de la transaction. Et la seconde en ce qu'elle subordonne sa propre réussite, basée sur la mobilisation du personnel et l'excellence de l'exécution, aux résultats de la première à travers la faisabilité des synergies qu'elle aura identifiées et le sérieux de la due diligence. Lorsque ce continuum est fluide, l'une et l'autre de ces parties contribuent solidairement à générer de la croissance profitable.

Pour cerner de manière pratique les conditions de réussite du processus dans sa globalité, nous détaillerons dans ce qui suit et par ordre chronologique, les neuf phases de ce processus qui offrent le plus d'intérêt pédagogique :

¹ I.e. ; « Ensemble d'éléments homogènes tels que l'on puisse passer de l'un à l'autre de façon continue » selon le dictionnaire LAROUS.

3.1. Réajustement stratégique

Avant même d'envisager la croissance externe, les entreprises doivent en premier lieu penser à établir une stratégie de développement, qui suppose de déterminer en amont la mission, les besoins globaux de l'organisation et les objectifs stratégiques.

Il convient, en second lieu, de savoir si ces objectifs peuvent être atteints au travers d'opérations de fusions-acquisitions. Pour cela, il est indispensable de comprendre les opportunités de marché, d'aligner la stratégie de l'entreprise à la stratégie M&A (Merger & acquisition) et de mettre en place une culture et une organisation au service des fusions-acquisitions.

La décision de recourir à une fusion-acquisition signifie donc que la vision stratégique de l'entreprise s'est donnée le moyen de faire sauter le verrou à l'origine de la saturation de la compétitivité de ses activités.

En effet, les acquisitions sont un moyen de mettre en œuvre un business strategy ou une corporate strategy¹:

- **Le business strategy (stratégie concurrentielle):** Il s'agit d'acquisitions qui permettent d'améliorer la position concurrentielle de l'entreprise sur ses différents métiers par une efficacité interne accrue de l'entreprise (réalisation d'économies d'échelle, contrôle accru de la valeur ajoutée, partage d'expérience) ou par un renforcement de son pouvoir de marché.
- **La corporate strategy (stratégie de groupe):** Les acquisitions peuvent être un moyen d'équilibrer les flux financiers de l'acquéreur (rachat d'entreprises aux caractéristiques financières complémentaires) ou le seul moyen pour ce dernier, si son activité principale est en déclin, de se redéployer vers de nouvelles activités.

➤ Constitution l'équipe de fusion-acquisition

Elle peut être dans un premier temps constituée d'un noyau dur comprenant le PDG et son directeur financier. Mais dès que le processus est lancé diverses parties viennent s'y greffer, toujours sous le sceau de la confidentialité:

- 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 ; lorsque la cible est choisie cette équipe est élargie à quelques acteurs opérationnels.

¹ Jean-Pierre Détrie, **op cit**, P. 319.

- Des directeurs d'activité et des experts, leurs apports permettent de clarifier des questions spécifiques.
- Des cabinets d'audit, chargés de la due diligence.
- Des juristes et des fiscalistes, leur mission consiste à vérifier que la transaction ne contrevient pas aux réglementations en vigueur dans les deux pays.
- Des consultants et des spécialistes en gestion du risque, ils contribuent à évaluer les synergies, mener les due diligences, et anticiper tous les risques qui pourraient faire échouer la transaction.
- Il est également important de savoir que la stratégie est le vecteur et le ferment de l'acquisition et que le plan stratégique doit être constamment révisé en fonction de l'évolution de l'environnement extérieur, de la situation de l'entreprise et de ses scénarios de croissance.

Enfin, il ne faut pas décider de s'agrandir sur un coup de tête ou avec une idée imprécise de l'objectif à atteindre. Au contraire, plus la stratégie globale sera définie clairement par la direction de l'entreprise, plus efficaces seront les décisions prises, et notamment celles relatives au choix de la cible et au processus à mettre en place pour réaliser l'acquisition.

3.2. Définition des critères d'acquisition

Il s'agit de trouver les principaux facteurs de différenciation entre chaque cible.

« En effet, après avoir trouvé le rôle précis de cette acquisition dans la stratégie de la société du repreneur, la seconde phase consistera à définir des critères permettant de sélectionner quelques cibles intéressantes pour lui.

Au-delà des critères purement techniques, liés aux technologies mises en œuvre, les facteurs discriminants les plus utilisés sont : l'état de santé de la cible, sa taille, son actionnariat et sa localisation géographique »¹.

3.3. Valorisation de la cible

Le concept de valeur existe depuis que l'homme a commencé à commercialiser et à accumuler de la richesse ; ce mot « évoque le caractère désirable ou la qualité utilitaire, objective ou subjective d'une chose »².

¹ P. Delecourt et M. Fine, Négocier une entreprise : comment réussir ses fusions & acquisitions, Ed. Lextenso, Paris, France, 2008 P. 113.

² A. Black, P. Wright et J. Balchman , Gestion de la valeur actionnariale , Ed. Dunod ; Paris, France, 1999 P 9.

Etape incontournable du processus des Fusions-Acquisitions, la valorisation d'une société est une opération complexe en raison de la pluralité des éléments qui entrent en compte.

« Dans l'absolu, la valorisation de l'entreprise dépend de son contexte vis-à-vis de la bourse. Si elle est cotée, sa valeur est celle de sa dernière capitalisation avant l'annonce officielle de l'offre de l'acquéreur. Sinon, c'est sa valeur comptable, c'est-à-dire la somme de ses fonds propres et de ses dettes, qui est prise en compte. Cette valeur est dite « valeur propre » ou « valeur intrinsèque ». Le montant de l'acquisition inclut, en sus de la valeur propre, la prime qu'octroie l'acquéreur aux actionnaires de la cible pour qu'ils consentent à lui céder leurs parts. »¹

C'est en fait l'existence de cette prime qui est liée à la prime de contrôle et aux synergies qui rend le processus plus complexe.

Nous aborderons les méthodes de valorisation dans le deuxième chapitre.

3.4. Evaluation des synergies

« Ce sont des 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. »²

Leur évaluation est cependant complexe, et requiert de la prudence ;
Complexe, car les sources de synergies ne sont pas toutes objectives : certaines se réfèrent à des repères tangibles (produits, marchés couteux, etc...).

La prudence, est de mise car certains chefs d'entreprises valorisent la prime d'acquisition à un niveau si élevé qu'il devient presque impossible de la rentabiliser.

En outre, leur transformation en valeur a lieu dans le futur, lors de la phase d'intégration.

A contrario, lorsque les synergies sont évaluées sur des bases réalistes, elles constituent un formidable levier pour restructurer l'entreprise, la rendre plus performante, améliorer sa compétitivité et lui permettre de développer des relais de croissance profitable sur le long terme.

¹ GOUALI Mohamed; op.cit.; P. 137.

² Idem; P. 138.

3.5. Le processus de due diligence (audit d'acquisition)

Lors de l'achat d'une entreprise, une société a besoin de vérifier toutes les hypothèses qui ont été faites.

La mission de due diligence ou d'audit d'acquisition permet d'établir un diagnostic approfondi, précis et juste de la société cible, destinée à vérifier que les attraits de celle-ci - présentés lors des premières négociations - sont bien réels, et qu'elle ne recèle aucun problème majeur susceptible de menacer l'entité qui sera constituée. Elle s'attache également à vérifier que l'existence et l'importance des synergies qu'un rapprochement entre deux ou plusieurs entités peut produire.

« Le processus de diligence est un processus très important, long et exigeant, la participation des membres importants de l'équipe de direction aussi bien que d'autres professionnels tels que des mandataires, comptables, d'experts en assurance consultants opérationnels et du marketing, de preneurs fermes, de courtiers d'affaires etc. »¹

Les due diligence sont réalisées par des cabinets d'audit ou des cabinets de transaction services, le plus souvent, car plus la transaction sera importante et plus la due diligence serait complète et complexe et doit être minutieusement préparée et professionnellement conduite afin qu'elle aboutisse à des conclusions fiables.

Nous donnerons plus de détails à ce sujet dans notre deuxième chapitre consacré à la Financial Due Diligence.

3.6. Négociations

« *Ne négocions jamais avec nos peurs, mais n'ayons jamais peur de négocier!* ». John F. Kennedy, *La valeur n'est pas le prix, il faut négocier...* »²

Négocier la cession, l'absorption ou l'acquisition d'une entreprise est un exercice subtil, c'est plus un art qu'une technique.

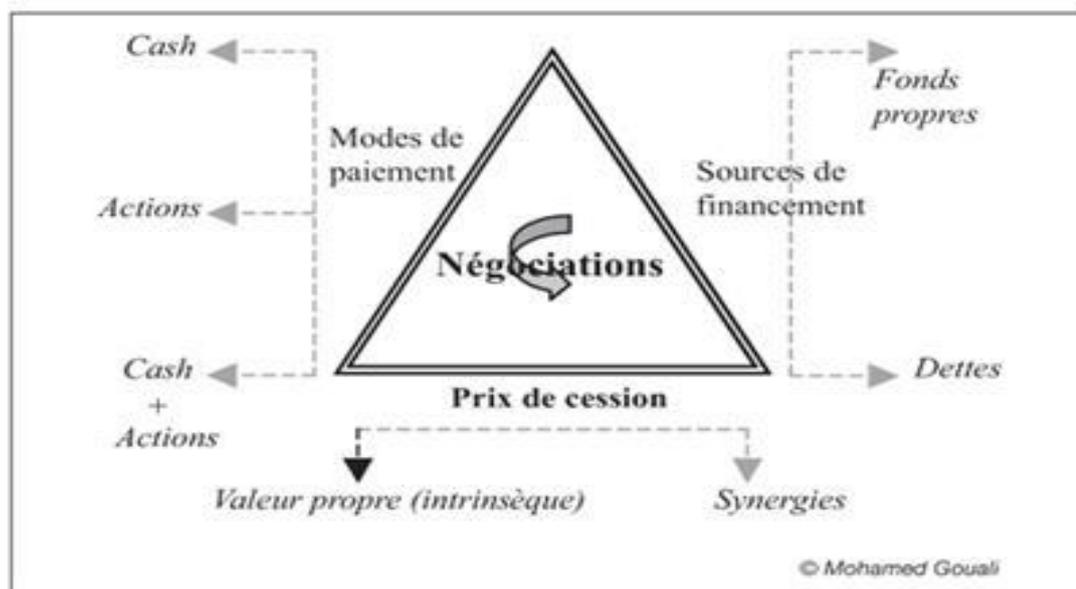
Les négociations jouent un rôle crucial dans tout le processus de fusion-acquisition.

Elle porte sur plusieurs aspects notamment : prix de cession, mode de paiement, sources de financement (figure ci-après).

¹Mohamed Amine Ben Abdallah, **Les fusions-acquisitions : Vue d'ensemble et impact sur la performance (cas ESTB)** ; Maîtrise en Finance ; Université Tunis El Manar ,2009, P. 78.

² P. Delecourt et M. Fine ,**op cit** P. 187.

**Figure n°3 : Prix de cession, mode de paiement, sources de financement :
Les 3 éléments d'une négociation.**



SOURCE: Mohamed Gouali, *op cit*, P. 127.

La stratégie de négociation devrait être assez flexible pour apprécier les besoins, les objectifs, les forces, et les faiblesses de la cible et de l'acquéreur.

La négociation des transactions de fusion-acquisition se compose de deux phases :

- préparation de la lettre d'intention¹ ;
- mener l'accord d'acquisition.

Le but de la lettre d'intention est de confirmer en dégageant les intérêts des deux parties (cible et acquéreur) et à documenter les termes et conditions générales de base de la transaction de fusion-acquisition qui ont été établies dans la phase initiale de la négociation, des conseillers juridiques devraient être consultés dans la préparation la lettre d'intention pour assurer les aspects non contraignants de cette dernière.

L'accord d'achat définitif doit être rédigé par le mandataire de l'acquéreur pour aborder les nouvelles problèmes qui peuvent surgir pendant le processus de diligence et de confirmer les limites et les conditions de l'acquisition.

Le contenu définitif d'un accord d'achat dépend de la structure de la transaction de fusion-acquisition. Après que les accords soient signés et rendus publics, l'acquéreur et la cible doivent travailler ensemble pour satisfaire les dispositions et les limites de l'accord, pour cela il faut s'assurer que : premièrement, les représentations et les garanties de l'accord

¹ Lettre qui formalise la volonté de l'acquéreur à racheter la société cible (ou acquérir une participation significative) et une proposition des modalités de paiement.

définitif sont réelles et précises, et deuxièmement, qu'il n'y a aucun changement défavorable aux opérations ou aux politiques de la cible.

3.7. La structuration de la transaction

Structurer la transaction d'acquisition commence par prévoir la réunion initiale entre l'acquéreur et la cible.

La structuration est la conclusion officielle et documentée de l'ensemble des éléments qui composent la transaction. La structuration sert à viabiliser l'accord entre les différentes parties en le rendant pérenne au sens où tous les problèmes susceptibles de l'altérer sont anticipés.

Les sujets suivants devraient être abordés en structurant la transaction :

- Le transfert de propriété (action, actifs divers) ;
- Le mode de paiement et les délais de paiement ;
- Les obligations et règles fiscales et comptables ;
- Gestion de la clause d'earnout ¹;
- Les règles de gouvernance entre les deux entités (statut juridique et organisation) ;
- Documents pour obtention des agréments des autorités de régulation ;
- Répartition du risque entre les parties.

Quelle que soit l'issue de cette réunion, l'acquéreur réagit en conséquence, et consigne par écrit et mettez noir sur blanc dans une lettre d'intention les principaux points de l'accord convenu ; ceux-ci porteront sur la protection des intérêts respectifs des différentes parties lors de la transaction : prix proposé, confidentialité, et autres décisions.

3.8. Clôture de la transaction

Plusieurs procédures doivent être exécutées pour clôturer professionnellement et légalement la transaction. Parmi ces procédures nous retrouvons notamment :

- ⇒ L'approbation de la majorité des actionnaires des deux entreprises lors de l'assemblée générale tenu pour l'occasion ;
- ⇒ L'accord des autorités de régulation des pays dont sont originaires les entreprises ;
- ⇒ Le transfert des contrats clients et fournisseurs de la cible au profit de la nouvelle entreprise ;

¹ L'earn-out est une clause qui permet d'indexer une partie du prix de la transaction sur les résultats futurs de la société achetée.

⇒ La signature des documents légaux, à savoir le transfert de propriété des actifs, garantis ou actions.

3.9. Intégration

« L'intégration des deux entreprises peut être totale ou partielle selon les objectifs recherchés. Concrètement, elle signifie la mise en commun des diverses ressources des 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. »¹.

Complexe et longue, l'intégration est une étape cruciale et décisive dans la réussite d'une fusion-acquisition, c'est le champ pratique de validation des synergies.

L'intégration post acquisition intervient après la phase de pré acquisition, suivant les objectifs recherchés par l'acquéreur.

On distingue principalement trois possibilités pour conduire une politique d'intégration², à savoir:

- **L'intégration de préservation:** elle consiste à préserver la culture de l'entreprise acquise et lui garantir l'autonomie dans le domaine opérationnel.
- **L'intégration par rationalisation:** son but principal est la réduction des coûts et les économies d'échelle à travers la mise en commun et la réorganisation des ressources des deux entités au sein d'un nouvel ensemble.
- **L'intégration de type symbiose:** il s'agit d'étudier la meilleure façon de créer de la valeur tout en préservant l'interdépendance des deux firmes. Il convient donc de préserver l'identité de l'entreprise cible tout en faisant évoluer les deux ensembles vers la création d'avantages nouveaux et distinctifs.

La mise en application de l'intégration consiste à ³:

⇒ Concevoir et mettre en application les changements nécessaires pour intégrer la nouvelle acquisition dans les affaires existantes.

⇒ Prendre des actions appropriées telles que la réduction de taille, éliminer le dédoublement des frais.

¹ Francis Lefevre, METENTO expert, PWC, **fusions & Acquisitions**, édition 2012 FRANCIS LEFEVRE P65

² Olivier Meier et Guillaume Shier, **Fusions acquisitions**, Dunod, Paris, France, 2003 P.193.

³ Mohamed Amine Ben Abdellah, **op cit**, p32.

- ⇒ Le développement de nouveaux systèmes de gestion de la trésorerie.
- ⇒ La consolidation des comptes.
- ⇒ La gestion des systèmes d'information.
- ⇒ La mise en œuvre d'un nouveau programme de transition des employés.

Section 4 : Les avantages et inconvénients de la croissance par fusions-acquisitions

Comme nous l'avons déjà vu dans la première section de ce chapitre en abordant les modes de développement ; le chef d'entreprise est confronté à un dilemme au moment de décider comment développer son activité et les fusions acquisitions représentent un mode de croissance externe et occupent une place de choix, une solution pour croître qui présente des avantages et des inconvénients.

4.1. Les avantages

Il est important de connaître les situations avantageuses pour l'adoption de ce processus ¹:

4.1.1. Du fait des caractéristiques du marché

- **Marché saturé** : Lorsqu'une industrie arrive à maturité, pour éviter des surcapacités, le meilleur moyen de croître est d'acquérir un concurrent. La croissance interne (ou organique) sur un marché saturé aurait pour seule conséquence d'entraîner une érosion des prix de vente et donc des marges. Sur ce type de marché, la croissance externe est quasiment un passage obligé et permet de rationaliser le secteur.
- **Marché étranger** : sur un marché étranger, il peut être plus intéressant de racheter une entreprise nationale plutôt que de se lancer dans une politique d'investissements pour développer des capacités de production et surtout tisser un réseau commercial. C'est ainsi que toutes les implantations par croissance interne des constructeurs automobiles français (Peugeot et Renault) au Japon ou aux Etats Unis se sont soldés par un échec. Les fusions et acquisitions semblent être la solution appropriée.
- **Marché dont l'extension est bloquée pour des raisons réglementaires** : pour se développer à grande échelle sur ce marché, la seule possibilité est de racheter un concurrent (comme le montre la bataille actuelle Promodès-Casino-Rallye).

¹ <http://www.jeulin.net/ScPo/fusions.htm>, Consulté le 12/02/2016 à 15h03.

- **Marché à actifs difficilement accessibles :** C'est le cas lorsqu'il faut bénéficier d'une technologie, d'un savoir-faire, d'une marque prestigieuse. Dans le cas des technologies, si le principe de l'acquisition est souvent répandue (en témoigne les nombreux rachats de Start-up par Microsoft), elle n'est cependant pas obligatoire : une alliance peut permettre de partager des technologies. Cependant dans le domaine du luxe, une création ex-nihilo est très difficile et le risque d'échec élevé. Dans ce cas il vaut mieux acheter une maison jouissant d'une bonne image ainsi que d'une bonne expérience plutôt que de croître de façon interne.
- **Marché nouveau :** Pour la création d'une demande captive et le blocage de l'entrée d'autres acteurs, la croissance par acquisition peut être la seule solution. Ainsi Sony et Matsushita ont racheté les studios Columbia et Universal pour imposer leur standard TVHD (Télé Vision numérique Haute Définition) face au standard HDMAC (Huddersfield and District Model Aircraft Club) européen. En acquérant ainsi un énorme catalogue de films, ils étouffaient ainsi le standard HDMAC qui se retrouvait privé de matière première (les films).

4.1.2. Du fait des caractéristiques de l'entreprise

- **Pour des raisons de structure :** Lorsque l'entreprise a les moyens économiques d'une intégration technique. Il peut, selon les secteurs, être intéressant d'absorber un fournisseur, un sous-traitant ou même un client. Le but de ce type d'absorption est une meilleure gestion des coûts, l'amélioration des flux tendus, la diminution des risques, etc. Ainsi dans le domaine de la sidérurgie on est passé d'un processus de production où l'on commençait par la production d'acier puis le laminage à un processus où la production d'acier et le laminage se produisent en continu, ce qui permet d'énormes gains de productivité.
- **Pour combler des carences :** En cas de retard technologique, ou de problèmes de ressources humaines (c'est à dire une pénurie de ressources rares : c'est le cas par exemple en ce moment en informatique ou dans le domaine du conseil en management), le plus rapide pour l'entreprise consiste en un rachat.
- **Par protection :** C'est le principe de grossir pour éviter d'être soi même absorbé. L'élargissement de la surface financière rend une OPA (Offre Public d'Achat) hostile plus difficile. C'est le problème de nombreuses entreprises anglaises. C'était en particulier l'une des raisons de la création de LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy).

- **Neutralisation** : On rachète une entreprise pour bloquer un concurrent. Ainsi Fiat avait à l'origine acheté Alpha Roméo pour bloquer Ford qui sinon l'aurait acheté et s'en serait servi comme tête de pont pour entrer en Italie.
- **Développement sur un marché différent du marché de base** : Il est toujours plus facile dans un tel cas de racheter une entreprise plutôt que de partir de zéro. Ainsi Tonna a été racheté par Canal + pour produire des antennes satellites (l'intérêt pour Canal étant de faire baisser au maximum le prix des antennes pour promouvoir la télévision par satellite).

La croissance par fusions acquisition confère de nombreux avantages stratégiques comme nous venons de le voir, cependant des risques d'échecs sont également à prendre en considération.

4.2. Les inconvénients et risques d'échec en matière de fusions-acquisitions

Bien évidemment, comme l'aura dit Jean Frain du Tremblay : « *Sur la terre, il n'est rien de parfait* »¹

Les nombreuses études menées par les chercheurs et les cabinets ont décelé un certain nombre de facteurs pouvant expliquer les raisons de l'échec des opérations de fusions-acquisitions, à savoir :

4.2.1. Les risques sociaux

- ⇒ Les conflits de culture : L'entreprise cible dispose d'une culture d'entreprise forte que le repreneur n'arrive pas à s'approprier ou qu'il n'arrive pas à gérer ;
- ⇒ La différence de savoir-faire ainsi que la non prise en compte du savoir-être ;
- ⇒ La réaction de rejet du nouveau chef d'entreprise et la démission des hommes clés que ce soit par leurs compétences managériales, techniques, commerciales ou humaines ;
- ⇒ L'autoritarisme du dirigeant représente un risque social pour l'acquéreur car celui-ci devra s'atteler à imposer sa personnalité tout en s'efforçant de faire oublier l'ancien dirigeant.

¹ Citation de Jean Frain du Tremblay; Philopoemen (1703)

4.2.2. Les risques managériaux

- ⇒ Divergence du système managérial lorsque le management du nouveau chef d'entreprise est trop éloigné de celui du cédant ;
- ⇒ L'acquéreur peut également ne pas avoir une bonne vision des priorités et par conséquent omettre de résoudre des problèmes urgents ;
- ⇒ La peur du changement qui en fait représente un risque pour lequel l'acquéreur est finalement impuissant puisque cela dépend en grande partie de l'équipe en place et de la capacité des employés à s'adapter

4.2.3. Les risques stratégiques

- ⇒ Un mauvais diagnostic d'acquisition lors des premières investigations du repreneur lors de la due diligence ;
- ⇒ La méfiance des clients ou la crainte des fournisseurs ;
- ⇒ Un choix erroné d'investissement : Un investissement peut parfois s'avérer trop important à supporter ou non justifié en vue de la situation économique du moment ;
- ⇒ La perte de parts de marché ou la perte de contrats représentent un risque à prendre en compte car ils vont obliger le repreneur à repenser sa stratégie de développement ou de pérennité.

En plus de ces inconvénients, l'on pourrait rajouter les deux points suivants : le bilan globalement négatif et les risques financiers.

4.2.4. Un bilan globalement négatif

Nous devons savoir que ce qui intéresse l'actionnaire, ce n'est pas directement le Chiffre d'affaires ou les parts de marché de l'entreprise, mais ce qu'elle lui apporte. La fusion ou l'acquisition doit donc être créatrice de valeur pour l'actionnaire, à défaut d'avoir un bilan globalement négatif. C'est à dire que le résultat après impôt calculé en % des capitaux propres consacrés à l'acquisition doit être supérieur au coût d'opportunité de ceux-ci; on l'a bien vu, Bernard Arnaud s'est même déplacé jusqu'en Grande Bretagne pour essayer de démontrer que la fusion Grand Met et Guinness serait destructrice de valeur.¹

Dans le cas plus particulier des fusions, trois facteurs principaux peuvent conduire à l'échec :

- Des prévisions trop optimistes.
- Un prix payé excessif.

¹ La création de valeur est également au coeur de l'affrontement Société Générale-BNP autour de Paribas. Adendum 1999 :P109

- Une mise en œuvre difficile de la fusion : là aussi plusieurs raisons peuvent être à l'origine de cet échec :
 - du fait de la résistance des salariés.
 - du fait de la fuite de personnes stratégiques.
 - du fait de difficultés à mettre en œuvre des synergies.

Généralement les fusions les plus difficiles sont les fusions à égalité, alors que les fusions par absorption pure et simple ont davantage de chance de réussir.

Le travail d'analyse de la cible et des synergies possibles revêt donc une importance capitale. Un deuxième problème crucial qui peut se poser est d'ordre psychologique. Les dirigeants sont des managers, et non pas les propriétaires du capital. L'entité court donc le risque d'un conflit d'intérêt, entre l'activité des managers et l'intérêt des actionnaires, par exemple dans le cas de:

- ⇒ diversification "à la légère", pour diminuer les risques de faillite (en constituant ainsi une sorte de portefeuille d'activités).
- ⇒ rachat d'entreprises fortement bénéficiaires pour masquer des résultats médiocres.

Le dirigeant peut également être tenté par la recherche de prestige au cours d'une bataille boursière, et se laisse emporter à une surenchère qui pourrait être nuisible à l'entreprise

Enfin pour se protéger contre le risque d'OPA, il peut également se lancer dans une croissance désordonnée, là encore nuisible à la création de valeur. L'ensemble des possibilités de croissance et de stratégie que donnent les fusions acquisitions ne doivent pas faire oublier que l'objectif est la création de valeur.

4.2.5. Les risques financiers :

Les risques financiers à prendre en considération sont dissociés en cinq éléments que sont:

- ⇒ Les problèmes de trésorerie qui constituent un risque fréquent pouvant être la conséquence de facteurs divers comme la mauvaise santé financière d'un client important, un investissement conséquent non prévu Etc. ;
- ⇒ Une fonction finance non interactive, qui ne reflète donc pas le niveau d'activité et le patrimoine de l'entreprise ;

- ⇒ Défaillance ou absence du système d'information s'illustrant par exemple par un avoir ou une facture non enregistrée en comptabilité, un risque non provisionné ou encore une baisse de l'activité non anticipée ;
- ⇒ La prise en compte insuffisante des risques financiers pouvant mettre en danger la pérennité de l'entreprise (ex : litige commercial, litige lié à la qualité, litige avec les salariés, mais aussi les écarts de change ou le défaut de solvabilité);
- ⇒ Une planification financière sous-estimée.

Conclusion du chapitre 1:

Dans ce chapitre premier, nous avons axé notre réflexion sur le processus de fusion-acquisition qui représente un outil utilisé par les entreprises dans le but d'accroître leurs activités économiques, d'augmenter leur profit mais aussi de créer des synergies dont le processus est long, complexe et difficile à maîtriser. Il convient donc d'accorder à chaque phase une attention particulière.

Chaque opération de Fusion-Acquisition présente un grand nombre d'avantages mais comporte également d'importants risques notamment les risques financiers, risques qui par ailleurs, ne sauraient être efficacement gérés sans une bonne procédure de Due Diligence Financière qui constitue une intervention nécessaire et indispensable à apporter des éléments de réponse aux enjeux et aux problématiques de ce genre d'opérations.

Nous allons donc exposer le cadre général d'une mission de due diligence financière.

Aucune personne sensée n'achèterait une voiture d'occasion sans l'avoir fait examiner par un mécanicien expérimenté. De même, personne ne s'aviserait d'acquérir une propriété sans disposer d'un rapport d'expertise officiel.

Et comme nous l'avons vu, l'opération de fusion-acquisition d'une entreprise qu'elle soit en bonne santé ou qu'elle connaisse des difficultés présente toujours de nombreux avantages mais également de sérieux risques. L'audit est le moyen pour pallier ce type de problèmes.

Ce chapitre sera ainsi consacré à la due diligence financière et tous les aspects qu'elle peut revêtir. Nous avons donc jugé important de commencer d'abord par une généralité sur l'audit et une présentation de la due diligence et ses différentes formes, un aperçu sur la place de cet audit dans un processus de fusion- acquisition, ainsi nous évoquerons les objectifs de la due diligence financière : Le type de due diligence qui fait l'objet de notre recherche. Nous verrons par la suite les différentes méthodes de valorisation. Enfin, après avoir levé les zones d'ombres concernant la due diligence financière nous terminerons par l'examen du déroulement de la mission.

Section 1: Généralités (Concepts de base sur l'audit et la due diligence)

1.1. Origine, Définition et domaine d'application de l'audit

1.1.1. Origine et définitions

Le terme « Audit » a des origines latines lointaines, si l'on se réfère à son étymologie : En latin classique le verbe «audire» a différents sens : entendre, entendre par ouï-dire, écouter... En bas latin, le verbe «audire» a donné naissance au verbe «ouïr¹ » en français, puis devenu surtout sous la forme « ouï-dire²».

L'audit est considéré comme «une méthode permettant d'observer et de vérifier certains faits de l'entreprise par rapport aux directives du chef d'entreprise et aux règles comptables, juridiques et fiscales, de manière à relever et mesurer les écarts constatés et de couvrir et évaluer les risques encourus. Et permettant ainsi en toute connaissance de cause de donner des avis et des recommandations »³.

L'Audit est «l'examen technique rigoureux et constructif auquel procède un professionnel compétent et indépendant en vue d'exprimer une opinion motivée sur la qualité et la fiabilité de l'information financière présentée par une entreprise au regard de règles de droit et des principes comptables en vigueur, une image fidèle de son patrimoine et de sa situation financière et de ses résultats »⁴.

« L'audit a pour but d'augmenter le niveau de confiance que les états financiers inspirent aux utilisateurs visés. Pour que ce but soit atteint, l'auditeur exprime une opinion indiquant si les états financiers ont été préparés, dans leurs aspects significatifs, conformément au référentiel d'information financière applicable. Dans le contexte de la plupart des référentiels à usage général, cette opinion consiste à indiquer si les états financiers donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle conformément au référentiel »⁵.

L'audit est une opération qui a pour objet de vérifier les comptes et les rapports annuels d'une entreprise. Il permet de s'assurer que la comptabilité d'une entreprise est tenue dans le

¹ Dictionnaire étymologie Bloch (O)-PUF 1975.

² Ce qu'on sait par la rumeur publique (le petit Larousse 2010).

³ Ravalec ; (JP) : **Audit export** ; Ed. Jupiter; Paris; 1988; P. 05.

⁴ Idem; P. 23.

⁵ IFAC handbook of International Standards on Auditing, **Assurance and Ethics pronouncements**; Ed. 2010

respect des normes comptables en vigueur. Il s'agit d'une vérification qui permet de mettre en évidence les éventuelles fraudes ou omissions.

1.1.2. Les principaux domaines de l'audit

L'audit a été d'abord une notion assignée à l'audit financier (travaux de certification des comptes) puis s'est élargie à l'audit opérationnel (évaluation du contrôle interne).

La pratique de l'audit s'est progressivement étendue à l'audit opérationnel (évaluation du contrôle interne).

A. L'audit financier externe

L'audit externe est amené le plus souvent à certifier des comptes annuels, notamment dans le cadre d'un mandat de commissariat aux comptes. Il peut également intervenir sur les comptes d'une société cible pour le compte d'un acheteur ou d'un investisseur potentiel. Aujourd'hui des due diligences (audits d'acquisition) sont réalisés quasi systématiquement dans le cadre des transactions.

B. L'audit interne

L'audit interne est défini par l'IIA (Institute of Internal Auditors) : « une activité indépendante et objective qui donne à une organisation une assurance sur le degré des maîtrises de ses opérations, lui apporte ses conseils pour les améliorer et contribue à créer de la valeur ajoutée. Il aide cette organisation à atteindre ses objectifs, en évaluant, par une approche systématique et méthodique ses processus de management des risques, de contrôle, de gouvernement d'entreprise, et en faisant des propositions pour renforcer leur efficacité ».

C. L'audit opérationnel

Selon l'ATH (Association Technique d'Harmonisation) créée en 1968 aux Etats-Unis, qui a pour mission de développer une batterie de normes applicables aux cabinets d'audit et de conseil « L'audit opérationnel est l'examen professionnel des informations relatives à la gestion de chaque fonction d'une entité quelconque en vue d'exprimer sur ces informations une opinion responsable et indépendante, par référence aux critères admis, en particulier, en vue de la prise de décision »¹.

¹ BENHAYOUN Sadafi. M.A , **L'audit interne : levier de performance dans les organisations publiques**, Etude de cas Drapor , Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des entreprises , Rabat 2001 ; P. 19.

L'audit opérationnel a pour objectif l'audit des contrôles opérationnels, audit de gestion, audit de stratégie et la fiabilité de l'information produite et efficacité, efficience des processus.

1.2. Le processus de la due diligence

1.2.1. Définition de la due diligence

« La 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 financer la transaction de Fusion-Acquisition»¹.

La due diligence permet de s'assurer de la sincérité des informations communiquées par le cédant, de valider la sincérité et la régularité des comptes de l'entreprise et d'identifier d'éventuelles zones de risques dans la présentation de la cible.

La due diligence débouche sur une valorisation argumentée de l'entité auditée qui servira ensuite de base à la négociation ce qui fait de cet audit la procédure d'investigation d'une société cible ayant pour objet un changement significatif dans la détention du capital voire dans sa structure et dont les conclusions et recommandations sont cruciales car elles peuvent aider le repreneur à prendre une décision éclairée avant d'investir, entre autres se positionner sur l'opportunité de poursuivre le processus de fusion-acquisition ou non « émission d'un « go » ou « not go ».

1.2.2. Place de la due diligence dans l'opération de fusion acquisition

Une opération de fusion-acquisition, de l'idée d'origine à l'entrée effective dans l'entreprise dure, en général, entre 12 et 24 mois. La due diligence intervient entre l'analyse interne et externe pour la valorisation et la négociation entre les deux parties.

Le choix du moment auquel elle doit être faite est important: Soit la due diligence aura lieu avant la négociation soit après la négociation.

Il est habituellement dans l'intérêt de la cible et de l'acquéreur de programmer la due diligence avant la négociation des prix finaux et avant que n'importe quelle lettre d'intention ou accords définitifs soient signés. Ceci donne à l'acquéreur plus de temps pour réviser l'information et les représentations reçues de la cible et permet à l'acquéreur de mettre en

¹ Steven M. Bragg , **Megers & acquisitions**, A Condensed Practitioner's Guide 2012, P.106.

avant son meilleur prix d'offre et de réduire les risques des changements qui suivent les prix d'acquisition.

1.2.3. Les types de due diligence

On peut distinguer deux types de due diligence selon la nature du client. Si elle est demandée par le vendeur, on parle alors de « Vendor Due Diligence » ou « Sell-Side Due Diligence », ou par l'acheteur « Buy-Side Due Diligence ».

A. Les vendors Due Diligence

Apparue au début des années 2000 dans des transactions impliquant des fonds d'investissement, la VDD (Vendor Due Diligence) est demandé par le vendeur, à ses frais, au cours d'une opération de fusion-acquisition.

« Le contenu de ce type de mission est variable et est généralement défini dans une lettre de mission. Les diligences de cession ont pour objectif principal d'aider à évaluer les risques pouvant exister pour l'acquéreur dans la présentation qui lui est faite par le cédant, notamment en vue d'obtenir des garanties particulières »¹.

B. Les Buy-Side Due Diligence

En plus de l'examen des documents de la cible fournis par le cédant, les acquéreurs mènent aussi leur propre analyse en l'absence de VDD ou en complétant celle-ci car l'information financière historique et future se rapportant à la cible doit être aussi précise que possible pour éviter de payer trop cher et de prendre des risques excessifs.

Si l'on classe les due diligences selon la nature de l'activité alors on peut parler de Tax Due Diligence (Due Diligence Fiscale), Legal Due Diligence (Due Diligence Juridique), Commercial Due Diligence (Due Diligence Commerciale) et enfin Financial Due Diligence (Due Diligence Financière) qui est l'idée maitresse qui sert d'ossature à notre étude.

C. La due diligence financière

La due diligence financière contrairement aux autres due diligences consiste à vérifier que les comptes financiers de l'entreprise sont réguliers et donnent une image fidèle de la situation patrimoniale et financière de l'entreprise et vérifier la viabilité et la pérennité de l'entreprise cible à travers l'étude de sa rentabilité, de son équilibre financier et de son risque financier. Une due diligence financière est d'autant plus indispensable qu'elle permet à un

¹Hervé Hutin , Toute la finance , Éd. d'Organisation ; 1998, 2002, 2005 ; Chapitre 4 : audit ,P. 207.

acquéreur d'obtenir des bases financières pour valoriser une cible et des éléments de négociation du prix.

Au-delà de la définition classique de l'audit, une due diligence financière s'attache à vérifier l'existence et l'importance de synergies qu'un rapprochement entre deux ou plusieurs entreprises pourrait produire. A cet effet, il convient de souligner que l'audit financier porte sur les états financiers historiques et leur sincérité alors que la due diligence financière examine l'historique mais tient compte aussi de la qualité des prévisions.

Certaines nuances méritent d'ailleurs d'être mises en exergue; un audit d'acquisition financier diffère d'un audit financier, en effet :

- ⇒ Lors d'un audit d'acquisition financier l'auditeur n'émet pas d'opinion (comme c'est le cas pour l'audit financier) mais donne des recommandations ;
- ⇒ L'audit financier analyse la fidélité du résultat, tandis que la due diligence en étudie les explications puisque cette dernière, examine les raisons des tendances observées dans les résultats d'exploitation au cours d'une période donnée, et permet d'apporter une idée précise sur la pertinence des résultats.

1.2.4. Objectifs de la due diligence financière

- **Valider les bases de l'évaluation** : Lorsque l'on souhaite reprendre une entreprise, il faut procéder à une analyse pour s'assurer que l'entreprise en question vaut la peine d'être rachetée et l'analyse des états financiers d'une entreprise est une étape très importante.

A cet effet la due diligence financière :

- ⇒ Permet à l'acquéreur de disposer d'informations sur les résultats financiers pour l'aider au cours de processus d'évaluation de l'entreprise cible ;
- ⇒ Permet par la suite d'analyser et critiquer les agrégats financiers et les éléments susceptibles de faire varier la valeur de la Cible, faire l'objet de protections spécifiques dans le protocole, ou même compromettre la décision d'investissement;
- ⇒ Aider vraisemblablement l'acquéreur à comprendre la performance commerciale actuelle de la cible ;
- ⇒ Permet une analyse de la réalité, de la substance et de la pérennité du chiffre d'affaires et une évaluation de la qualité des résultats et donc la rentabilité sous-jacente de l'entreprise;

⇒ Etudie la récurrence des indicateurs de profitabilité comme l'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) résumée sur des tableaux de retraitement de ces indicateurs, qui présentent les « ajustements » effectués sur les indicateurs présentés initialement par la cible afin de permettre à l'acquéreur de comprendre l'impact des ajustements identifiés sur le modèle d'évaluation des auditeurs.

Enfin, Comme les résultats financiers intermédiaires ne sont généralement pas vérifiés, ni soumis à des procédures de cut-off¹, l'audit d'acquisition financier qui est généralement établi sur les opérations courantes, permettra à l'acquéreur à apprécier la fiabilité des informations financières.

- **Évaluer les besoins de financement :** Reprendre une entreprise est une raison qui nécessite un financement qui doit être préparé avec professionnalisme pour éviter les déconvenues.

La due diligence financière permet alors d'effectuer :

- ⇒ Une revue de la capacité de la cible à réaliser les objectifs d'activité et de flux de trésorerie annoncés dans les budgets et le plan d'affaires, compte tenu des réalisations passées ;
 - ⇒ Une revue de la disponibilité de la trésorerie, c'est-à-dire de la possibilité concrète d'en disposer dans des délais raisonnables ;
 - ⇒ Une analyse de l'endettement net réel, incluant les éléments hors-bilan susceptibles de donner lieu à des décaissements prévisibles, ainsi que des éléments «hors exploitation récurrente» présentés par la cible dans le BFR (Besoin en Fond de Roulement) ; là encore, les retraitements proposés sont présentés dans un tableau clair et explicite.
- **Comprendre la relation entre la valeur de l'actif économique et la valeur de l'actif net :** La valeur de l'entreprise correspond à la valeur de marché de l'outil industriel et commercial. Elle est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière si l'entreprise est cotée) et de la valeur de marché de l'endettement net.

¹ Le cut off est un principe de comptabilité qui a pour objectif de déterminer la fin et le début d'un exercice comptable. Il permet ainsi de séparer les différents exercices comptables d'une entreprise afin de bien les différencier.

Du coup, il est important pour le client de comprendre:

⇒ Si le fonds de roulement est suffisant car si le fonds de roulement est suffisant, l'entreprise pourra faire face à ses échéances au fur et à mesure de leur arrivée. Elle pourra quitter ses dettes à court terme en trouvant chaque fois les liquidités nécessaires. Il y a cependant un problème de niveau nécessaire de fonds de roulement. Celui-ci doit donc offrir une certaine marge de sécurité.

⇒ Quelle est le montant de la dette nette qu'il va acquérir?

- **Mieux informer lors des négociations** : Les principales conclusions de cet audit serviront les acheteurs et les vendeurs puisqu'il ne concerne pas uniquement les éléments effectuant le modèle d'évaluation et le prix global, mais permet également à l'acquéreur d'être dans une position beaucoup plus confortable lors de la conclusion des négociations sur les prix en identifiant les ajustements de prix d'achat et autres besoins de protection tels que les indemnités et garanties.

Section 2 : Les méthodes de valorisation de l'entreprise

La détermination de la valeur de la cible est une tâche laborieuse, principalement parce que chaque affaire est unique, et il est difficile de placer la valeur de la cible dans une figure simple.

« Evaluer tout ou partie d'une entreprise consister à déterminer le prix le plus probable auquel une transaction pourrait dans des conditions normales de marché ». ¹

Plusieurs techniques d'évaluation ont été recensées, la plupart d'entre elles sont des variantes proches les unes des autres, certaines ne sont pertinentes que dans des contextes particuliers, d'autres sont aujourd'hui obsolètes, d'autres encore sont très complexes et difficiles à mettre à œuvre.

En conclusion, Il n'existe aucune technique d'évaluation parfaite. Souvent, plusieurs méthodes sont utilisées et un prix médian est trouvé.

Nous ne présenterons dans ce mémoire que les approches suivantes :

¹ phillippe de la Chappelle, L'évaluation des entreprises, Economica ; 2002.

Les trois grandes démarches : approche patrimoniale, approche comparative et approche par les flux (approche financière).

2.1.L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale s'appuie sur le présent de l'entreprise. Elle repose principalement sur le bilan, image patrimoniale de l'entreprise à un instant t . Cela veut dire que suivant cette optique, l'entreprise vaut ce qu'elle possède.

Toutefois, les méthodes utilisées par cette approche sont les suivantes :

2.1.1. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé «ANCC»

C'est une méthode simple qui se base sur la méthode comptable. Elle consiste à étudier systématiquement la valeur des actifs et passifs inscrits au bilan d'une entreprise (Actif Net Comptable ANC) et de corriger, réévaluer ces valeurs pour déterminer l'Actif Net Comptable corrigé (ANCC).

A. L'ANC

La valeur d'une entreprise doit d'abord pouvoir se retrouver dans la notion d'actif net comme différence entre ce qu'elle a et ce qu'elle doit :

Autrement dit, l'actif net comptable ANC se définit comme la différence entre la valeur de ce que possède l'entreprise et la valeur de ses dettes :

$$\text{ANC} = \text{Actif réel} - \text{Passif exigible}$$

$$\text{ANC} = \text{Capital social} + \text{Réserves} + \text{Report à nouveau} = \text{Capitaux propres.}$$

B. L'ANCC

La valeur de l'entreprise est celle de son patrimoine réévalué (ou corrigé) net des dettes et de la fiscalité latente des retraitements effectués, il convient donc de calculer un Actif Net Comptable Corrigé ou Réévalué (ANCC ou ANR).

« Dans cette méthode il s'agit principalement de retraiter les actifs et les dettes de la société pour les ramener le plus près possible de leur valeur réelle et ainsi dégager par soustraction la valeur de l'entreprise à un instant t .»¹.

Toutefois, Les étapes du retraitement sont :

⇒ choisir le bilan le plus proche de la date d'évaluation ;

⇒ ajuster le bilan pour tous les éléments manquants (mise à jour) ;

¹ Cours : Méthodes d'évaluation d'entreprise, élaboré par Mr N.Azouani, professeur du module: diagnostic et évaluation d'entreprise à l'Ecole Supérieure de Commerce ; P. 20.

- ⇒ retraiter tous les actifs corporels et incorporels pour leur valeur de marché (VM) ;
- ⇒ ajuster toutes les dettes à leur valeur de marché ;
- ⇒ déduire de la VM totale des actifs la VM de toutes les dettes pour obtenir la VM des fonds propres (cash et contrôle) ;
- ⇒ tester la vraisemblance des valeurs obtenues ;
- ⇒ appliquer des décotes éventuelles.

La démarche appropriée à cette méthode est donc la suivante :

- ⇒ Déterminer la valeur réelle de chaque bien de l'entreprise;
- ⇒ Calculer l'actif net comptable corrigé comme suit:

Actif net comptable corrigé = Actif net comptable + Retraitements actifs et passifs + Incidence fiscale sur l'ANC des retraitements (positive ou négative) «fiscalité latente comprise »

Cette méthode «demeure une bonne référence pour de nombreux experts et les oblige à recenser et dénombrer les éléments de patrimoine de l'entreprise: biens, droits et obligation»¹.

2.1.2. La méthode du goodwill

Cette méthode permet de parer à certaines lacunes de l'ANCC.

Le goodwill (GW) est défini comme l'excédent de la valeur globale d'une entreprise à une date donnée. Cet excédent est mesuré par rapport à la juste valeur attribuée aux éléments identifiés de l'actif à cette même date. Cet excédent de valeur est un actif incorporel ou produit immatériel provenant de la compétence, de la culture propre, de la réputation, du fond de clientèle d'une entreprise, ingénierie et R&D, des brevets, licences, marques, bonne gestion des ressources, etc.... .

Il faut noter que lorsque l'entreprise n'est pas suffisamment performante et qu'elle accumule les erreurs et les défaillances, nous obtenons un badwill qui témoigne d'une insuffisance de rentabilité de l'entreprise.

Selon la méthode patrimoniale :

La valeur de l'entreprise = ANCC + Goodwill

¹ Claude-Annie Duplat; Évaluer votre entreprise; Éd. Vuibert; Septembre 2007 ; P. 87.

A. La méthode intégrant le goodwill

Le fondement des méthodes d'évaluation du goodwill est la notion de rentabilité des actifs d'exploitation investis dans l'entreprise. La différence entre le bénéfice prévu (B) et la rentabilité normale des actifs d'exploitation (rA) représente le surprofit (GW ou rente de goodwill).

$$GW = B - r \cdot A \left(\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right)$$

« Le calcul se fait sur des hypothèses ou des prévisions, on ne prend donc que les éléments d'exploitations (des éléments réguliers) et tout ce qui est exceptionnel n'est pas pris en considérations c'est pour cela qu'on remplace souvent le bénéfice par le Résultat d'exploitation.»¹

Cependant :

- **B** = Bénéfice prévu associé à l'ANCC ou RE ;
- **A** = Actifs nécessaires à l'exploitation = ANCC hors éléments incorporels mal évalués ;
- **r** = taux de rémunération de l'actif considéré comme normal = Cout des capitaux propres

Le modèle du MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers) ou CAPM (Capital Asset Pricing Model) est le plus réputé et le plus fiable pour exprimer r ² (**Ke** ou **Re** aussi).

Exprimée de manière littérale, il est égal au taux de l'argent sans risque ($\beta = 0$) majoré d'une prime de risque liée au risque spécifique. Elle s'écrit sous la forme :

$$Re = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf)$$

- **Rm**: Rentabilité de marché de tous les actifs.
- **Rf**: Rentabilité à risque nul conférée aux obligations d'état notée AAA par les agences de crédit.

¹ La manipulation comptable est limitée avec le RE car après ce dernier tout les résultats ne sont pas spéculatifs, d'ailleurs c'est cette manipulation qui n'était pas autrefois limitée qui est derrière le scandale financier d'ENRON, en effet plus on augmente artificiellement la partie produit ce qui implique l'augmentation du chiffre d'affaires, plus les impôts augmentent et ce dans le but d'attirer les investisseurs et payer les actions à des prix élevés (réévaluer l'action à une valeur maximum).

² Le r correspond aussi au taux d'un placement sans risque (Bons de trésor par exemple) augmentée de la prime de risque.

- **(Rm- Rf)**: C'est la prime de risque d'un marché. En zone Euro, sa valeur oscille entre 3% et 6%¹.
- **β** : Coefficient de sensibilité du risque, il mesure la sensibilité de la rentabilité d'une action par rapport à celle de la rentabilité du marché.

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_m, R_f)}{\text{Var}(R_m)}$$

- **t (ou ko)** = taux d'actualisation = CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital).

Selon Vernimmen, ce taux représente « le taux de rentabilité minimum que doit dégager l'actif économique de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité des actionnaires (coût des fonds propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (coût de la dette) ».

Il correspond à la moyenne pondérée des ressources utilisées par la société :

$$\text{CMPC} = C_e \cdot \left(\frac{E}{E+D}\right) + C_d (1-t) \cdot \left(\frac{E}{E+D}\right)$$

- **Ce (Re)** : Coût des fonds propres ou rentabilité des capitaux investis.
- **Cd (Rd)** : Coût de la dette financière à long terme.
- **(1- t)** : avec (t= taux d'imposition), c'est l'économie d'impôts liée aux charges d'intérêts.
- $\frac{D}{D+E}$: Part de la dette dans le financement global et $\frac{E}{D+E}$: Celle des capitaux.
- **A** = Actifs nécessaires à l'exploitation= ANCC hors éléments incorporels mal évalués.
- **n** = Durée de la rente.

En règle générale, il faut déterminer la durée de la période pendant laquelle l'entreprise bénéficiera d'un avantage compétitif suffisant pour lui permettre de dégager un surprofit.

En pratique, la durée ne dépasse pas 5 car au-delà de 5 ans, la prévision de la rente est trop incertaine.

NB : Toutes ces indications citées ci-dessous pour le calcul du GW sont valables pour les formules citées dans ce mémoire.

¹ www.vernimmen.net, consulté le 25/03/2016 à 17h15.

B. Le Goodwill par la méthode Indirecte (méthode des praticiens)

La méthode dite « des praticiens » ou « méthode indirecte » détermine le goodwill après avoir défini la valeur globale de l'entreprise.

On sait que :
$$VE = ANCC + GW$$

Ceci implique que :
$$GW = VE - ANCC$$

Dans l'absolu, on ne connaît pas la VE et on l'estime par la moyenne arithmétique de la valeur de rendement¹ et l'ANCC, qu'on obtient en capitalisant le résultat d'exploitation hors charges financières et la valeur de l'ANCC:

Donc :
$$VE = \frac{Vr + ANCC}{2}$$

Sachant que :
$$VE = ANCC + GW \implies GW = \frac{Vr - ANCC}{2}$$

Avec :
$$VR = RE * \left(\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right)$$

Et comme la pérennité est l'objectif de chaque entreprise, quand $n \implies \infty$, on aura : $Vr = RE/t$ (où t est le **taux actuariel ou taux de rendement exigé** ou **taux de capitalisation**)

D'où :
$$VE = \frac{\left(\frac{RE}{t} + ANCC \right)}{2} \quad (n \implies \infty)$$

C. La méthode Directe ou Méthode Anglo-Saxonne

La rente de goodwill ou surprofit est calculée de la manière suivante :

$$GW = (B - A.r) * \left(\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right)$$

Quand $n \implies \infty$:
$$GW = \frac{(B - r.A)}{t} \quad \text{ou} \quad GW = \frac{GW = (RE - rANCC)}{t}$$

Donc :
$$VE = ANCC + \left(RE - \frac{r.ANCC}{t} \right)$$

¹ La valeur de rendement d'une part sociale représente sa capacité à générer du résultat. Elle représente ainsi la capitalisation du résultat à un taux donné.

D. La méthode abrégée du goodwill

L'actif économique (net des éléments incorporels) que l'on retient dans le calcul du sur profit est généralement l'ANCC. Mais, il existe trois autres versions qui prennent en compte:

- La Valeur substantielle brute (VSB) ;
- Valeur de Liquidation ou valeur Liquidative (VL) ;
- Les Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

2.1.3. Intérêts et limites de l'approche patrimoniale

Cette approche présente l'avantage d'être une technique de première approche basée sur un concept théorique simple par lequel elle permet de réaliser un inventaire des actifs et des passifs du bilan et du hors bilan de l'entreprise qui peut parfois réserver de vraies surprises (appréciation ou dépréciation des postes de bilan).

Cependant, ses principales limites résident dans son caractère statique et tournée vers le passé et le fait de ne pas prendre en compte certains facteurs essentiels (hommes, organisation, savoir-faire, notoriété...) ni certains actifs intangibles non inscrits au bilan (image de marque...), notamment dans le cas d'une fusion-acquisition: elle est fondée sur la photographie qu'est le bilan d'une entreprise sans tenir compte des performances de son activité. L'approche patrimoniale présente ainsi moins d'intérêt pour un repreneur éventuel puisqu'elle fait abstraction sur la rentabilité de l'entreprise et de ses perspectives alors que l'acquéreur est intéressé avant tout à l'avenir et aux résultats futurs de la cible.

En résumé, à l'exception des très petites entreprises (TPE) ou petites et moyennes entreprises (PME) à caractère immobilier, des holdings, des institutions financières ou des sociétés « coquilles »¹, l'intérêt de cette approche est très limité.

¹ Société coquille : société qui n'a plus d'activité et dont le bilan se résume à un montant significatif de trésorerie à l'actif et à des fonds propres équivalents au passif.

2.2. L'approche comparative

Elle permet de déterminer la valeur d'une entreprise en la comparant à d'autres entreprises similaires cotées en bourse et dont on connaît déjà les éléments de valorisation. Cette approche s'adresse plutôt à des entreprises de taille importante ou cotées sur les marchés boursiers.

2.2.1. Les multiples boursiers

A. Price Earning Ratio (PER)

Il s'agit sans doute du ratio le plus utilisé. Il correspond au rapport cours bénéfice d'une société. Formulé également sous la forme $\frac{P}{E}$, c'est le rapport du cours d'une action sur le bénéfice net par action (BPA), soit :

$$PER = \frac{\text{Cours de l'action}}{BPA}; \quad \text{Avec : } BPA = \frac{\text{résultat net}}{\text{nombre d'actions}}$$

Le résultat net est déterminé sur la base des profits des douze derniers mois, et le cours retenu est le dernier cours connu ou, à défaut, le cours moyen sur le dernier mois.

Il suffira par la suite de déterminer un PER moyen constitué des PER des entreprises comparables « peer group », et le multiplier ensuite par le BPA, soit :

$$\text{Valeur de l'action} = PER \text{ moyen} \times BPA$$

Et en multipliant les deux côtés de l'équation par le nombre d'action, on obtiendra alors :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{capitalisation boursière} = PER \text{ moyen} \times \text{résultat net}$$

Cependant, si sa simplicité d'élaboration favorise sa fréquence d'utilisation, cet indice ne peut prétendre à lui seul fournir une juste valorisation d'une société. Une utilisation exhaustive de cet indice comme critère d'investissement reviendrait à considérer que le bénéfice reste constant dans le temps ce qui est une absurdité dans un environnement économique en perpétuel évolution. Le PER varie dans les faits d'une année sur l'autre. En revanche, sa simplicité lui procure une efficacité certaine en lui permettant de comparer rapidement des sociétés aux profils similaires. Il occupe ainsi une place importante dans la procédure d'évaluation de sociétés.

B. Price Earning to Growth (PEG)

Le ratio PEG (pour "Price / Earnings to Growth") permet de déterminer la relation qu'il existe entre le prix d'une action, le bénéfice par action (BPA) et la croissance attendue des bénéfices d'une entreprise cotée en bourse.

Il est supposé qu'en divisant le PER par le taux de croissance des bénéfices, le résultat facilite la comparaison d'une entreprise avec son taux de croissance et permet de voir si une action est sous-évaluée ou surévaluée. $PEG = PER/g$, le résultat exprime ce que coûte le prix d'une action par rapport à ses performances bénéficiaires.

Ainsi la valeur de l'entreprise est égale à : $V = PEG \text{ société} \times g \times BPA \text{ société}$

Dans les faits, une société correctement valorisée (qui est à son cours "juste") aura un PEG égal à 1 et que pour trouver le bon placement, il conviendra de choisir les entreprises disposant d'un PEG inférieur à 1 ce qui caractérisera une sous-évaluation de l'action.

C. Le PER relatif

Il sert à mesurer la cherté d'une valeur par rapport au marché. Son calcul est simple :

$$PER \text{ relatif} = PER \text{ société} / PER \text{ marché}$$

Ainsi la valeur de l'entreprise est égale à :

$$V = PER \text{ relatif} \times PER \text{ marché} \times BPA \text{ société}$$

Un PER relatif inférieur à 1 peut donc être une opportunité d'achat. Il conviendra toutefois de savoir pourquoi la valeur s'écarte tant du secteur dans lequel elle évolue.

2.2.2. Les multiples opérationnels

Il existe un certain nombre de ratios utilisés par les investisseurs et les professionnels de la finance qui permettent d'affiner les valorisations finales de sociétés qui sont particulièrement utilisés pour valoriser les entreprises moyennes et celles qui ne sont pas cotées en bourse.

Parmi les facteurs opérationnels nous citerons :

- Le CA.
- L'EBIT (Earning Before Interest and taxes qui correspond au Résultat d'exploitation).
- L'EBITDA.
- Les FCF (Free Cash Flow).

Le principe est toujours le même : à partir d'un « peer group », les analystes tirent des ratios moyens qui permettent d'évaluer une société comparable au « peer group ». Ces ratios les plus courants sont alors les suivants :

$$VGE / CA, VGE / EBIT, VGE / EBITDA, VGE / FCF$$

- **VGE** : Valeur Globale de l'Entreprise = Fonds propres + dettes

Ainsi la valeur de l'entreprise en devient :

$$V = \text{multiple operationnel} \times \text{inducteur de valeur (CA,EBIT...)} \text{ société} - \text{dettes financières Société}$$

2.2.3. Intérêts et limites de l'approche comparative :

Les méthodes des comparables ou des multiples sont les plus utilisées dans les pays développés, notamment en matière de comparaison boursière où le PER est facile à obtenir.

Ces méthodes sont simples, rapides et considérées comme les plus appropriées dans un contexte d'acquisition d'entreprise dans la mesure où elles s'intéressent davantage au rendement et à la rentabilité de la société et considère invariablement tous les indicateurs de performance ; boursiers, opérationnels ou de transactions. De plus, ces méthodes représentent une approche dynamique et nous mène à des résultats réels et à court terme car il est souvent facile d'obtenir des chiffres récents (de la dernière situation mensuelle ou trimestrielle). Dans tous les cas, la pertinence de la valorisation dépendra de la qualité des critères retenus.

En revanche cette approche a une limite importante qui tient au fait qu'elle est assez délicate à mettre en œuvre. Il faudra bien choisir son échantillon et procéder à une analyse poussée. C'est pourquoi, son application est délicate pour les PME non cotées, dans la mesure où il est plus difficile d'obtenir des informations financières poussées sur des entreprises comparables.

En Algérie, la plupart de ces méthodes ne sont pas applicables pour des raisons diverses parmi lesquelles nous pouvons citer :

- ⇒ L'absence d'un marché boursier et d'informations publiques sur des transactions récentes et sur les bénéfices des sociétés ;
- ⇒ La faible fréquence de transactions entre entreprises permettant de recourir aux méthodes comparatives ;
- ⇒ La qualité des états financiers des entreprises présentés à l'évaluateur qui oblige celui-ci à recourir à des retraitements poussés pour avoir des données pertinentes et surtout utilisables.

2.3. Approche par les flux (ou approche financière ou de rendement)

Cette approche s'intéresse à la capacité de l'entreprise à générer des résultats étant donné que sa philosophie repose sur l'idée selon laquelle l'acquéreur n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais au contraire les flux futurs. Toutefois, les flux retenus diffèrent selon les méthodes :

2.3.1. La méthode DCF (Discounted cash flow)

C'est la méthode la plus utilisée de nos jours par les évaluateurs, notamment dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions. Financièrement, elle traduit qu'un actif «vaut ce qu'il rapporte». Les flux de trésorerie disponibles sont « des flux de trésorerie résiduels générés par les actifs opérationnels et qui reviennent à l'entreprise après qu'elle eut payé tous ses engagements opérationnels, financiers et fiscaux nécessaires à son activité et à sa croissance »¹.

« Les flux de trésorerie sont constitués des liquidités générées par l'activité d'exploitation de l'entreprise. Ils sont positifs si de l'argent entre en caisse ou en banque au cours de l'exercice, et négatifs dans le cas contraire. »²

D'ailleurs la valeur actuelle nette qui est égale à la somme des cash-flows actualisés réduit du montant d'investissement constitue un critère de choix pour les projets d'investissement. Les projets d'investissement retenus sont ceux dont la VAN est positive.

L'évaluation suivant la méthode DCF se fait en 4 étapes :

- **Etape 1 : La modélisation des flux de trésorerie attendus :** (Free Cash Flows ou NOPAT : Net operating profit after taxes) : Il s'agit de construire un tableau des flux prévisionnels sur 5 à 8 ans, à partir du résultat d'exploitation + amortissements et provisions +/- variation du BFR – dépenses d'investissement – impôt sur les sociétés.

Ce calcul ne retient que la trésorerie générée par l'activité de l'entreprise, il exclut celle résultant d'opérations financières et d'opérations exceptionnelles.

L'impôt sur les sociétés est théorique. Il ne tient pas compte du résultat financier et du résultat exceptionnel de l'entreprise ni des retraitements (réintégrations et déductions) imposés par la législation fiscale.

¹ Mohamed Gouali , Op cit , P. 164.

² Claude-Annie DUPLAT ; « Évaluez votre entreprise », Ed. Vuibert; 2007 , P. 138.

Il est également tenu compte de l'évolution du BFR. En effet, son accroissement traduit une diminution des liquidités et sa baisse représente une augmentation des liquidités.

Les dotations aux amortissements et aux provisions sont ajoutées parce qu'elles ne font pas l'objet d'un décaissement.

Enfin, les investissements à réaliser vont se traduire par des décaissements.

- **Etape 2 : L'estimation du taux d'actualisation ou coût moyen pondéré du capital «CMPC» :** (ou WACC : weighted average cost of capital) ;
- **Etape 3 : L'estimation de la valeur terminale :** Elle peut s'appréhender de 2 manières. La première consiste à déterminer une rente perpétuelle à partir d'un flux de trésorerie normalisé, la seconde à appliquer un multiple aux résultats prévus la dernière année de l'horizon prévisionnel.
- **Etape 4 : Déterminer la valeur de l'entreprise :** Il s'agit donc de la somme des cash flows actualisés et de la valeur terminale actualisée.

Nous notons en ce qui concerne l'évaluation des « Start-up » et projets qu'à défaut de références comptables passées et sans aucune possibilité de comparaisons, seule la méthode des DCF est véritablement applicable. Il conviendra néanmoins d'être prudents et réalistes sur les prévisions de croissance et de cash-flows futurs.

➤ **Intérêts de la méthode DCF**

- ⇒ Elle permet la valorisation des flux de trésorerie Disponibles (FTD) des années à venir, ce qui donne la valeur vraie ou intrinsèque de l'entreprise. Cependant, elle nécessite des prévisions exactes des flux de trésorerie futurs et des taux d'actualisation avec lesquels elle obtient l'opinion du marché ;
- ⇒ Elle reflète mieux le contexte opérationnel de l'entreprise et la logique d'investissement ;
- ⇒ Elle permet d'effectuer des comparaisons avec des projets internes pour réaliser un même résultat ;
- ⇒ Elle donne sens à la théorie de l'efficacité en précisant la relation qui existe entre le risque et la rentabilité ;
- ⇒ Elle intègre différents enseignements, notamment: La viabilité de l'entreprise et Les besoins de l'entreprise (investissements, BFR).

➤ **Limites de la méthode DCF**

- ⇒ Elle est lourde dans son application ;
- ⇒ La structure juridique n'est pas prise en compte ;
- ⇒ Elle nécessite d'avoir recours à des prévisions longues et fiables ;
- ⇒ Les hypothèses sur les variables sont incertaines, si l'on ne recourt pas à des simulations ;
- ⇒ Sensible au CMPC et à la valeur terminale qui représente une part importante de la valeur totale.

2.3.2. Les modèles d'actualisation des dividendes (DDM: Dividend Discount Models)

Un investisseur qui achète une action en attend des dividendes futurs ou un prix de revente supérieur à celui qu'il a payé.

Le modèle générale prend en considération les dividendes futurs D pendant n années ainsi que la valeur de revente de l'action V_n à l'échéance de cette période de prévision.

Les flux considérés ne revenant qu'aux actionnaires, l'actualisation doit se faire au cout des capitaux propres r de la société évaluée ;

La valeur du titre est alors égale à :
$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

A. Le modèle d'Irving Fisher

Par ce modèle, on procède à la suppression de la valeur terminale et on arrive à conclure que comme l'entreprise cherche sa pérennité, il faut qu'il y'ait une certaine stabilité dans la distribution des dividendes pour ne pas affoler les marchés et maintenir le cours de l'action ou l'augmenter.

Ce modèle repose donc sur l'hypothèse d'un dividende constant est versé pendant unepériode illimitée, soit une stagnation du dernier dividende versé à l'infini comme si les actionnaires percevaient une rente perpétuelle, ce qui mathématiquement revient à écrire la formule simplifiée suivante :

$$V = \frac{D}{Ke}$$

Il convient de signaler que le taux d'actualisation retenu est en général le taux de rendement du marché boursier.

B. Le modèle de Gordon & Shapiro

La présentation d'Ivring Fisher s'avère peu opérationnelle, il est en effet difficile en pratique d'évaluer l'évolution future des dividendes anticipés.

Gordon & Shapiro ont alors essayé d'améliorer le modèle avec une autre hypothèse qui fait augmenter les dividendes en appliquant un coefficient de croissance g 'rate of growth' c'est-à-dire : Les dividendes ont une croissance stable à un taux g annuellement.

Il ressort :

$$V = \frac{D}{ke - g}$$

Sous réserve que $ke < g$ (sinon le modèle est inopérant) ; Le taux de croissance anticipée des dividendes ' g ' dépend à la fois du taux de rentabilité future des fonds propres ' ke ' et un taux de distribution ' d '.

Le principal reproche que l'on peut faire à ce modèle c'est que le taux de croissance des dividendes ne peut être indéfiniment supérieur au taux de croissance de l'économie en général et au taux de croissance du secteur d'activité.

2.3.3. Les autres modèles

Il existe d'autres modèles dont les deux plus connus sont :

- Le modèle de Bates ;
- Le modèle de Molodovski.

A. Le modèle de Bates

Le modèle de Bates complète celui de Gordon Shapiro pour le rendre plus réaliste. En effet, celui-ci retient un horizon fini (de 3 à 5 ans) pour l'actualisation des dividendes perçus.

En outre, il donne une relation entre le PER à la date 0 et le PER à la date n , en introduisant l'hypothèse d'un taux de croissance des dividendes constant (g) et d'un taux de distribution (pay-out ratio) constant (d).

La formule simplifiée de Bates peut s'inscrire ainsi¹ :

$$PER_0 = \frac{d(1+g)}{g-a}(K^n - 1) + PER_n \cdot K_n \quad \text{Tel que :} \quad K = \left(\frac{1+g}{1+a}\right);$$

- a : le rendement espéré ;
- g : le taux de croissance des dividendes ;

¹ P.GENESSE et P.TOPICALIAN ; « *Ingénierie financière* » ; Éd. Economica ; Paris ; 1999 ; P. 78.

- **n** : la durée pendant laquelle le maintien d'un certain niveau de croissance est prévu ;
- **d** : le taux de distribution des bénéfices supposé constant ;
- **PER_n**: le PER de sortie en fin de période de détention du titre.

B. Le modèle de Molodovski

Très proche du modèle de Bates, le modèle de Molodovsky se distingue de ce dernier dans la mesure où la croissance des bénéfices nets par action et des dividendes nets par action n'est plus constante ni perpétuelle. En effet, le modèle propose de diviser l'avenir d'une société en trois périodes caractérisées par des rythmes de croissance différents :

- ⇒ La première correspond à une phase de croissance rapide et stable ;
- ⇒ La deuxième à une phase de maturité caractérisée par une décélération linéaire de taux de croissance,
- ⇒ La troisième à une phase de relative stagnation avec un taux de croissance résiduel perpétuel (phase prolongée jusqu'à l'infini de croissance nulle).

Ce modèle va actualiser les dividendes qui suivent ces trois phases de croissance successives.

Enfin nous constatons qu'il existe un grand nombre de méthodes proposées par les théoriciens et praticiens s'appuyant chacune sur des facteurs subjectifs et stratégiques. C'est pourquoi dans la pratique, une bonne évaluation d'entreprise repose sur l'emploi de plusieurs méthodes différentes afin d'obtenir un ordre de prix. En définitive, la valorisation d'une société est une délicate alchimie dans laquelle intervient des ingrédients fixes, mais aussi des critères variables et donc de la créativité. On ne peut définir qu'une ligne directrice des méthodes de valorisation mais en aucun cas être exhaustif. Les professionnels procèdent au cas par cas, en personnalisant les critères et les hypothèses retenues à partir des spécificités de la société à évaluer.

Nous notons qu'en plus des méthodes citées ci-dessus, plus récemment, la théorie des options a été adaptée pour pallier à certaines insuffisances et qui stipule que la valeur de l'entreprise repose sur les flux et les décisions futurs des dirigeants. Ainsi la flexibilité relative à la prise de décision serait valorisée. L'entreprise vaut donc ce qu'elle va rapporter en sus des options qu'elle offre.

Nous citerons également deux autres approches considérées comme dérivés de l'approche par les flux, à savoir: le management par la valeur qui mesure la performance de

l'entreprise en mettant en évidence les sources de création de valeur et juge de pertinence des décisions stratégiques prises par les dirigeants et la valorisation dans le cadre des opérations LBO (leveraged buy out) dans laquelle on trouve la méthode de l'APV (Adjusted Present Value) ou le modèle de la valeur actuelle ajustée qui est très proche de la méthode DCF, la principale différence réside dans le fait de valoriser séparément l'avantage fiscal.

Maintenant, que les zones d'ombres concernant l'audit d'acquisition financier sont levées, nous allons dans cette prochaine section examiner le déroulement d'une mission de due diligence financière.

Section 3 : La conduite d'une mission de due diligence financière

Nous allons, dans cette section, exposer le cadre général d'une mission de due diligence financière et de son déroulement. Nous étudierons les différentes phases composant la mission, puisqu'à notre sens cette dernière ne peut être efficace que si elle est bien conduite.

Le processus de déroulement d'une mission de due diligence financière est généralement le même pour toutes opérations de due diligence financière menée par un cabinet d'audit, toutefois les spécificités de chaque entreprise cible et du secteur d'activité seront à prendre en considération.

Ainsi, cette mission comporte d'abord l'acceptation de la mission, puis dans un deuxième temps, la planification de cette dernière, ensuite, viennent les travaux d'investigation pour enfin parvenir aux conclusions de la mission.

3.1. Acceptation de la mission et prise de connaissance de la cible

Tout auditeur doit apprécier la possibilité d'effectuer sa mission, qu'il aura les moyens de la réaliser dans des conditions satisfaisantes avant d'accepter la mission. Lorsqu'il accepte la mission, le bureau d'audit doit veiller à ce que celle-ci ne crée pas de conflit d'intérêt vis-à-vis de sa clientèle et ne porte pas atteinte aux règles d'indépendance régissant le comportement des professionnels. Lorsqu'il est nommé pour ce type de mission, l'auditeur devra alors porter une attention particulière aux limites qu'il ne doit pas dépasser, celles-ci devant être clairement portées à la connaissance de son client (acquéreur) dès la phase d'acceptation de la mission.

Il est donc nécessaire de prendre une connaissance globale qui doit permettre d'évaluer et d'apprécier la structure et de mettre en exergue les forces et faiblesses de la cible qui influenceront obligatoirement sur les travaux d'investigation à mettre en œuvre. Pour ce faire, l'auditeur doit recueillir le maximum d'informations qui doit par la suite analyser afin d'identifier les principaux risques et domaines significatifs de l'intervention. La connaissance globale est donc, succincte et limitée à un entretien avec la Direction. L'auditeur rencontrera dès lors la personne qui demande la Due Diligence (acquéreur si c'est une Buy Side Due Diligence ou le vendeur s'il s'agit d'une Vendor Due Diligence). Lors de cette rencontre l'auditeur doit obtenir le maximum d'informations et collecter les éléments nécessaires à la réalisation de sa mission. Après son entretien avec cette personne, l'auditeur devra connaître son objectif, les travaux qu'il compte mener ainsi que le calendrier prévu pour l'opération. Bien sur cette rencontre pourra se renouveler durant toute la durée de la mission. L'auditeur a accès à un certain nombre d'informations financières généralement regroupées au sein d'une « data room »¹. Il peut rencontrer certaines personnes-clés de l'entreprise et avoir éventuellement accès aux auditeurs de la société cible.

Les sources d'information disponibles, sont, en particulier :

- Les textes légaux et réglementaires ;
- Les publications relatives au secteur d'activité (presse professionnelle, journaux économiques et financiers, sites internet, etc.)

Tous les nouveaux mandats doivent être évalués selon certains critères : l'auditeur ne doit pas avoir de doutes sur l'intégrité de la direction et ne doit pas avoir identifié d'indicateurs susceptibles de prouver que le client pourrait avoir commis des fraudes ou des actes illégaux ,il doit s'assurer qu'il n'y a pas de risque de non continuité de l'exploitation, que la direction établit des états financiers qui présentent une image réelle et fidèle et qui sont préparés dans le respect des règles comptables applicables ,qu'il est en conformité avec le code de déontologie et qu'il n'existe aucune incompatibilité, il doit également respecter les règles d'éthique et d'indépendance.

Après avoir collecté les informations disponibles et les avoir analysé, procédé aux différentes vérifications citées dans le paragraphe précédent, le cabinet d'audit doit planifier sa mission.

¹ Les «data rooms» ou salles d'informations sont un site Internet dédié sur lequel des utilisateurs autorisés peuvent accéder à l'ensemble des documents confidentiels d'ordre économique ou juridique relatifs aux différentes «due diligences» exécutées. L'accès à cette salle est strictement réglementé pour ne pas qu'il y ait de fuites d'informations.

3.2. La planification de la mission

La planification de la mission précise comment doit être organisée une mission d'audit d'acquisition financier. Elle implique l'établissement d'une stratégie générale d'audit et l'élaboration d'un plan de mission. Une planification adéquate de la mission est avantageuse pour plusieurs raisons ; elle aide l'auditeur à porter une attention particulière aux aspects importants de l'audit; à identifier et à résoudre les problèmes potentiels en temps opportun puisque l'auditeur va évaluer le seuil de signification qui lui permettra d'écarter de ses diligences les domaines non significatifs c'est-à-dire en ne gardant que ce qui concerne l'aspect financier pour définir sa due diligence financière et lister les documents à se faire communiquer puis les organiser et gérer correctement la mission d'audit de manière à ce qu'elle soit réalisée avec efficacité et efficience.

Elle aide également à choisir, pour constituer l'équipe de mission, des personnes dont les capacités et la compétence sont d'un niveau approprié pour répondre aux risques prévus, et à répartir adéquatement les travaux entre les membres de l'équipe.

Cette étape s'identifie avec l'étape de négociations dans le processus de fusions-acquisitions dans la rédaction de la lettre d'intention.

À l'issue de ces deux phases, l'auditeur peut ainsi mettre en œuvre les travaux d'investigation nécessaires.

3.3.Travaux d'investigation

La due diligence financière se focalisera dans un premier temps sur la vérification et l'analyse des éléments comptables (bilan, compte de résultat,...).

Les auditeurs vérifieront des postes clés comme les capitaux propres, le résultat net, le résultat d'exploitation qui sont des critères entrant en jeu dans la valorisation de la société quelle que soit la méthode utilisée pour l'évaluation.

Il est évidemment impossible de donner la liste complète des éléments à vérifier en raison de la diversité des risques et des situations rencontrées. Néanmoins, voici quelques vérifications jugées récurrentes et significatives.

3.3.1. Vérifier le fondement de la comptabilité de l'entreprise

L'auditeur doit commenter la base d'établissement des comptes de gestion et discuter des contrôles clés effectués au cours de ce processus. Si l'audit fait apparaître un écart sur l'un de ces postes par rapport à ce qui a été retenu dans le protocole d'accord, il y aura

indéniablement un impact sur la valorisation de la cible. Les auditeurs vont vérifier les méthodes de comptabilité utilisées par la cible et leur adéquation avec les normes nationales ou/et internationales. Lorsque la société cible a un commissaire aux comptes, l'auditeur doit ainsi demander ses rapports (général et spécial) et vérifier si les comptes annuels sont certifiés. Il doit également prendre connaissance de tout rapport d'auditeur interne ou externe pouvant exister qui lui permette de réduire d'autant ses propres contrôles. Sinon, il lui faut consacrer suffisamment de temps à ce contrôle des comptes annuels.

3.3.2. L'analyse des comptes de bilan

L'analyse des comptes de bilan doit être centrée sur les comptes identifiés comme significatifs ou présentant des risques lors de la phase de planification de la mission.

3.3.2.1. Les contrôles effectués sur les actifs

A. Immobilisations incorporelles, corporelles et financières

Les immobilisations ont une incidence sur les autres comptes du bilan et compte de résultat à savoir les amortissements et les dotations, les produits de cession et les valeurs nettes comptables. La vérification des immobilisations est donc primordiale, puisqu'elles traduisent le patrimoine qui reste le plus longtemps dans l'entreprise.

Les travaux de l'auditeur relatifs aux immobilisations comportent généralement :

- ⇒ La vérification des justificatifs attestant la propriété des biens immobilisés (rapprochement entre les données comptables et les inventaires physiques réalisés par la cible) ;
- ⇒ L'analyse et le commentaire sur les "Capital Expenditure" dépenses d'investissement, les frais de recherche et les coûts de développement durant la période traitée ;
- ⇒ Le rapprochement des totaux obtenus le rapprochement du fichier des immobilisations à la comptabilité. ;
- ⇒ Le recalcule les amortissements et les rapprocher à la comptabilité tout en vérifiant la cohérence des taux d'amortissements appliqués par rapport aux exigences règlementaires;
- ⇒ La vérification sur les fiches de comptage si des immobilisations ont subi des dommages nécessitant la comptabilisation de pertes de valeur ;
- ⇒ La revue de l'évolution des immobilisations et établir un comparatif avec l'exercice précédent par les immobilisations financières ;
- ⇒ L'obtention d'explications sur les évolutions les plus significatives.

B. Stocks et en cours

L'analyse des stocks est probablement l'un des éléments les plus complexes à examiner à la fois en raison d'un contrôle de gestion limité dans certaines entités ayant un niveau élevé d'encours et/ou de produits finis et de la non-participation aux travaux d'inventaire. Le repreneur s'attachera, par ailleurs, à vérifier l'état des stocks afin de s'assurer qu'ils ne sont pas invendables ce qui l'obligerait à les provisionner par la suite, le risque est l'omission ou l'insuffisance d'une provision pour dépréciation ou une majoration de la valeur brute qui vient augmenter le résultat de façon injustifiée.

Généralement, les travaux des auditeurs sont réalisées d'assurer un niveau de confort satisfaisant consistent en :

- ⇒ La recherche d'éventuels actifs surévalués ou fictifs (stocks obsolètes ou à rotation lente) et vérifier si les stocks vétustes font l'objet d'une perte de valeur et si la réalisation de l'inventaire physique fait apparaître un stock endommagé, vérifier la constitution d'une perte de valeur sur ce dernier (faire le point avec l'équipe ayant assisté à l'inventaire physique). Par exemple, l'existence d'un stock de pièces de rechange important et non valorisé peut constituer un argument de vente déterminant ;
- ⇒ La classification des stocks par catégorie et s'assurer de la cohérence des délais de rotation avec les données du secteur ;
- ⇒ L'obtention ou l'établissement d'un état récapitulatif des stocks et en-cours (valeurs brutes et provisions), par catégorie et par site, en comparaison avec l'année précédente et s'assurer de la concordance avec les états financiers des totaux ressortant de cet état ;
- ⇒ La vérification de l'état des stocks afin de s'assurer qu'ils ne sont pas invendables ce qui l'obligerait à les provisionner par la suite ; le risque est l'omission ou l'insuffisance d'une provision pour dépréciation ou une majoration de la valeur brute qui vient augmenter le résultat de façon injustifiée ;
- ⇒ L'examen de l'évolution du taux moyen de provision, globalement, puis par catégorie de stock ;
- ⇒ La compréhension de la méthode d'évaluation des stocks semi finis et produits finis, récupération des états y afférent et le rapprochement à la comptabilité ;
- ⇒ L'obtention des explications nécessaires sur les évolutions les plus significatives et sur les fortes variations de stock non corroborées par les volumes.

Il faut également être attentif aux stocks concernant une activité qui ne serait pas poursuivie par le repreneur et qui sont de, ce fait, à exclure pour non-valeur.

C. Créances clients

Généralement, les travaux des auditeurs consistent en :

- ⇒ La vérification de la bonne évaluation des comptes clients à la date de la situation. Cette tâche sera assurée par le biais de l'analyse de la balance par âge des créances, l'analyse de la liste des impayés clients (effets impayés, chèques impayés), l'analyse des litiges avec les clients s'ils existent et l'analyse des ratios de rotation des clients (calcul du DSO (Days Sales Outstanding)) et de la concentration des ventes ;
- ⇒ La prise de connaissance de la politique de la cible en matière de provisionnement des créances clients, et le jugement de l'adéquation de cette politique avec les risques de non recouvrement encourus ;
- ⇒ La détermination, le cas échéant, de la provision complémentaire qu'il y aurait lieu de constater sur les créances clients ;
- ⇒ Les travaux sur les autres comptes d'actifs courants, couvriront principalement les actifs significatifs, et comprendront principalement l'évaluation des dits actifs, à la date auditée et la détermination de toutes provisions éventuelles pour dépréciation desdits actifs.

D. Comptes financiers

Concernant les valeurs mobilières de placement et les disponibilités, l'auditeur devra être en possession des relevés de titres et des relevés bancaires, afin de s'assurer de l'authenticité des actifs financiers. Il devra également se faire confirmer auprès des établissements financiers les éventuels engagements auxquels la société est soumise.

Après avoir présenté les contrôles effectués par l'auditeur sur les actifs du bilan, passons désormais, à ceux relatifs aux passifs.

3.3.2.2. Les contrôles effectués sur les passifs

Les travaux des auditeurs ont pour objectif la recherche de passifs non enregistrés ou de risques non provisionnés ou provisionnés de manière insuffisante.

A. Les provisions pour risques et charges

Dans le cadre d'une reprise d'entreprise, les provisions pour risques et charges constituent le poste le plus important après les créances clients et les clients douteux et

litigieux. Les travaux comporteront principalement l'estimation, à travers des entretiens avec le management, de toute provision pour risques et charges éventuelles que la société n'aurait pas comptabilisée. L'auditeur examinera les écarts de change non constatés, les affaires contentieuses.

B. Les comptes fournisseurs et comptes de passifs courants

L'auditeur devra s'assurer que les comptes fournisseurs sont régulièrement suivis et qu'il n'existe pas d'antériorité significative des dettes, ce qui pourrait traduire des difficultés de trésorerie. De plus, il devra effectuer le calcul de la rotation normale des comptes de fournisseurs (DPO ¹) et les retards éventuels de paiement de dettes envers les fournisseurs pouvant nécessiter des décaissements immédiats pour honorer des dettes non récurrentes donc impactant le BFR .

C. L'examen des engagements hors bilan

L'auditeur aura pour objectif de s'assurer qu'il existe des tableaux de suivi des engagements et que ceux-ci sont cohérents avec les informations collectées par ailleurs sur l'ensemble des engagements reçus et donnés par la société cible.

3.3.3. L'analyse de l'équilibre financier et de la situation de liquidité de l'entreprise

L'équilibre financier s'apprécie via trois indicateurs fondamentaux : le fonds de roulement (FR), le besoin en fonds de roulement (BFR) et la trésorerie nette (TN).

A. Le fonds de roulement

Le FR est égal à la différence entre les ressources stables et les emplois stables.

$$\text{FR} = \text{ressources stables} - \text{emplois stables}$$

Cet indicateur doit être positif dans presque toutes les industries pour financer l'activité de l'entreprise. Ce n'est cependant pas le cas des entreprises de grande distribution, où la ressource en fonds de roulement (BFR négatif) est souvent plus importante que le FR négatif jusqu'à dégager des liquidités.

B. Le besoin en fonds de roulement

Le BFR correspond aux liquidités nécessaires au financement de l'exploitation courante de l'entreprise. Il résulte du décalage existant entre les encaissements des recettes liées aux ventes et les décaissements relatifs aux dépenses. Sa formule est la suivante :

¹ Days Payable Outstanding = délai de paiement / nombre de jours de crédits obtenu des fournisseurs

BFR = actif circulant (stocks + créances) – passif circulant (dettes d’exploitation à CT)

L’auditeur doit :

- ⇒ procéder aux ajustements relatifs aux créances clients, stocks, dettes fournisseurs, pour aboutir à l’ajustement du BFR ;
- ⇒ analyser le BFR de l’entreprise sur la période d’observation ;
- ⇒ commenter la moyenne, le niveau maximal et minimal du BFR et ajouter des remarques sur les tendances inhabituelles.

C. La trésorerie nette

La TN est la résultante des deux indicateurs précédents. Elle permet d’établir l’équilibre financier entre le FR et le BFR. Elle peut être calculée selon deux méthodes qui permettent d’opérer une vérification des calculs :

$$\text{TN} = \text{FR} - \text{BFR}$$

Ou :

$$\text{TN} = \text{Trésorerie positive} - \text{Trésorerie négative}$$

$$\text{TN} = \text{Disponibilités} - \text{Concours bancaires} - \text{EENE}$$

De manière normative, l’on peut considérer un bilan comme étant équilibré si le FR positif est supérieur ou égal au BFR. Pour compléter son analyse, l’analyste procède au calcul d’une série de ratios choisis de manière appropriée afin de conforter son opinion sur la structure de bilan de l’entreprise.

Le tableau suivant énumère quelques ratios de structure financière :

Tableau n° 2 : Tableau des ratios de structure financière

Ratios	Commentaire
Financement structure I = ressources stables / immobilisations nettes > 1	Ce ratio nous renseigne sur la manière dont l’entreprise finance ses emplois stables par des ressources stables
Indépendance financière = capitaux propres / dettes financières > 1	Ce ratio nous indique le degré d’indépendance de l’entreprise vis-à-vis de ses prêteurs.
Ratio d’autonomie financière = capitaux propres / total bilan	Ce ratio se rapproche un peu du précédent, il mesure le degré d’autonomie financière de l’entreprise.
Financement de l’activité = Fond de roulement / besoin en fond de roulement >1	Ce ratio calcule la proportion de BFR couverte par le FR.

SOURCE: Elaboré par l’étudiante.

Nous devons noter que le choix des ratios est ouvert, c'est-à-dire que chaque analyste ou entreprise élabore une batterie de ratios adaptés à ses préoccupations. Ainsi s'explique la disparité des séries de ratios proposés par les auteurs.

3.3.4. L'analyse du compte de résultats

L'approche de l'auditeur sera centrée sur la mise en place de procédures analytiques, c'est-à-dire la comparaison des données chiffrées de l'exercice précédent avec celle de l'exercice audité.

L'intérêt d'effectuer de tels rapprochements est :

- ⇒ de vérifier l'exhaustivité du périmètre présenté dans le Business Plan élaboré par le vendeur.
- ⇒ d'identifier les retraitements éventuels qui ont été opérés sur les données historiques en vue de rendre celles-ci plus attractives pour l'acquéreur.
- ⇒ de s'assurer que les principes comptables retenus pour préparer le Business Plan sont identiques à ceux retenus pour les comptes des derniers exercices clos ou d'identifier d'éventuels changements de méthodes.
- ⇒ d'identifier les reclassements éventuellement pratiqués entre le résultat d'exploitation et le résultat exceptionnel.

L'auditeur doit effectuer une analyse de la performance économique de l'entreprise qui passe d'abord par une lecture critique du compte de résultat. Ensuite ce dernier sera décomposé en grandeurs significatives qui vont lui permettre de mieux comprendre la formation du résultat.

Certaines de ces grandeurs apparaissent en claire dans le compte de résultat, les autres sont à calculer par regroupement de postes.

Aux soldes intermédiaires de gestion, vient s'ajouter le calcul de la CAF représente l'ensemble des ressources, dégagées au cours de l'exercice, grâce aux opérations de gestion de l'entreprise. La méthode la plus simple de son calcul est la méthode additive :

Capacité d'Autofinancement = Résultat de l'exercice + Dotations aux amortissements et provisions + Valeur comptable des éléments actifs cédés - Reprises sur amortissements et provisions - Produits de cessions des éléments actifs cédés = Produits encaissables – Charges décaissables

La part consacrée à l'autofinancement correspondra alors à la Capacité d'Autofinancement diminuée du montant des dividendes versés aux actionnaires.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{dividendes versés aux actionnaires}$$

Pour rendre l'analyse précédente plus pertinente, l'analyste doit calculer certains ratios choisis de façon réfléchie. Les ratios les plus couramment utilisés sont les suivants :

Tableau n°3 : Tableau des ratios de rentabilité

Ratios	Commentaires
Rentabilité économique (ROIC ¹)=Résultat d'exploitation / actif économique ²	Ce ratio nous renseigne sur la rentabilité des moyens économiques dont l'entreprise dispose.
Rentabilité financière (ROE ³)= Résultat net de l'exercice/ capitaux propres	Ce ratio mesure la rentabilité offerte aux actionnaires. Il nous renseigne sur l'aptitude des gestionnaires de l'entreprise à rentabiliser les capitaux propres.
Rentabilité de l'exploitation = EBITDA / Chiffre d'affaires.	Ce ratio mesure l'importance de l'excédent (ou le déficit) dégagé par l'exploitation par rapport au chiffre d'affaires réalisé.

SOURCE : Elaborée par l'étudiante.

La mesure de l'effet de levier est également intéressante car il indique l'incidence (positive ou négative) de l'endettement financier sur la rentabilité financière de l'entreprise, c'est-à-dire sur le rendement de ses capitaux propres.

Par définition, l'effet de levier est égal à la différence entre la rentabilité des capitaux propres (ROE) et la rentabilité économique (ROIC).

$$\text{Effet de levier} = \text{La rentabilité financière} - \text{La rentabilité économique.}$$

3.3.5. L'analyse du risque de défaillance de l'entreprise (la fonction score)

Le scoring consiste à attribuer à chaque entreprise une note qui traduit son degré de vulnérabilité financière. Plusieurs méthodes ont été proposées pour déterminer cette note, la plus utilisée est celle de la Centrale des Bilans de la Banque de France dont la mise au point s'est effectuée sur un échantillon de plus de 1000 entreprises industrielles de moins de 500

¹ ROIC :Return On Invested capital

² Actif économique = immobilisations nettes + BFR

³ ROE :Return On Equity

salariés en utilisant une série de ratios portant sur la structure financière, les résultats et la gestion de l'entreprise.

Les ratios sont cependant spécifiques au modèle d'analyse financière de la Centrale des Bilans de la Banque de France et concernent uniquement les entreprises françaises. Il convient donc de s'inspirer de la démarche de cette méthode pour pouvoir l'appliquer dans d'autres contextes (hormis le contexte français).

Le modèle a donc abouti à la construction de la fonction score Z suivante :

$$100 Z = - 1.255 R1 + 2.003 R2 - 0.824 R3 + 5.221 R4 - 0.689 R5 - 1.164 R6 + 0.706 R7 + 1.408 R8 - 85.544$$

- **R1** = Frais financier / Résultat économique brut / Résultat économique brut = Résultat d'exploitation ;
- **R2** = Ressources stables/ capitaux investis / Capitaux investis = Actif économique ;
- **R3** = CAF/ endettement financier / Endettement financier = Dettes financières (à CML terme) ;
- **R4** = Résultat économique brut/ chiffre d'affaires ;
- **R5** = Dettes commerciales/achats TTC ;
- **R6** = Variation de la valeur ajoutée/ Valeur ajoutée n-1 =taux de variation de la valeur ajoutée ;
- **R7** = Stocks+ travaux en cours+ créances d'exploitation-avances clients/ production
- **R8** = Investissement en immobilisation /valeur ajoutée

Le choix des ratios et des coefficients de pondération est fondé sur la technique statistique de l'analyse discriminante multidimensionnelle.

Cette technique consiste à calculer la même batterie de ratios pour deux groupes d'entreprises : entreprises « saines » et entreprises « défaillantes ». Ensuite dégager les ratios les plus significatifs, c'est-à-dire la combinaison linéaire de ratios qui assure la meilleure différenciation entre la sous population « défaillante » et la sous population « saine ».

La fonction score permet d'associer à chaque score une probabilité de défaillance.

L'entreprise peut être ainsi assignée à trois zones de risque :

- ⇒ Si la valeur de Z est inférieure à -0.250 : La probabilité de défaillance est élevée ;
- ⇒ Si la valeur de Z est comprise entre -0.250 et +0.125 : l'entreprise se place dans une zone d'incertitude ;

⇒ Si la valeur de Z est supérieure à +0.125 : La probabilité de défaillance est faible ;

Après ce diagnostic comptable et financier, nous devons également procéder à la valorisation de la cible : un concept qu'on a déjà abordé dans la section précédente.

« Les résultats de ces investigations doivent permettre, même en l'absence d'un audit, d'identifier les risques importants ou les problèmes significatifs susceptibles de remettre en cause le projet d'acquisition. Ils permettent également à l'acquéreur potentiel d'affiner son évaluation préliminaire de l'entreprise et d'être en mesure d'identifier des éléments de négociation avec le vendeur, aussi bien au niveau du prix qu'au niveau de l'étendue des garanties à obtenir »¹.

3.3. Conclusion de la mission

Cette due diligence financière permettra ainsi à l'acquéreur de jouer sur deux éléments :

- **Le prix d'acquisition** : si des différences apparaissent entre les résultats de l'audit et les critères retenus pour l'évaluation présentée dans le protocole d'accord, l'acquéreur pourra négocier à la baisse le prix d'acquisition de la cible.
- **La garantie d'actif/ passif** : Disposant généralement de peu de temps et d'un accès souvent limité aux informations financières pour prendre leur décision d'investissement, le preneur peut demander une garantie appelée «garantie d'actif/passif. Ces garanties but de ces garanties est de protéger l'acquéreur contre une augmentation non anticipée du passif ou une diminution de l'actif de l'entreprise dont les causes sont antérieures à la reprise.

Ces garanties sont une convention librement négociée et nullement obligatoire entre le repreneur et le cédant qui vise à prémunir l'acheteur contre une augmentation des dettes de l'entreprise ou une insuffisance d'actifs dont les causes sont antérieures à l'opération d'acquisition bien que non révélées au moment de la transaction.

Enfin, les auditeurs organisent les résultats de leurs tests de manière structurée dans un rapport. Ils émettent une opinion à l'attention du management quant au degré de maîtrise des opérations auditées et élaborent des recommandations afin d'optimiser les processus.

¹ Hervé Hutin, **Toute la finance**, Éd. d'Organisation ; 1998, 2002, 2005 ,Chapitre 4 : audit , P. 207.

Conclusion du chapitre 2 :

En gros, cette première partie a été consacrée à la théorie la due diligence financière.

Nous avons essayé de partir du général au particulier, et ce afin d'être plus explicite dans notre travail de recherche. Au fil de notre travail, nous sommes allés dans le détail des choses, pour cerner notre objectif, et arriver enfin à la section du déroulement de la mission d'une due diligence financière afin de pouvoir pratiquer ces connaissances théoriques sur le terrain.

Nous avons divulgué le secret de réussite de la mission qui réside dans sa préparation. En effet, lorsqu'il accepte la mission, le bureau d'audit doit veiller à ce que celle-ci ne crée pas de conflit d'intérêt vis-à-vis de sa clientèle et ne porte pas atteinte aux règles d'indépendance régissant le comportement des professionnels.

Après avoir pris connaissance du contexte dans lequel il est appelé à coopérer, l'auditeur doit organiser sa mission en mettant en évidence les diligences significatives et l'équipe d'intervention qui l'accompagnera tout au long de la mission. Il fournira au client une lettre de mission qui contiendra la liste des documents nécessaires à la mise en oeuvre de celle-ci et fixera la responsabilité prise par celui-ci.

Enfin l'auditeur et son équipe pourront commencer les travaux d'investigation dans la Data Room qui se trouve le plus souvent chez le client. Les travaux menés varient selon la mission traitée.

Nous allons, désormais, mettre en pratique l'ensemble de ces connaissances théoriques dans le chapitre qui suit.

L'analyse théorique nous a permis de retracer l'ensemble des facteurs relatifs à une due diligence financière. Toutefois, les études théoriques ne peuvent être validées qu'à partir du moment où leurs mises en pratiques s'avèrent concluantes.

Notre objectif sera donc de reprendre les points centraux de la due diligence financière en les appliquant à la réalité professionnelle. C'est pour cela que nous consacrerons ce dernier chapitre de notre travail au traitement pratique d'une due diligence financière : Acquisition d'une entreprise pharmaceutique algérienne par un laboratoire allemand.

La mission de due diligence financière s'est effectuée au sein de notre lieu de stage Grant Thornton Algérie.

Nous commencerons par une première section où nous présenterons Grant Thornton. Nous avons jugé nécessaire de consacrer la deuxième section à la présentation du secteur pharmaceutique en Algérie ; pour ensuite finir avec une section où nous détaillerons toute notre mission.

Afin de ne divulguer aucune information confidentielle, nous avons jugé qu'il fallait changer les noms et données des sociétés du vrai cas traité.

« Le fondement de la théorie c'est la pratique »

Mao Tsé-Toung.

Section 1 : Présentation de Grant Thornton Algérie

Notre stage pratique qui s'est déroulé sur la période du 15 Février au 15 Avril 2016, s'est effectué au niveau de Grant Thornton -Algérie-.

Afin de mieux connaître ce cabinet, nous allons le présenter sur le plan national et international et citer ses principaux domaines d'intervention ainsi que ses principales valeurs.

1.1. Grant Thornton International

Grant Thornton International a été créé par *Alexander Richardson Grant Thornton Baker* en 1980 à l'Etat de l'Illinois (Etats-Unis d'Amérique).

Lors de sa création les activités de l'entreprise étaient à but non lucratif. Vers la fin de l'année 2007, l'entreprise a changé de statut juridique afin de devenir une société privée localisée au Royaume-Uni.

Aujourd'hui Grant Thornton International (GTI), est l'une des principales entreprises mondiales d'audit et de conseil regroupant des membres indépendants sur les plans juridique et administratif. Ces membres aident les entreprises dynamiques à libérer leur potentiel de croissance en fournissant divers conseils et orientations, d'où le slogan de GTI :

« *The instinct for growth* ou *l'instinct de la croissance* »

Grant Thornton constitue aujourd'hui, l'une des organisations mondiales les plus puissantes du marché, regroupant plus de 40 000 professionnels de l'Audit et du Conseil répartis dans 140 pays à travers le monde.

« L'ensemble des cabinets membres a réalisé un chiffre d'affaires global sur l'année 2014-2015 de 4,6 milliards de dollars, répartis de la façon suivante :

Répartition du chiffre d'affaires parmi les activités du Groupe :

- **L'Audit** : 1,95 milliard de US dollars,
- **Le Tax** : 968 millions de US dollars,
- **Le Conseil** : 1,13 milliard de US dollars,
- **Les activités d'Outsourcing** : 281 millions de US dollars ».¹

¹ <http://www.grant-thornton.fr/32-grant-thornton/34-grant-thornton-dans-le-monde/> consulté le 06/05/2016 à [14 :44]

Le chiffre d'affaires réalisé tant par l'Audit que par les métiers du Conseil entérinent le positionnement de Grant Thornton International Ltd¹. parmi les leaders mondiaux sur ces activités.

En juin 2015, Grant Thornton International Ltd a été classé dans le top 50 des employeurs les plus attractifs au monde, selon une étude menée par Universum².

1.2. Grant Thornton Algérie

Grant Thornton Algérie est présent en Algérie depuis 2011. Il se place parmi les leaders des cabinets d'audit et de conseil en Algérie.

Grant Thornton propose à ses clients une large gamme de services pour les aider à exploiter leur potentiel de développement et les accompagner face aux changements liés à leur environnement, notamment en termes d'expertises et d'audit, mais également au travers de services de conseil juridique et fiscal.

Les services proposés par GT « Grant Thornton » sont ³:

A. Audit

- Audit comptable & financier ;
- Audit informatique ;
- Financial services ;
- Assistance et conseil en matière de SCF/IFRS ;
- Transaction / Valuation Services;
- Business Risk Services.

Et pour répondre aux différents arrêtés comptables dans des référentiels différents, GT SPA propose à ses clients en matière d'audit comptable et financier plusieurs types d'audit à savoir :

- Audit annuel ;
- Revues limitées sur les arrêtés intermédiaires ;
- Examen des comptes consolidés selon les normes nationales et internationales ;
- Analyse des situations comptables complexes ;
- Audit de fondation, d'augmentation de capitaux et autres contrôles spéciaux.

¹ Ltd : Ltd. est une abréviation signifiant limited company, une forme juridique d'entreprise.

² **Documentation interne de Grant Thornton Spa.**

³ Idem

B. Consulting

Le métier Advisory Services de Grant Thornton SPA assure des prestations destinées à l'optimisation des performances, consolidation de la politique de croissance et de fiabiliser la transmission et la pérennité de la société, et en matière de consulting, GT SPA propose à ses clients :

- Transaction Advisory Services;
- Conseil en Fusion et Acquisition;
- Restructuration ;
- Diagnostic des PME et mise à niveau ;
- Accompagnement en levée de fonds.

C. Conseil juridique, fiscal et social

GT SPA permet d'offrir à ses clients une équipe pluridisciplinaire afin de les accompagner et les assister dans leurs opérations quotidiennes ou exceptionnelles, en s'occupant notamment :

- Conseil, assistance, accompagnement juridique et fiscal ;
- Planification et optimisation fiscale pour les entreprises nationales et internationales ;
- Assistance et conseil pour l'installation constitution des entreprises nationales et internationales en Algérie ;
- Etablissement et révision de contrats et de conventions ;
- Législation du travail ;
- Secrétariat des conseils d'administration et des assemblées générales des entreprises;
- Due diligence juridique ;
- Bonne gouvernance ;
- Partenariat public privé.

D. Outsourcing

Grant Thornton Algérie apporte à ses clients des solutions de transformation et d'optimisation de leurs fonctions comptable et financière, paie et ressources humaines, sur le plan du coût, de la qualité et de la conformité aux réglementations.

Les prestations de services proposées par GT SPA sont :

- Comptabilité selon les normes nationales et internationales ;
- Etablissement des comptes consolidés ;
- Gestion de la paie et de l'administration du personnel ;
- Etablissement des déclarations G50 ;
- Gestion de la trésorerie ;
- Gestion de facturation ;
- Constitution des sociétés.

1.3. Les valeurs de Grant Thornton

Le réseau Grant Thornton a six (06) valeurs et sont résumées dans l'image suivante :

Figure n°4 : Les valeurs de Grant Thornton



Collaboration

Unifier à travers une **collaboration** globale.



Leadership

Faire preuve de **leadership** dans toutes nos activités.



Excellence

Promouvoir une culture cohérente de l'**excellence**.



Agilité

Intervenir avec **agilité**.



Respect

Assurer un profond **respect** pour nos clients et collaborateurs.



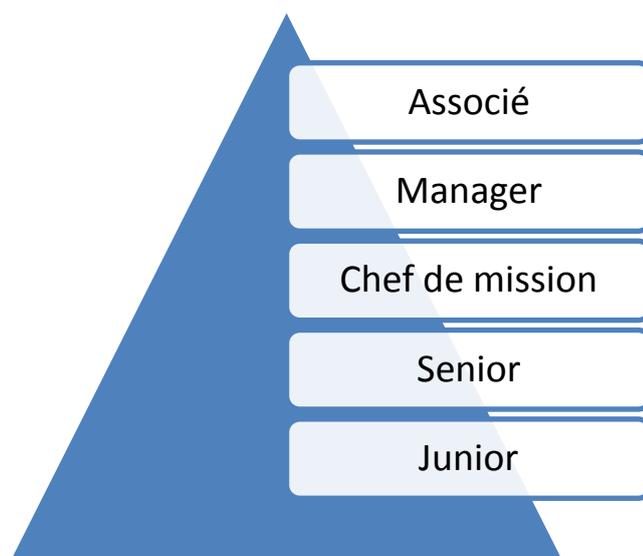
Responsabilité

Prendre la **responsabilité** de nos actions.

SOURCE: <http://www/gti.org> consulté le 06/05 /2016 à [15:01]

Afin d'assurer les services cités supra, tout en gardant les valeurs, GT Algérie met une équipe qualifiée pour assurer les missions d'audit :

Figure n°5 : Hiérarchisation de l'équipe de l'audit de GRANT THORNTON Algérie



SOURCE : Documentation interne de Grant Thornton Algérie

- **L'associé :** son rôle est la revue des rapports et des dossiers de l'audit, l'approbation de la stratégie de l'audit et la signature des comptes.
- **Le manager :** il constitue la charpente même de l'édifice. Il s'occupe, en effet, de mettre en place la stratégie de l'audit, des discussions des rapports avec le client, et de la revue des dossiers et des travaux de l'équipe.
- **Le chef de mission :** il s'occupe de la supervision de l'équipe sur le terrain, dirige les assistants du groupe dans l'accomplissement des missions.
- **Le sénior et le junior :** ce sont des exécutants des programmes, ils effectuent toutes les tâches consignées sous la supervision du chef de mission. Cependant, les tâches incombées au sénior sont importantes par rapport à celles du junior.

1.4. Les secteurs d'activités de Grant Thornton Algérie

Les principaux secteurs d'activité de Grant Thornton Algérie sont les suivants :

- Banques et institutions financières ;
- Energie, industrie et services ;
- Immobilier, construction et travaux publics ;
- Ingénierie, hautes technologies et informatique ;
- Secteur pharmaceutique et santé ;
- Assurances ;

Section 2 : Présentation du domaine pharmaceutique en Algérie et de la transaction de l'acquisition de Medicsanté par Pharmleader

2.1. Le cadre juridique et réglementaire du médicament dans le marché algérien

Dans une instruction datée de mai 2010, les autorités ont décidé d'interdire la distribution par les grossistes des médicaments fabriqués localement. Dans cette instruction, il est exigé des producteurs locaux de médicaments de créer leur propre réseau de distribution. Ainsi, les producteurs locaux de médicaments doivent désormais vendre leurs produits directement aux officines pharmaceutiques. Cette décision vise à protéger le médicament local.

La batterie juridique, prévue dans les textes législatifs et réglementaires, a pour but d'apporter toutes les facilitations aux générateurs de richesses par leur esprit productif et bien sûr, atténuer une facture d'importation de médicaments extrêmement pesante sur le budget de l'Etat.

Les dispositions juridiques entrant dans le cadre des facilitations accordées par l'Etat pour leur permettre d'investir dans ce créneau pharmaceutique, à la fois porteur, mais surtout pour limiter des dépenses, se chiffrant à des milliards de dollars annuellement. Sur ce plan et selon les statistiques des Douanes algériennes, la facture d'importation des produits pharmaceutiques a reculé de près de 30% durant les 7 premiers mois de l'année 2015 par rapport à la même période de 2014, tandis que les quantités importées ont baissé de près de 1%¹.

Les nouvelles dispositions réglementaires, notamment les entrepôts sous douanes, les importations de produits destinés à la fabrication de médicaments, qui, en plus de bénéficier d'une exonération totale des droits et taxes, incluent d'autres facilitations, plus pratiques, notamment l'enlèvement immédiat de ces produits, l'enlèvement partiel pour ne pas grever la trésorerie des opérateurs, ainsi que d'autres mesures allant dans le même sens.

En effet, à travers ses dispositions réglementaires, l'Etat a fait l'effort pour faciliter la tâche aux producteurs de médicaments, c'est ce qui permet d'accroître la gamme mais surtout d'exporter les produits dans différentes régions du monde.

L'Algérie veut développer son industrie pharmaceutique locale, afin de réduire la facture des importations et devenir ainsi une plate-forme de production.

¹ <http://www.elmoudjahid.com>, **Facture d'importation des médicaments : Recul de 30% par rapport à 2014**, publié le 30 Mai 2015, consulté le 15 avril 2016 à 00.05.

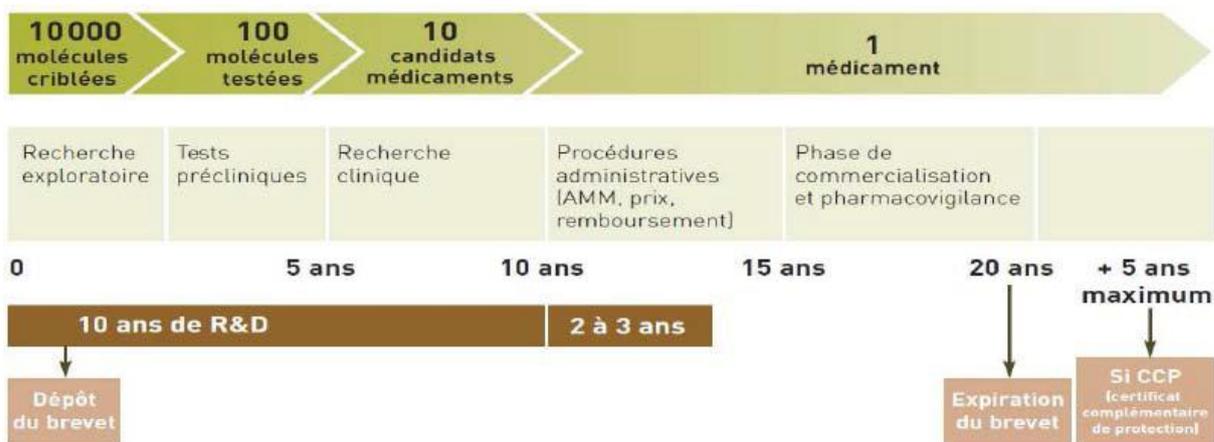
2.2. Le processus, de la molécule au médicament

Les étapes clés des phases de tests et de développement permettent de vérifier l'efficacité de la molécule et d'en connaître les éventuels effets secondaires, de nombreux candidats médicaments sont ainsi écartés car ils ne présentent pas un rapport bénéfice/risque positif. Les études précliniques et les essais cliniques sur l'homme sont les deux phases scientifiques conduites par l'entreprise pour développer le médicament. Ces études sont déclarées auprès des institutions sanitaires compétentes, qui contrôleront l'efficacité et la sécurité du médicament. Les investissements de R&D conduits par l'industrie pharmaceutique ont un résultat très aléatoire : sur 100 000 molécules ciblées, 10 feront l'objet d'un dépôt de brevet et 1 parviendra à passer toutes les étapes de tests et d'essais cliniques. Le candidat médicament traverse tout d'abord une série de tests dits «précliniques», ces essais sont des passages obligés avant toute étape de test sur l'homme.

- ❖ **La pharmacologie expérimentale** : Des essais d'efficacité sont réalisés sur des systèmes moléculaires inertes, sur des cellules et cultures et, enfin, sur des modèles animaux (c'est la première preuve concept).
- ❖ **La toxicologie** : Ces études évaluent les risques d'effets secondaires des futurs médicaments.
- ❖ **La pharmacocinétique et le métabolisme du médicament** : Ces études portent sur des propriétés pharmaceutiques de la molécule telles que l'absorption, le métabolisme, la distribution, l'élimination. Mais elles ont aussi pour but de prouver les propriétés pharmacologiques. Si les résultats de ces études sont positifs, le médicament entre en phase d'essais cliniques sur l'homme. Le secteur de la pharmacie est confronté à l'heure actuelle à de profondes mutations internes et externes (développement des médicaments génériques, politique de remboursement des médicaments, fusion, etc.), consécutivement notamment à la crise mondiale de 2008, à travers les actions de fusions-acquisitions engagées, sans que cette crise n'ait affecté sa progression en plus de l'article de la loi de finance 2016 qui stipule l'ouverture du capital et qui encourage les investissements.¹

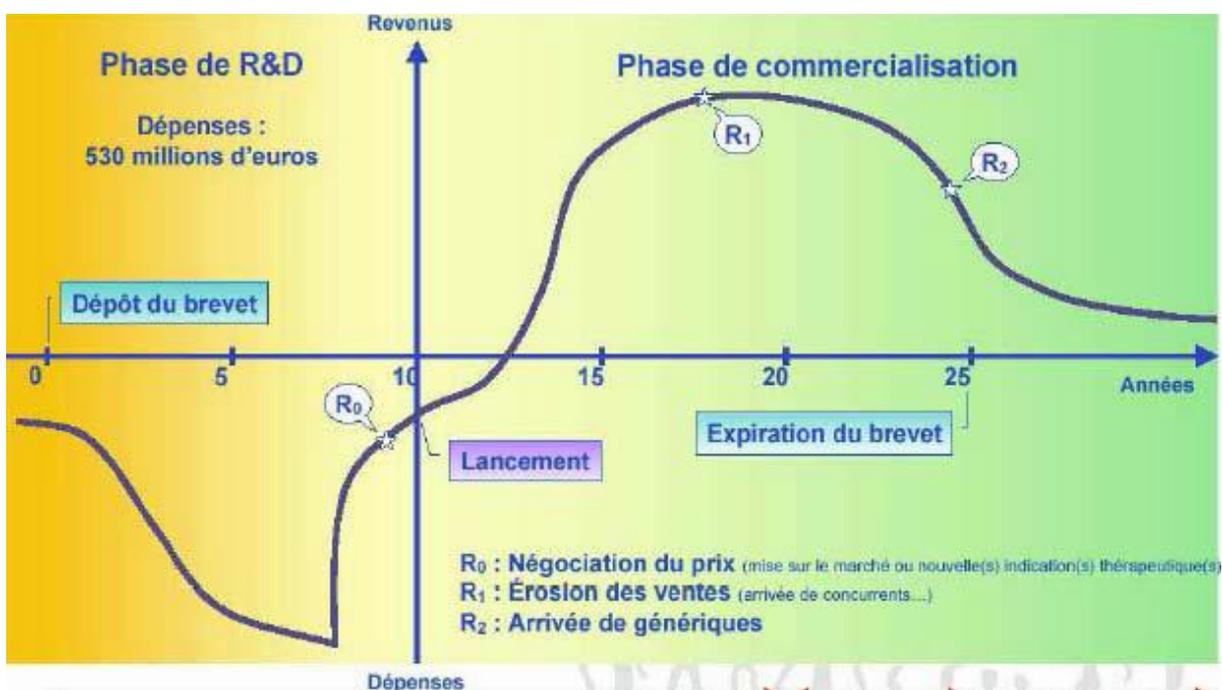
¹ <http://www.mdipi.gov.dz>, **Rapport sectoriel N°1, L'industrie pharmaceutique, Etat des lieux, enjeux et tendances lourdes dans le monde et en Algérie. Janvier 2011**, consulté le 01/05/2016 à 10h.

Figure n°6 : Genèse d'un médicament : de l'idée au produit.



SOURCE : <http://www.mdpi.gov.dz>, op cit, consulté le 01/05/2016 à 00h30.

Figure n°7 : Cycle économique du médicament.



SOURCE:Idem.

En raison des coûts avancés par les laboratoires pendant les étapes de R&D et d'enregistrements administratifs divers, le brevet, qui permet de protéger l'innovation, est essentiel au financement de la recherche.

2.3. Présentation de la transaction de l'acquisition de Medicsanté par Pharmleader

Avant de présenter notre transaction, nous allons aborder les fusions-acquisitions dans le domaine pharmaceutique ;

2.3.1. Les fusions-acquisitions dans le domaine pharmaceutique

Malgré les progrès de la recherche et de la médecine, les nouvelles maladies découvertes nécessitent de plus en plus de recherche et donc de plus en plus de temps pour l'élaboration d'un nouveau produit adéquat. De plus, l'arrivée des génériques et la montée de la biotechnologie freinent considérablement la croissance des groupes pharmaceutiques. C'est pourquoi le secteur pharmaceutique a été animé par de nombreuses fusions-acquisitions ces dernières années et la fièvre ne retombe pas. Alors que l'année 2015 a connu un record de fusion dans cette industrie, l'année 2016 démarre sur les chapeaux de roues. Parmi les méga-deals figure notamment la transaction entre les mastodontes américains de la pharmacie à savoir Pfizer et Allergan (160 milliards de dollars¹) qui a eu lieu en 2015 et qui récemment et plus exactement en Avril 2016 a été annulé² ainsi que la transaction entre Sanofi-Synthélabo un groupe pharmaceutique français et Aventis pour devenir Sanofi-Aventis le premier groupe pharmaceutique en Europe et le troisième mondial après Pfizer et GSK en 2004 (55 milliards d'euros³).

Les entreprises doivent faire face à un accroissement démographique important, une émergence en force des pays en voie de développement et une augmentation considérable du nombre de maladies de longue durée (diabète, hypertension artérielle...).

C'est un secteur très concurrentiel où l'innovation doit être au cœur du métier. De plus, de plus en plus les brevets des grandes firmes pharmaceutiques tombent sous le domaine public. Lorsque les médicaments sont transformés en génériques, le chiffre d'affaire chute et ces dernières sont obligées de baisser leur prix et donc leur marge chute. La généralisation des génériques et l'émergence des nouvelles entreprises dans les pays émergents n'arrangent donc rien.

¹ <http://fr.reuters.com>, « **Pfizer achète Allergan, un accord à 160 milliards de dollars** », le 23/11/2016 à 20h36, consulté le 13/05/2016 à 02h05.

² <http://www.lefigaro.fr>, « **Pfizer et Allergan rennoncent à leur fusion** », le 06/04/2016 à 14h53, consulté le 13/05/2016 à 02h30.

³ <http://www.industrie.com>, « **Fusion : Sanofi absorbe Aventis pour 55 Mrds \$** », le 07 mai 2004, consulté le 15/05/2016 à 11h05.

En outre depuis la crise, les pays du Nord sont beaucoup plus surveillés par les autorités et la réglementation s'est durcie. Toute cette atmosphère morose a entraîné une évolution dans les stratégies de long-terme des grands groupes.

Désormais nous allons présenter la transaction qui sera le cas pratique de notre mission de due diligence acheteur financière.

2.3.2. Présentation de l'acquéreur Pharmleader

Le laboratoire «Pharmleader» est une société par action Allemande activant dans le commerce de gros de produits pharmaceutiques ¹:

- ⇒ Elle est fondée en 1980, son capital social s'élève aujourd'hui à 17 100 000 EURO.
- ⇒ « Pharmleader» est spécialisée dans les pathologies quotidiennes.
- ⇒ Présent dans plus de 100 pays et sur les cinq continents, « Pharmleader» réalise en 2015 un chiffre d'affaire de 100 083 012 EURO dont 75% provient des exportations hors Europe, 13% de l'export vers l'Europe et 12% de la commercialisation locale de ses produits.
- ⇒ Ses systèmes d'exportation sont de trois types :
 - Exportation de produits finis.
 - Exportation de produits semi-finis en vrac.
 - Exportation de matières premières.
- ⇒ Le Grand Maghreb compte pour 11% du CA du laboratoire, avec l'Algérie comme premier importateur Africain de ses produits (avec 8M EURO en 2013), il est également considéré comme deuxième importateur hors Europe après la Russie.
- ⇒ Le laboratoire « Phameleader » a l'ambition aujourd'hui d'accélérer son développement internationale notamment en Afrique et en Asie. Ceci explique entre autres – son intérêt à Medicsanté décrite ci-après.

2.3.3. Présentation de la société cible Medicsanté

L'entreprise « Medicsanté » est une SPA de droit Algérien opérant dans le secteur pharmaceutique depuis l'année 1994² :

- ⇒ Son siège social est en Algérie et son capital social s'élève à 200 millions de dinars Algériens (DZD).

¹ **Rapport de Grant Thornton**

² Idem

- ⇒ Le résultat de l'exercice 2015 de la société Medicsanté est de 134 millions DZD.
- ⇒ Son activité est le conditionnement et la revente en l'état des produits pharmaceutiques. Le conditionnement représente 85% de son chiffre d'affaires tandis que le reste consiste à revendre des produits finis importés de l'étranger.
- ⇒ Le fournisseur principal de Medicsanté est son acquéreur potentiel « Pharmleader ». En effet, Près de 70% du chiffre d'affaires de Medicsanté provient de la vente des produits fournis par Pharmleader.
- ⇒ La société Medicsanté dispose d'une unité de conditionnement à Alger et d'un dépôt à l'est de l'Algérie qui assure les besoins de la clientèle du côté est du pays.
- ⇒ En 2016, la société « Medicsanté » a perdu l'autorisation d'importation des produits pharmaceutiques. Les stocks 2015 ont été vendus en 2016. Les programmes d'importation de l'année 2016 n'ont pas été approuvés par les autorités du ministère de santé, et ce pour la raison suivante :
 - ✓ En Algérie, toute société faisant de l'importation de médicaments doit accepter deux conditions :
 - a. S'engager à présenter un projet d'Investissements au bout de deux ans d'exercice. En ce sens que l'État Algérien exige de la société Medicsanté l'investissement dans une usine de production dans le but de réduire le nombre de sociétés ne faisant que de l'importation.
 - b. Au bout de ces deux ans, une fois que la société ait présenté ce projet d'investissement, Six mois plus tard, elle doit entamer les travaux de construction de l'usine.

Medicsanté n'a pas pu remplir ces deux conditions en plus de la réglementation qui limite les importations, l'État lui a ainsi retiré l'autorisation d'importation.

Pharmleader saisit alors l'opportunité et comme elle a l'ambition d'accélérer son développement géographique en Afrique et que c'est le fournisseur principal de Medicsanté et l'Algérie représente son premier importateur africain, elle fera de la production locale remplissant ainsi les conditions émises par les autorités algériennes du ministère de la santé.

Section 3 : Déroulement de la mission

3.1. Acceptation de la mission

Suite à l'appel de « Pharmleader », le cabinet Grant Thornton Algérie a effectué une demande d'acceptation de mission.

Cette demande a été effectuée afin d'éviter d'éventuels conflits d'intérêts qui pourraient conduire Grant Thornton Algérie à refuser ce client et de s'assurer que ce dernier ne fait pas partie des clients de chaque cabinet membre du réseau Grant Thornton Algérie.

Il est important de souligner que GT Algérie ne doit avoir aucun doute sur l'intégrité de la direction de « Pharmleader » et ne doit pas avoir identifié d'indicateurs susceptibles de prouver que ce dernier pourrait avoir commis des fraudes ou des actes illégaux.

Une lettre de mission est par la suite établie, entre GT Algérie et « Pharmleader », ce dernier retourne un exemplaire signé pour confirmer son accord sur les modalités de l'intervention.

3.2. Planification de la mission

Dans cette phase le cabinet (Grant Thornton Algérie) demandera à « Pharmleader » la nécessité de disposer d'un certain nombre de documents et d'analyses indispensables, il définira par la suite les limitations et l'étendue de ses travaux.

C'est par la suite qu'une équipe d'intervention sera désignée.

3.3. Les modalités d'intervention

Notre travail a été effectué principalement à partir du bureau de Grant Thornton Algérie à Alger et de la data room préparée par « Medicsanté » à cet effet.

La mise en œuvre de notre mission nécessitera une communication régulière et de bonne qualité entre l'ensemble du personnel de la cible et nous-mêmes. Dans ce cadre et afin de faciliter la préparation de notre intervention, nous communiquons, dès signature de la lettre de mission, une liste non exhaustive de documents et analyses nécessaires à l'accomplissement de nos diligences. Nous insistons particulièrement sur le respect des dates indiquées pour nous permettre d'accomplir notre mission dans les meilleures conditions.

Notre mission n'aura pas pour objectif d'aboutir à la certification des comptes historiques ou prévisionnels de la cible. Plus spécifiquement, les procédures que nous mettrons en œuvre seront dans leur nature et leur étendue plus restreintes que celles

normalement requises dans le cadre d'un audit et par conséquent nous ne pourrions et nous n'émettrons pas d'opinion sur aucune des informations qui seront présentées à notre client « Pharmleader ».

3.4. Les Limitations et l'étendue des travaux des auditeurs

Cette mission n'est possible que si « Medicsanté » met à la disposition du cabinet tous les documents jugés utiles car l'intervention sera très dépendante de la qualité des documents et informations qui seront mises à disposition ainsi que de la qualité et la disponibilité des interlocuteurs ;

En l'absence de comptabilité analytique, les commentaires sont émis à partir de la comptabilité générale et des données extracomptables.

Une mission de due diligence est différente d'une évaluation d'entreprise. Nous apprécierons les principes de valorisation des actifs de la société mais nous ne saurons prendre la responsabilité de donner des estimations de valeur. Notre objectif consiste à identifier tout élément d'ajustement à l'actif net de la société et/ou à son excédent brut d'exploitation pour faciliter le processus d'élaboration du business plan et servir de base à l'offre que le client compte exprimer.

3.5. La sélection de l'équipe intervenante

Grant Thornton Algérie a estimé que pour cette mission l'intervention d'une équipe expérimentée est nécessaire cette équipe comprend :

- **un manager** : responsable de la relation cabinet/ client et de finaliser le rapport de la mission.
- **un sénior expérimenté** : autrement appelé le « in-charge de la mission », il est responsable de superviser les équipes et de contrôler les travaux.
- **un assistant confirmé** : chargé d'effectuer les différents travaux et de collecter les informations financières.

3.6. Les travaux d'investigation

3.6.1. Analyse du bilan de la cible « Medicsanté »

Nous allons commencer par auditer les comptes de bilan. Ce dernier est reconstitué par GT sur la base des balances générales communiquées par Medicsanté Cet état financier ne comprend aucun ajustement. Nous l'avons présenté sous un format autre que celui préconisé en Algérie pour qu'il soit compris par Pharmleader : (Voire annexe n°1).

A. Revue des immobilisations corporelles

Le poste des immobilisations ne représente que 5 % du total bilan et la valeur nette des investissements de Medicsanté représente 30 % de la valeur brute.

Le tableau suivant nous indique la composition des immobilisations corporelles de la société Medicsanté :

Tableau n° 4: Composition des immobilisations corporelles nette

DZD'000	2015	2014	Var
Agencement & installation	4,181	5,055	-874
Equipements sociaux	36	53	-17
Matériel et outillage industriels	28,576	36,260	-7,684
Matériel de transport	6,661	4,668	1,993
Mobiliser de bureau	1,149	1,054	95
Totaux	40,603	47,090	-6,487

SOURCE : Fichier des immobilisations de Medicsanté.

Le matériel industriel reste le poste le plus significatif dans les investissements de Medicsanté. Ce poste est constitué de blistereuses¹, encartonneuses et autres éléments nécessaires pour le conditionnement des médicaments.

Les agencements sont tous les travaux d'aménagements réalisés sur l'unité de conditionnement.

La diminution d'environ 6.5 MDZ correspond à des cessions pour une valeur de 8.5 MDZD et des acquisitions de mobilier de bureau et autres acquisitions sur l'exercice.

¹ **Blistereuse** : machine à emballer les gélules avec des protections en plastic (blisters).

A chaque fin d'exercice, la société procède à un inventaire physique de l'ensemble de ses investissements. Cependant, cet inventaire n'est pas rapproché avec la comptabilité.

Des tests d'acquisitions¹ ont été réalisés sur les investissements d'une valeur significative. Nous n'avons pas identifié d'erreur significative quant à la valorisation de ces actifs.

Le tableau suivant nous donne un aperçu sur l'amortissement des immobilisations de la société Medicsanté :

Tableau n°5 : Amortissement des immobilisations au 31/12/2015

DZD'000	Valeurs brutes	Amortissements	Valeurs nettes
Agencement & installation	21,275	-17,094	4,181
Equipements sociaux	177	-141	36
Matériel et outillage industriels	91,150	-62,574	28,576
Matériel de transport	12,078	-5,417	6,661
Matériel de bureau	6,194	-5,045	1,149
Totaux	130,874	-90,271	40,603

SOURCE : Balance générale (BG) de Medicsanté.

- ⇒ Les investissements de Medicsanté comme le montre le tableau ci-haut son amortis à 70 %. Cela suggère un faible niveau d'investissement du au non renouvellement des immobilisations. L'acquéreur devrait donc s'engager dans un éventuel plan d'investissement visant à rénover l'outil de production.
- ⇒ Les taux d'amortissement appliqué par Medicsanté sont ceux généralement admis par l'administration fiscale. Ces taux sont conformes aux durées de vies des immobilisations.
- ⇒ La revue des amortissements n'a pas relevé d'écarts significatifs.

B. Revue des stocks

Le poste des stocks représente une part très importante du total actif de Medicsanté. Il est composé des éléments suivants :

¹ On prend 10% du montant des immobilisations nettes auquel on applique des tests sur l'existence de ces immobilisations, l'exactitude de leur comptabilisation ainsi que celle des amortissements...

Tableau n° 6: Composition des stocks nets

DZD'000	2015	2014	Var
Stocks de m/ses	53,623	25,054	28,569
Matières et fournitures	391	3,507	-3,116
Stocks de produits	374,479	167,528	206,951
Totaux	428,494	196,089	232,405

SOURCE : BG de Medicsanté.

- ⇒ Le stock de produits finis représente 87% du niveau global des stocks. Cela reste cohérent avec la segmentation de l'activité de Medicsanté.
- ⇒ La hausse des stocks enregistrée sur l'exercice 2015 est expliquée par les expéditions reçues en fin d'exercices (mois de décembre) d'après nos entretiens avec le management.
- ⇒ Ci-après, les principaux produits composant les stocks au 31/12/2015. Ainsi que les stocks par fournisseur. Nous remarquons que ces 3 produits constituent 65% de la valeur totale des stocks de Medicsanté sont fournis par l'acquéreur potentiel « Pharmed ».

Tableau n°7 : Stock par fournisseur

DZD' 000		%
PHARMLEADER	319,120	75%
Iba	69,259	16%
Pha	28,499	7%
Autres	11,224	2%
Totaux	428,102	100%

SOURCE : Fichier des stocks de Medicsanté.

Tableau n°8: les principaux stocks de produits

DZD'000		Fournisseur	%
POL 12	68,127	PHARMLEADER	16%
IDE 30	64,347	PHARMLEADER	15%
IDE 60	55,682	PHARMLEADER	13%
POL 6	53,646	PHARMLEADER	13%
ENA 60	35,767	Iba	8%
Sous total 1	277,568		65%
Sous total 2	428,102		

SOURCE: Fichier des stocks de Medicsanté.

La revue de l'inventaire physique quant à elle a permis de dégager les remarques suivantes :

- ⇒ L'inventaire physique au 31/12/2015 a permis de relever certaines anomalies : absence de fiche de comptage, absence de PV d'inventaire signé, absence de commission d'inventaire, le rapprochement entre le comptage physique et les montants comptabilisés n'a pas été formalisé.
- ⇒ Notre rapprochement de l'inventaire physique avec les montants comptabilisés n'a pas donné lieu à des écarts.
- ⇒ L'inventaire physique au 31/12/2014 ne nous a pas été transmis.
- ⇒ L'entité utilise la méthode de l'inventaire intermittent¹. Le niveau de stocks est ajusté en fonction des inventaires physiques effectués à chaque fin d'exercice.

Lors de la valorisation des stocks, il a été constaté que :

- ⇒ Certaines charges sont surestimées parce qu'il s'agissait de montants prévisionnels qui n'ont pas été ajustés avec la charge réelle.
- ⇒ Certaines charges ne font pas partie des coûts de conditionnement des produits. En l'occurrence la perte de changes ainsi que les frais divers.
- ⇒ L'écart entre le cout reconstitué par GT et celui de Medicsanté est de 15.94 DZD comme le montre le tableau suivant : (Voir annexe n°2).

Le montant de la correction de la valeur des stocks est estimé à environ 20 MDZD comme le montre le tableau suivant :

Tableau n°9: Correction de la valeur des stocks de produits conditionnés

Valeur des produits conditionnés				
DZS'000	Quantité en boîte	Valeur MEDICSANTE (a)	Valeur corrigée (b)	AJE(b-a)
Valeur	1,269,546	374,479	354,243	-20,237

SOURCE : Analyse GT.

Il a également été procédé à une analyse des stocks par âge, en reprenant les dates d'entrée en stock et non pas les dates de péremption qui ne nous ont pas été communiquées.

¹ Tous les achats passent en consommations, puis on ajuste en fin d'exercice en faisant l'inventaire physique.

Tableau n°10: Stock par âge

	DZD'000	%
janv-15	16,272	3.8%
févr-15	757	0.18%
avr-15	4,986	1.16%
mai-15	12	0.00%
juin-15	2,269	0.53%
juil-15	24,625	5.75%
Aout-15	11,203	2.62%
sept-15	36,439	8.51%
nov-15	128,157	29.94%
déc-15	202,524	47.31%
2014	858	0.20%
Total	428,102	100%

SOURCE : Analyse GT.

Nous remarquons que 95% des stocks ont moins de 6 mois d'existence. Selon nos entretiens avec le management, la plupart des produits importés ont une durée de vie de 24 mois.

Certains produits dépassant leur date de péremption ont été identifiés par le management et ont été provisionnés en 2014 pour un montant de 7 MDZD environ. Cette dépréciation ne figure plus dans les états financiers arrêtés au 31 /12/2015.

C. Revue des créances clients

Il est primordial pour l'acquéreur de connaître l'âge des créances de la cible pour la négociation du prix de l'entreprise.

La revue des créances de l'entité a donc révélé que ces dernières ont toutes moins de 30 jours d'existence comme le montre le tableau ci-après :

Tableau n°11 : Délai des créances client 2015

DZD'000	
Créances brutes	71,876
Provisions	4,199
Créances clients-nettes	67,677
Chiffre d'affaires	1, 231,925
Délai clients (jours)	20

SOURCE : BG de Medicsanté.

Toutes les livraisons sont conditionnées par la présentation par les clients d'un chèque à hauteur du montant de la facture. Medicsanté garde ces titres de paiement quelques jours avant de les présenter à la banque pour encaissement. Ces délais diffèrent d'un client à un autre sans dépasser le délai de 20 jours.

La revue de la balance auxiliaire extraite du logiciel de facturation reprend un montant de créances qui s'élève à 72 MDZD. Nous notons que la société ne fait pas de rapprochement entre le détail des créances du logiciel de facturation et les montants repris dans la comptabilité comme l'indique le tableau suivant :

Tableau n°12 : Rapprochement entre les créances du logiciel et celles de la comptabilité

DZD'000	
Créances (logiciel de facturation)	72,521
Créances litigieuses (2004)	4,199
Total créances (Facturation)	76,720
Créances (BG)	67,677
Ecart	9,043

SOURCE : Balance auxiliaire de Medicsanté.

Les créances douteuses correspondent à deux chèques reçus d'un client qui sont retournés impayés et un effet avalisé par une banque ayant fait faillite. Ces créances remontent à 2004, elles sont provisionnées à 100%.

Tableau n° 13 : Créances provisionnées 2015

Tiers	DZD'000
K	420
L	140
EL	3,639
Total	4,199

SOURCE : BG de medicsanté.

Le détail des créances comptabilisées n'a pas été obtenu. L'écart entre la balance commerciale (Facturation) et le solde comptable des créances clients n'a donc pas été expliqué.

Nous pouvons supposer que l'écart corresponde à des créances réglées mais dont le montant figure toujours dans le logiciel de facturation ou éventuellement un oubli de comptabilisation de certaines créances.

Selon l'état des affaires litigieuses qui nous a été communiqué et les entretiens avec le management, certains chèques reçus des clients sont retournés impayés. Ci-après le détail de ces créances :

Tableau n°14 : Détail des créances impayées

DZD'000	31/12/15	31/03/16
TAG	2,968	2,968
CIN	3,699	2,304
OUA	1,520	1,020
UNI	201	201
Total	8,388	6,493

SOURCE : Département commercial de Medicsanté.

Des procédures judiciaires ont été entamées à l'encontre de ces clients. A notre sens, ces montants sont à provisionner intégralement parce qu'ils datent de plus d'un an.

D. Revue de la trésorerie

Le deuxième poste significatif dans l'actif de Medicsanté est la trésorerie. Malgré sa détérioration en 2015, comparée à 2014, elle reste à un niveau assez confortable dépassant les 225MDZD. La situation de celle-ci s'est détériorée en 2015. Cela s'explique par le manque de moyen de transactions avec les fournisseurs étrangers. Les délais de fournisseurs se trouvent ainsi réduits (Voir infra analyse dettes fournisseurs).

Le tableau suivant retrace l'évolution des liquidités de la société sur les deux dernières années (situation du cash) :

Tableau n°15 : Evolution des liquidités de l'entité

DZD'000	2015	2014	Var
Banques	161,599	229,225	-67,626
Caisses	19	42	-23
Accréditifs	63,634	145,275	-81,641
Totaux	225,252	374,543	-149,291

Source : BG de Medicsanté.

On a obtenu les relevés bancaires ainsi que les Etats de Rapprochement Bancaire (ERB) attestant les soldes repris dans les comptes :

Tableau n° 16 : Les relevés bancaires 2015

DZD'000	
A	17,677
K	1
H	143,921
Total	161,599

Source : BG de Medicsanté

On a fait des tests de dénouement des suspens¹ repris dans les ERB. Les éléments suivant ont été relevés sur l'ERB de la banque A :

- ⇒ Medicsanté a comptabilisé une entrée de cash non identifiée pour un montant de 695 KDZD, qui n'est pas créditée à la banque A ;
- ⇒ A la date de notre intervention, une remise de chèque d'un montant de 458 KDZD datant de plus de six mois, n'est toujours pas créditée par la banque.

S'agissant des dépenses par caisse, celles-ci sont très limitées. Elles concernent les achats journaliers des fournitures de bureau ainsi que les frais de mission. Un brouillard de caisse est tenu par le Directeur Administratif et Financier où sont reprises toutes les dépenses de la journée.

Enfin, en ce qui concerne les accréditifs, les Lettres de Crédit (LC) sont ouvertes principalement avec la banque H. Ci-dessous le détail des dossiers constitués fin 2015.

Tableau n°17 : Détail des dossiers d'accréditifs de fin 2015

DZD'000	
Provision 25%	19,041
Provision 25%	19,041
Provision 25%	1,19
Provision 25%	23,827
Total	63,099

Source : GL de Medicsanté

- ⇒ Un écart non expliqué de 535 KDZD a été relevé avec le solde du bilan.
- ⇒ La restitution de ces provisions pour LC par la banque H au début de l'année 2016 a été vérifiée. Nous n'avons pas relevé d'anomalies.

¹ On prend les suspens figurant dans l'ERB de l'exercice précédent et on vérifie si ceux-ci sont dénoués ou pas encore.

E. Revue des capitaux propres

Les capitaux propres de la société Medicsanté sont répartis comme suit :

Tableau n°18: Tableau de variation des capitaux propres

Capitaux propres						
DZD'000	Fonds sociaux	Réserves légales	Bénéfice à recevoir	RIA	Résultat de l'exercice	Totaux
Solde au 01/01/2014	180,000	12,000	16,698	82,366	106,159	397,223
Affectations des RIA	20,000	5,366		-82,366		-57,000
Affectations du résultat				106,159	-106,159	0
Résultat de l'exercice					43,980	43,980
Solde au 31/12/2014	200,000	17,366	16,698	106,159	43,980	384,203
Transfert en RIA				43,980	-43,980	0
Résultat de l'exercice					134,189	103,189
Solde au 31/12/2015	200,000	17,366	16,698	150,139	134,189	518,391

SOURCE : BG et PV des AGO/AGEX de Medicsanté.

- ⇒ Le niveau des capitaux de la société est très appréciable. Notons que l'entité n'a réalisé que des résultats positifs et ce depuis sa création en 1994. Il conviendra de connaître le montant éventuel des dividendes décidés sur le résultat 2015 à verser courant 2016. En 2014, la société a distribué 57 MDZD de dividendes aux actionnaires puisés du bénéfice de 2012.
- ⇒ Le montant des réserves légales ne représente que 8.68 % du capital social. En réalisant des résultats positifs, toute entité activant en Algérie est dans l'obligation de constituer des réserves légales à hauteur de 5 % du résultat enregistré et ce jusqu'à ce que les dites réserves atteignent 10% du capital social.
- ⇒ Le capital social compte 40 000 actions à 5000 DZD l'action. La famille Z détient 73% de ce capital.

F. Revue des emprunts et dettes fournisseurs

- ❖ **Emprunt** : Medicsanté payait ses fournisseurs par crédit documentaire dans un délai de 60 jours. Mais comme pour le premier semestre de 2015, les fournisseurs étrangers avaient exigé un paiement au comptant et pour le reste l'entité payait par remise documentaire en plus du crédit documentaire. Suite à la situation du premier semestre, l'entité s'est trouvée dans l'obligation de mobiliser l'équivalent de 2 mois d'approvisionnement. La direction a alors sollicité ses actionnaires pour un apport de fonds. Ceux-ci (les actionnaires) ont apporté 36,5MDZD en 2014 et 24 MDZD en 2015. Toutefois, ces apports ne sont pas rémunérés.

Tableau n° 19 : Emprunts et dettes assimilés

DZD'000	2015	2014
Emprunts	60,500	36,500

SOURCE: BG de Medicsanté.

⇒ La trésorerie de Medicanté devrait s'améliorer courant 2016, les actionnaires seraient remboursés à hauteur de leurs apports.

❖ **Dettes fournisseurs** : L'encours des dettes a significativement baissé sur 2015 du fait que Medicsanté ait réglé ses fournisseurs étrangers au comptant tout au long du premier semestre.

Ces dettes se répartissent comme suit :

Tableau n°20 : Répartition des dettes fournisseurs

DZD'000	2015	2014
Fournisseurs de stocks	1,283	285
Fournisseurs étrangers	157,371	261,76
Autres fournisseurs	1	38
Totaux	158,655	262,083

SOURCE : GL¹ de Medicsanté.

⇒ 99% des dettes fournisseurs sont celles dues aux fournisseurs étrangers, seuls pourvoyeurs de médicaments. Les achats et services locaux sont son significatifs.

⇒ Il a été également remarqué que les dettes libellées en monnaie étrangère n'ont pas été actualisées au taux de change de clôture. L'actualisation des dettes étrangères n'ont pas été actualisées au taux de change de clôture. L'actualisation des dettes étrangères au taux de change de clôture a généré ne perte de change de 4 542 749 DZD.

Tableau n°21 : Actualisation des dettes étrangères

	Euro	Taux de change	Contre partie KDZD (a)	Frs étrangers KDZD (b)	Perte de change (b-a) KDZD
Parnleader	1,554,750	103,47	160,876		
Bli	10,035	103,47	1,038		
Total	1,564,785	103,47	161,914	157,371	-4,543

SOURCE : Analyses élaborées par GT.

Le taux de change de clôture utilisé dans nos calculs est le taux communiqué par la banque d'Algérie.

¹ GL : Grand Livre.

G. Revue des dettes d'impôt

Les dettes d'impôt perceptibles dans les comptes de Medicsant sont constituées de :

- **IBS** : impôt sur le bénéfice des sociétés. S'agissant d'une entité faisant le conditionnement de médicaments, le taux d'imposition est de 19%. Les 31 MDZD de provision d'IBS ont été calculés par Medicsanté sur le résultat fiscal en réintégrant certaines charges non déductibles. Nous n'avons pas relevé d'anomalie significative.
- **TAP** : taxe sur l'activité professionnelle. Cette taxe est déclarée et payée mensuellement. Elle est de l'ordre de 2% sur le chiffre d'affaires.

Notons que Medicsanté a continué de payer la TAP à hauteur de 1,4 % au lieu de 2 %. Cela génère un risque fiscal.

- **IRG** : l'impôt sur le revenu global est calculé selon un barème progressif. Les rémunérations telles que les allocations ou primes qui ne sont pas payées dans une base mensuelle sont taxées à un taux forfaitaire de 10%. Le paiement est effectué par des retenues mensuelles à l'égard des salaires versés. Nous avons observé une variation positive de ce compte qui correspond à l'augmentation des salaires.

Les dettes reprises dans le tableau suivant sont relative aux taxes dues sur le dernier mois (Décembre 2015). La dette IBS est le montant d'impôt estimé sur le résultat de 2015.

Tableau n°22 : Dettes d'impôts 2015

DZD'000	2015
IRG	410
IBS	31,412
TAP	1,522
Totaux	33,344

SOURCE : BG de Medicsanté

❖ Synthèse

La revue des postes bilan de l'entité montre que :

- ⇒ Les stocks représentent la plus grosse part de l'actif avec 56% du total actif.
- ⇒ Le deuxième poste significatif du bilan est la trésorerie (environ 30% de l'actif).
- ⇒ Les créances clients ne représentent que 9% du total bilan. Cela est expliqué par les délais très serrés qu'accorde Medicsanté à ses clients. La plupart des clients paient leurs marchandises dans un délai d'une semaine, ce qui justifie la bonne situation de la trésorerie de la société.

- ⇒ Les capitaux propres de Medicsanté constituent 67% de son total bilan. Ces capitaux comprennent le report des résultats positifs réalisés qui n'ont pas encore été distribués.
- ⇒ L'emprunt figurant dans les comptes représente l'apport des actionnaires sollicité par le conseil d'administration sur proposition du PDG pour les besoins de trésorerie affichés en 2014.
- ⇒ Les dettes courantes sont constituées des charges d'impôts (IBS, TAP, IRG,..) Mais aussi des dettes auprès des fournisseurs étrangers, pourvoyeurs de Medicsanté en matière premières et médicaments.

3.6.2. Revue du compte de résultat de Medicsanté

Le compte de résultat est issu des balances générales communiquées par Medicsanté SPA. Ce compte de résultat ne comporte aucun ajustement. Il est présenté sous un format autre que celui préconisé en Algérie pour qu'il soit compris par PHARMLEADER : (Voir annexe n°3).

A. Analyse du chiffre d'affaires

Le tableau suivant nous indique l'évolution du chiffre d'affaire :

Tableau n°23: Evolution du chiffre d'affaires

DZD'000				
Chiffre d'affaires	2015	2014	Variation	Variation en %
	1 231 925	1 121 085	110 839	10%

SOURCE : BG de Medicsanté.

Le chiffre d'affaires global a connu une hausse de 10%, ce qui équivaut à 110 MDZD. Cette performance a été réalisée malgré l'arrêt de vente d'un produit qui représentait 17% des revenus de la revente en l'état en 2014.

Un effet conjugué quantité/prix sur les principaux produits de la société a impacté l'évolution de son chiffre d'affaires à savoir :

- **Effet quantité** : globalement, Medicsanté a réalisé moins de ventes sur l'exercice 2015 en comparaison avec 2014 (-255 515 boîtes) comme le montre le tableau suivant :

Tableau n°24 : Analyse du CA par activité

unité: boîte- KDZ				
Activité	2015		2014	
	Quantité	Valeur	Quantité	Valeur
Conditionnement	3 762 155	1 051 564	3 987 645	960 206
Revente en l'état	887 385	180 360	917 410	160 880
Totaux	4 649 540	1 231 925	4 905 055	1 121 085

SOURCE : BG de Medicsanté.

Cette baisse est expliquée par :

- ⇒ Les retards d'expédition enregistrés sur l'exercice et les retards dans l'obtention des bulletins d'autorisation de vente de certains produits¹ auprès de l'autorité de contrôle LNCPP (Laboratoire National de Contrôle des Produits Pharmaceutiques) pour les produits conditionnés.
- ⇒ La décision du management de ne plus commercialiser certains produits revendus en l'état qui ne sont plus prescrits dans le marché local (GOB, GEN..) et
- ⇒ L'interdiction par les autorités du ministère de la santé d'importer certains produits et de les produire localement.
- **Effet prix :** La baisse des quantités vendues n'a pas affecté le chiffre d'affaire. En effet, courant 2015, l'appréciation de l'euro face au dinar a contraint Medicsanté de vendre à des prix plus élevés par rapport à l'exercice 2014, dont l'effet a été supérieur à la baisse des quantités.

B. Analyse de la marge brute

Le tableau suivant illustre l'évolution de la marge brute de la société Medicsanté entre 2014 et 2015 :

Tableau n°25: Evolution de la marge brute de Medicsanté

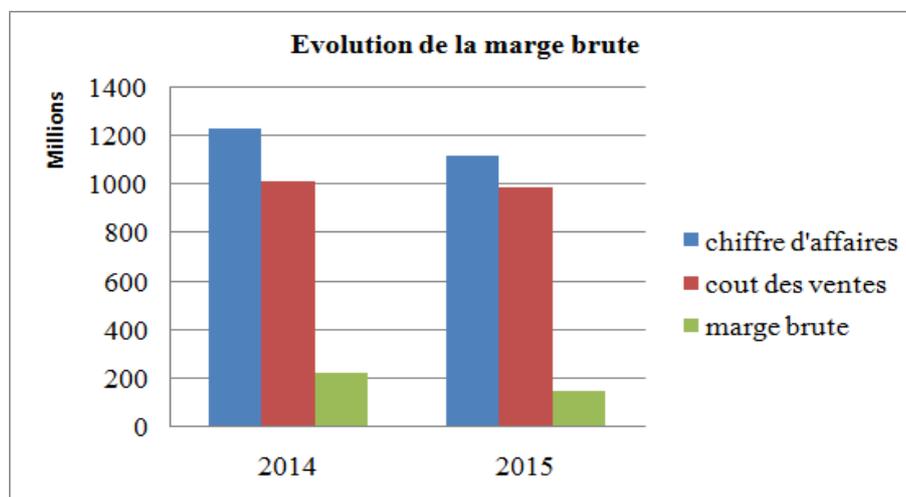
DZD'000	2015	2014	Var	Var %
Chiffre d'affaires	1,231,925	1,121,085	110,840	+10%
Coût des ventes	-1,012,903	-977,617	-35,286	+4%
Marge brute	219,022	143,468	75,946	+53%
Marge brute / Revenus	18%	13%		

SOURCE : BG de MEDICSAÑTE.

¹ Un retard de 4 mois a été enregistré dans l'obtention de l'autorisation de vente pour un produit..

Nous constatons une évolution positive de l'ordre de 53%, de la marge brut entre l'exercice 2014 et 2015, générée par la croissance de la valeur du chiffre d'affaire pour cette période.

Figure n°9 : Evolution de la marge brute



SOURCE : Elaborée par l'étudiante.

Faute d'avoir les statistiques sur les consommations par produit, nous n'avons pas pu faire l'analyse de marge par produits.

Nous remarquons une volatilité de la marge brute réalisée sur les deux exercices (2014 et 2015). Nous n'étions pas en mesure d'expliquer cette volatilité faute d'analyse et de données fournies par Medicsanté (indisponibilité des consommations par produits, de l'inventaire des stocks au 31/12/2014).

C. La revue des frais généraux et administratifs

Comme l'illustre le tableau suivant, les frais généraux et administratifs de l'entité ont enregistré une évolution positive de l'ordre de 13% en 2015 par rapport à 2014 :

Tableau n°26 : Revue des frais généraux et administratifs

DZD'000	12/31/2015	12/31/2014
Frais généraux et administratifs	36,189	31,997

SOURCE : BG de Medicsanté

Ces frais généraux et administratifs correspondent aux éléments inscrits dans ce tableau :

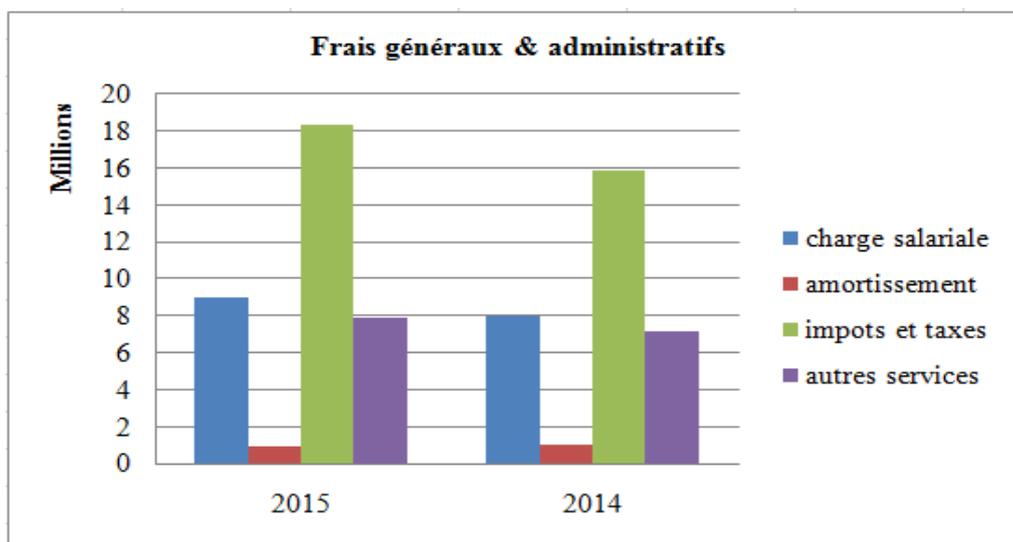
Tableau n°27 : Composition des charges et services extérieurs

DZD'000	2015	2014
Charge salariale	9,008	7,972
Amortissement	949	1,014
Impôts et taxes	18,362	15,864
Autres services	7,870	7,147
Totaux	36,189	31,997

SOURCE: BG de MEDICSANTE.

Le graphique ci-après illustre la variation observée de ces éléments sur les deux dernières années.

Figure n°10 : Frais généraux & administratifs



Source : Elaborée par l'étudiante.

La variation notée dans les frais généraux et administratifs est engendrée par les salaires et les charges d'impôts. En effet, la charge TAP représente plus de 50 % du total des frais généraux et administratifs.

D. La charge salariale

La masse salariale ne représente que 2% du total CA. Le nombre de salariés de MEDICSANTE est de 40 employés. 63% de la masse salariale est affectée à l'activité de conditionnement, le reste (27%) concerne le personnel de l'administration.

Nous avons constaté une révision à la hausse de l'ensemble des salaires à chaque début d'année. La hausse enregistrée sur 2015 est de +13%.

- **Les amortissements :** La charge d'amortissement est très faible, elle ne représente que 1% du CA. Cela reste cohérent avec le niveau des investissements de la société, et l'activité de cette dernière, qui ne nécessite pas de grandes immobilisations.
- **Impôts & taxes :** La principale taxe est la TAP qui représente 1.4 % du chiffre d'affaires. La hausse enregistrée sur l'exercice 2015 est cohérente avec la hausse du CA.
- **Autres services :** Ils sont constitués de frais de transport, assurances, frais de déplacements et réception, honoraires. Ces charges sont restées stables par rapport à 2014.

E. La revue du résultat financier

Le résultat financier de la société a évolué de la manière suivante :

Tableau n°28: Evolution du résultat financier

DZD'000	2015	2014	Var
Charges financières	-31,319	-63,059	31,74
Produits financiers	1,970	3,948	-1,978
Résultat financier	-29,349	-59,111	29,762

SOURCE: BG de MEDICSANTE.

Les transactions financières comprennent les commissions bancaires sur crédit documentaire ainsi que les gains et pertes de change suivant ce tableau :

Tableau n°29 : Charges financières

DZD'000	2015	2014
Commissions	17,180	4,539
Perte de change	14,139	58,52
Total	31,319	63,059

SOURCE : BG de MEDICSANTE.

L'ensemble des médicaments commercialisés sont importés de l'étranger. En 2014, Medicsanté avait des délais de paiement (fournisseurs) allant jusqu'à 2 mois. Les décalages entre les dates d'achat et les dates de paiement des fournisseurs ainsi que les fluctuations des cours de changes ont causé à la société 59 MDZD de perte de change.

En 2015, les délais de règlement ont été réduits, ce qui a généré la diminution de la perte de changes. Parallèlement, les commissions ont connu une nette hausse durant l'exercice 2015 (relatives au crédit documentaire et remise documentaire).

Nous avons noté que Medicsanté n'a provisionné aucune perte de change latente à la date du 31 Décembre 2015. La perte de change que nous avons estimé a de 4,5 MDZD (voir page dettes fournisseurs).

F. Revue des autres produits et charges

Les autres charges de Medicsanté ont considérablement baissé par rapport à 2014, tandis que ses autres produits ont connue une hausse d'environ 2,5 MDZD.

Tableau n°30 : Revue des autres produits et charges

DZD'000	31/12/2015	31/12/2014
Autres charges	-4,379	-11,684
Autres produits	16,235	13,798

SOURCE : BG de MEDICSANTE.

- **Autres charges :** Ce sont les dotations aux provisions pour dépréciation des comptes d'actif. Les 11,6 MDZD constitués en 2014 sont répartis entre :
 - Stocks : un montant de 7 MDZD de produits périmés a été identifié en 2014. Ce montant été provisionné à 100 %.
 - Créances clients : un montant de 4 MDZD de chèques reçus des clients retournés impayés a été provisionné à 100% (voir p créances provisionnées).

Medicsanté constitue à chaque fin d'exercice ces provisions et reprend de l'autre coté (autres produits) à les provisions constitués en N-1.

En 2015, les produits avariés ont été exclus des inventaires physiques. Medicsanté n'a pas constitué de provision pour dépréciation des stocks mais a constaté la reprise de la provision constituée en 2015.

Nous n'avons pas de certitude que les produits périmés ont été comptabilisés en charges.

- **Autres produits :** Le détail des autres produits comptabilisés en 2015 est le suivant :

Tableau n°31 : Autres produits

DZD'000	2015
Plus value de cession	1,345
Pdts exceptionnels	3,122
Reprise/perte de valeur	4,199
Reprise d'exploitation Val actif courant	7,485
Sous total	16,151
Total produits	16,253

SOURCE : BG de Medicsanté.

La plus value de cession est relative aux deux véhicules cédés en 2015 (Un véhicule de marque Mercedes et un camion).

Les 3 MDZD sont les refacturations des frais payés à l'autorité de contrôle LNCPP pour le compte des deux fournisseurs : Iba et Pharmleader.

❖ **Synthèse**

- ⇒ Le chiffre d'affaires de Medicsanté a connu une hausse de 10 % en comparaison avec 2014. Cette hausse est expliquée par l'effet conjugué quantité/prix en globalité sur es produits phares de la société.
- ⇒ Il est noté une nette amélioration de la marge brute durant l'exercice 2015 qui est due à la faible évolution des couts de vente (+3%).
- ⇒ Les frais généraux ont enregistré une hausse de 13% due principalement à l'importance de la charge d'impôts et des salaires. L'évolution de la charge d'impôt est cohérente avec le chiffre d'affaires (la TAP représente 2% du CA).
- ⇒ Les autres produits et charges sont constitués des dotations aux dépréciations des comptes d'actifs et les reprises sur ces provisions, mais aussi des refacturations de certaines charges pour les fournisseurs étrangers.
- ⇒ Les charges financières sont constituées principalement des pertes de changes et des commissions sur crédit documentaire. Notons que les cours de changes ont enregistré une volatilité défavorable entre 2013 et 2014 ce qui explique l'importance des charges financières sur 2014.
- ⇒ L'amélioration du résultat net de la société est due principalement à l'appréciation de la marge brute (+75 m DZD) et du résultat financier (30 MDZD).

3.6.3. L'analyse de l'équilibre financier de Medicsanté

Les retraitements suivants ont été effectués sur le bilan fourni par Medicsanté pour présenter le bilan ajusté pour l'année 2015: (Voir annexe n°4).

- ⇒ Correction de la valeur des stocks au 31 Décembre 2015 suite à la revue des coûts de conditionnement des produits pour dépréciation des créances clients pour un montant de 20 237 KDZD.
- ⇒ Révision à la hausse de la provision pour dépréciation des créances clients pour un montant global de 6 494 KDZD. Ce montant correspond à des chèques reçus des clients qui sont retournés impayés.
- ⇒ Actualisation des dettes libellées en monnaie étrangères (euro) au taux de change de clôture pour montant de 4 543 K DZD.
- ⇒ Nous n'avons pas pu estimer la correction de la valeur des stocks au 31 Décembre 2014 dans la mesure où nous n'avons pas obtenu les inventaires physiques arrêtés à cette date.

A. Présentation du bilan fonctionnel en lignes de la société Medicsanté

Tableau n°32: Bilan fonctionnel de Medicsanté

	2015	2014
Ressources stables (1) :	487 118	384 202
Capitaux propres + Dettes financières à long terme.		
Emplois stables (2) :	41 125	49 562
Immobilisations (corporelles + incorporelles + financières).		
Fonds de roulement (1) – (2)	445 993	334 640
Stocks (3)	408 257	196 089
Créances (4)	70 456	79 707
Dettes d'exploitation (5)	257 972	315 699
Besoin en fonds de roulement (3) + (4) – (5)	220 741	-39 903
Trésorerie positive (6)	225 252	374 543
Trésorerie négative (7)	0	0
Trésorerie nette (6) – (7)	225 252	34 543

SOURCE: Elaborée par l'étudiante.

La société Medicsanté affiche en 2015 un BFR avoisinant les 221 MDZD, tandis qu'en 2014, elle bénéficiait d'une ressource en fond de roulement (BFR négatif).

L'analyse des éléments constituant le BFR montre que sa détérioration est expliquée par trois (03) faits significatifs :

- ⇒ L'autorisation d'importation pour 2015 n'a été obtenue que vers la fin du premier trimestre. Cela a engendré des décalages dans les programmes d'importation sur

toute l'année. Le niveau des stocks en fin d'année a augmenté en conséquence.

⇒ Les délais mis par l'autorité de contrôle LNCPP dans la délivrance des autorisations de vente qui a influencé négativement les ventes de Medicsanté.

⇒ L'exigence des fournisseurs étrangers d'un paiement au comptant à la fin 2014.

Toutefois, le fonds de roulement dégagé couvre largement le besoin de fonds de roulement sur les deux années, et permet de dégager une trésorerie notamment en 2014.

En effet, cette situation (niveau de cash important et BFR négatif) est typique aux sociétés de distribution auxquelles est assimilée la société Medicsanté. Ceci nous amène donc à dire que la structure de bilan de l'entité est équilibrée.

Cependant, Medicsanté souffre d'un manque à gagner lié à la non fructification des liquidités excédentaires que dégage son activité. Elle devrait donc songer à rentabiliser cette trésorerie.

C. Indicateurs clés

Tableau n°33: Tableau des indicateurs clés de l'équilibre financier

DZD'000	2015	2014
Revenus	1,231,925	1,121,085
Créances clients	67,677	58,733
Délais crédits clients	20	19
Consommations	983,230	966,186
Dettes fournisseurs	158,655	262,083
Délais crédit fournisseurs	57	98
autonomie financière	67%	55%

SOURCE : Analyses élaborées par l'étudiante.

Nous constatons que Medicsanté bénéficie d'une certaine indépendance financière vis-à-vis des bailleurs de fonds. Cette autonomie s'est appréciée en 2015 en raison de la forte augmentation du résultat net de l'exercice 2015 (+205% par rapport à 2014).

3.6.4. Analyse de la rentabilité de Medicsanté :

Pour cette analyse, nous avons effectué des retraitements des postes du bilan de MEDICSANTE : (Voir annexe n°5).

La lecture du compte de résultat nous indique que le résultat net a considérablement augmenté de 2014 à 2015. En fait, il a plus que triplé, cette augmentation est principalement due à l'appréciation de la marge brute (+75 MDZD) et du résultat financier. Ce dernier ayant

augmenté de 50%.

En effet la marge brute a augmenté grâce à :

- ⇒ La faible évolution des coûts de vente (+3%).
- ⇒ La hausse du chiffre d'affaires de Medicsanté (+10%) par l'effet conjugué quantité/prix expliqué plus haut.

Quant au déficit financier (résultat financier négatif), il a été réduit de moitié. L'importance des charges financières (constituées principalement des pertes de change et des commissions de crédit bancaire) sur 2014 est expliquée par la volatilité défavorable des cours de change entre 2013 et 2014.

La lecture du compte de résultat étant terminée, nous passons désormais à l'analyse des soldes intermédiaires de gestion (SIG) de la société Medicsanté :

Globalement, les SIG de Medicsanté sont haussiers, signe d'une bonne rentabilité de la société : (Voir annexe n°6).

- ⇒ La valeur ajoutée a augmentée de 46% par rapport à 2014. Cet accroissement est dû principalement à la hausse importante du chiffre d'affaires (+10%).
- ⇒ L'excédent brut d'exploitation de la société a connu une hausse de 55.7% et représente 16% du CA. Ceci est significatif d'une bonne rentabilité de l'exploitation.
- ⇒ Le résultat d'exploitation, en hausse également (de 77%), nous fait remarquer que l'entreprise n'investit pas énormément. En fait, acquérir de nouvelles machines pour étendre son activité (se développer dans d'autres pathologies où il y a pénurie de médicaments), ou investir dans la production locale pourrait rentabiliser davantage l'affaire.
- ⇒ Le résultat courant avant impôt ainsi que le résultat net ont plus que triplé. L'importante baisse du déficit financier explique en partie cette augmentation. L'autre partie se justifie par la hausse de la marge brute.
- ⇒ Enfin, nous avons impacté le résultat net des ajustements effectués lors de la revue des comptes. Ces retraitements ont réduit le résultat net de 23%, ce qui est relativement important.

Le calcul de la capacité d'autofinancement :

CAF = Résultat net + Dotations aux amortissements et aux provisions - Plus values de cession

$$\text{CAF} = 104\,478 \text{ MDZD}$$

La CAF représente 11% du CA de MEDICSANTE. L'emprunt pouvant être remboursé par la trésorerie excédentaire, et les actifs corporels étant amortis à 70%, la CAF pourrait être mise à profit pour financer la croissance de l'activité uniquement.

3.6.5. L'analyse du risque de défaillance de la société Medicsanté

Cette méthode est spécifique au contexte français et au modèle d'analyse financière de la Centrale des Bilans de la Banque de France. Nous l'illustrons dans notre présent cas en guise d'application numérique afin de la mettre en pratique. Il est donc possible que le résultat ne corresponde pas à la réalité.

$$R_1 = \frac{\text{frais financiers}}{\text{résultat économique brut}} = \frac{31\,319}{190\,138} \quad R_1 = 16.4\%$$

$$R_2 = \frac{\text{ressources stables}}{\text{capitaux investis}} = \frac{487\,118}{261\,866} \quad R_2 = 186\%$$

$$R_3 = \frac{\text{CAF}}{\text{endettement financier}} = \frac{104\,478}{60\,500} \quad R_3 = 172\%$$

$$R_4 = \frac{\text{résultat économique brut}}{\text{chiffre d'affaires}} = \frac{190\,138}{1\,231\,925} \quad R_4 = 15.4\%$$

$$R_5 = \frac{\text{dettes commerciales}}{\text{achats TTC}} = \frac{158\,655}{983\,230} \quad R_5 = 16.1\%$$

$$R_6 = \frac{\text{variation de la valeur ajoutée}}{\text{valeur ajoutée } n-1} = \text{Taux de variation de la valeur ajoutée}$$

$$= \frac{74\,427}{161\,420} \quad R_6 = 46.1\%$$

$$R_7 = \frac{\text{stocks} + \text{travaux en cours} + \text{créances d'exploitation} - \text{avances clients}}{\text{production}}$$

$$R_7 = \frac{408\,257 + (61\,183 + 5\,183 + 4\,090) - 3\,953}{1\,051\,564} \quad R_7 = 45.1\%$$

$$R_8 = \frac{\text{investissements en immobilisations}}{\text{valeur ajoutée}} = \frac{40\,604}{235\,847} \quad R_8 = 17.2\%$$

En appliquant ces rotios à la fonction score Z, on obtient le score de la société Medicsanté calculé ci-dessous :

$$100Z = -1.255R_1 + 2.003R_2 - 0.824R_3 + 5.221R_4 - 0.689R_5 - 1.164R_6 + 0.706R_7 + 1.408R_8 - 85.544$$

$$100Z=196.4 \Rightarrow Z=1.964 \text{ plus grand que } 0.125$$

Ainsi, selon cette fonction, Medicsanté présente une faible probabilité de défaillance.

Suivant ce tableau, cette probabilité correspond à 9.5%.

Les probabilités de défaillance en fonction des scores obtenus :

Tableau n°34 : Probabilité de défaillance en fonction des scores obtenus

Score Z obtenu	Probabilité de défaillance
-1,875	100
-0,875	95.60
-0,25	73.80
+0,125	46.90(zone d'incertitude)
+0,625	33.40
+1,250	17.70
Au-delà de +1,250	9,50

SOURCE: Jean Pierre Thibaut, le diagnostic d'entreprise :guide pratique, 3eme edition,Grenoble, 1993,P82.

3.6.6. Evaluation de Medicsanté

Faute d'informations permettant de faire l'évaluation de la société Medicsanté due notamment au fait que ce travail n'est pas prévu dans la lettre de mission, en ce sens que l'acquéreur potentiel (Pharmleader n'a pas sollicité la valorisation de sa cible, nous proposons de simuler cette opération dans le seul but de mettre en pratique les méthodes d'évaluation précédemment étudiées.

Il est donc à noter que les hypothèses sur lesquelles nous travaillons dans cette partie peuvent être erronées.

En l'absence du business plan la société Medicsanté, qui rappelle le, constitue le document de base pour faire l'évaluation selon la méthode DCF, nous allons nous contenter des méthodes patrimoniales pour valoriser la cible.

A. L'actif net comptable corrigé (ANCC)

L'ANCC correspond à l'actif total moins les dettes après retraitement, c'est-à-dire, aux capitaux propres (toujours après retraitement).

Il est donc extrait directement du bilan ajusté présenté plus haut et correspond à la valeur des capitaux propres :

$$\text{ANCC} = 487\,188\,000 \text{ DZD}$$

Valeurs des fonds propres = $V_1 = ANCC = 487\,118\,000$ DZD

B. La méthode intégrant le goodwill

Pour simplifier nos calculs, nous avons perpétué le résultat du dernier exercice (2015) sur une période de visibilité de 5 ans, la formule étant la suivante :

$$GW = \sum_{j=1}^n \frac{B_j - ANCC * i}{(1+t)^j}$$

$ANCC = 487\,118$ KDZD

$i = 7\%$

Le bénéfice net ajusté = $102\,916$ KDZD

$B_j - ANCC * i = 102\,916 - (487\,118 * 7\%) = 68\,817,74$ KDZD

Taux d'actualisation : $t = 10\%$

$n = 5$

On obtient le résultat suivant :

$$\text{Le goodwill : } GW = \frac{68\,817,74}{(1+10\%)^1} + \frac{68\,817,74}{(1+10\%)^2} + \frac{68\,817,74}{(1+10\%)^3} + \frac{68\,817,74}{(1+10\%)^4} + \frac{68\,817,74}{(1+10\%)^5} = 260\,873,38 \text{ KDZ}$$

Taux des Obligations assimilable au trésor = 7%

Risque du secteur = 0%

Risque de l'entreprise = 3%

Taux d'actualisation = 10%

C. Multiples sous jacents

Le calcul de ces multiples s'obtient de la manière suivante :

Tableau n°35 : Tableau des multiples sous jacents

Multiple	Formule	V1	V2
EBITDA	Valeur d'entreprise */ EBITDA 2015	3,38	5
EBIT	Valeur d'entreprise */ EBIT 2015	3,45	5,09
Résultat net (PER)	Valeur des Fonds Propres/Résultat net 2015	4,73	7,27

SOURCE: Elaborée par l'étudiante.

- (*) : La valeur d'entreprise est égale à la valeur des fonds propres augmentée de la valeur d'endettement financier de la société. Ce dernier étant $60\,500$ KDZA pour l'année 2015, les valeurs d'entreprise correspondant aux deux valeurs des fonds propres calculés ci-dessus sont de :

- 547 618 000 DZD correspondant à une valeur de fonds propres 487 118 000 DZD calculés selon la méthode de l'ANCC.
- 808 491 138 DZD correspondant à une valeur des fonds propres de 747 991 380 DZD calculé selon la méthode intégrant le goodwill.

NB : les indicateurs utilisés (EBITDA, EBIT, RN) sont compactés des ajustements effectués.

Nous remarquons une proximité entre le multiple d'EBITDA et le multiple d'EBIT qui s'explique par les faibles amortissements et aux provisions de Medicsanté.

3.6.7. Constats et recommandations :

A travers l'étude menée dans notre cas pratique, nous retiendrons les points essentiels, comportant certains risques financiers, que nous aurons à communiquer à notre client. Il s'agit des éléments suivants qui lui serviront de base à la valorisation de Medicsanté:

Tout d'abord, en ce qui concerne les états financiers de Medicsanté, nous avons pris connaissance que leur établissement est confié à un cabinet externe. Notre revue des comptes a relevé l'absence d'analyse de compte ajoutée aux éléments suivants:

- ⇒ Le non rapprochement de l'inventaire physique des investissements avec ce qui a été comptabilisé.
- ⇒ Le rapprochement entre l'inventaire physique des stocks et la comptabilité n'est pas formalisé. Ajouté à l'absence de fiches de comptage, de PV d'inventaire signé, de commission d'inventaire.
- ⇒ La provision pour stock périmé constituée en 2014 n'apparaît plus dans les états financiers 2014.
- ⇒ Le non rapprochement entre les créances figurant dans le logiciel de facturation de Medicsanté et les créances comptabilisées. Un écart de 4.8 MDZD est non expliqué.

De plus, les éléments suivants ont été observés :

- ⇒ La valeur des stocks est surestimée de 20 MDZD à cause de charges prévisionnelles qui n'ont pas été ajustées avec les charges réelles. Certaines charges ne font pas partie des coûts de conditionnement des produits. En l'occurrence la perte de change ainsi que les frais divers.
- ⇒ Medicsanté ne dispose pas de système d'information. Un logiciel de facturation a été développé en interne. Ce logiciel ne donne pas une visibilité sur les créances clients antérieures à une année.

- ⇒ Medicsanté a pour usage de livrer ses produits à ses clients contre présentation d'un chèque à hauteur du montant de la facture. Elle garde ce chèque quelques jours (sans dépasser 20 jours) avant de le présenter à la banque pour encaissement. Cela continue en effet une pratique dangereuse pour Medicsanté dans la mesure où le montant du chèque peut ne pas être provisionné => risque de non paiement.
Un chèque de 458 KDZD datant de sept mois n'a toujours pas été crédité à la banque.
- ⇒ Le montant des réserves légales n'est pas conforme à la réglementation en vigueur.
- ⇒ Une perte de change de 4,5 MDZD générée par l'actualisation des dettes fournisseurs étrangers qui n'est pas provisionnée.
- ⇒ Medicsanté paye 1,4% de TAP au lieu de 2%. Elle risque un redressement fiscal en cas de contrôle.

Toutefois, les états financiers de Medicsanté ont été certifiés sans réserve pour les exercices 2013, 2014 et 2015. Le rapport CAC (Commissariat Aux Comptes) sur les états financiers 2014 et 2015 n'a pas relevé d'anomalies significatives.

➤ **Recommandations**

- ⇒ Dédier une commission d'inventaire (stock et investissement) chargée de faire le comptage et signer les PV d'inventaire.
- ⇒ Effectuer et formaliser les différents rapprochements cités plus haut.
- ⇒ Corriger la valeur des stocks et diminuer les capitaux propres du montant de la correction.
- ⇒ Tenir un fichier de suivi sur Excel des créances/clients antérieurs à une année pour avoir une meilleure visibilité, ou changer de logiciel de facturation.
- ⇒ Exiger des clients des moyens de paiement plus sûrs : des chèques attestant l'existence et le blocage de la provision à l'ordre de Medicsanté (chèque de banque par exemple).
- ⇒ Ajuster le montant des réserves légales.
- ⇒ Provisionner le montant du chèque remis à l'encaissement à hauteur de 50% et celui de la perte de change (4.5 MDZD) intégralement.
- ⇒ Payer la TAP réglementaire qui est de 2% du chiffre d'affaires.

Ensuite, L'analyse de l'équilibre financier de medicsanté a fait ressortir l'élément suivant :

⇒ Le niveau de cash de l'entreprise étant très élevé n'a pas été mis à profit pour rembourser l'emprunt, ni pour placer afin de le fructifier.

Toutefois, avec un niveau d'endettement acceptable et une trésorerie significative, la société présente un bilan à faible profil de risque.

L'analyse de la rentabilité de la société de sa part nous a indiqué le fait suivant :

⇒ Le niveau d'investissement de Medicsanté est très faible compte tenu des résultats qu'elle génère.

Quant à l'analyse du risque de défaillance, celle-ci se veut rassurante puisqu'elle assigne à Medicsanté une probabilité de défaillance relativement faible. Ceci suggère un bon rendement économique.

➤ **Recommandations :**

⇒ Rentabiliser le cash de l'entreprise en le plaçant (bourse, banque, bons de trésor), ou alors distribuer des dividendes aux actionnaires.

⇒ Acquérir de nouvelles machines pour conditionner plus de médicaments et augmenter son CA, ou bien investir dans la production de médicaments pour bénéficier d'une marge sur ventes plus importante (20 au lieu de 10 pour cent).

Enfin, pour ce qui est de l'évaluation de Medicsanté, en résumé nous pourrions proposer à Pharmleader une fourchette de valeur dont :

➔ La valeur minimale est : 487 118 000 DZD.

➔ La valeur maximale est : 747 991 380 DZD.

➤ **Recommandation :**

Pour appliquer la méthode des multiples à Medicsanté, nous pourrions nous inspirer d'économies semblables (Tunisie, Maroc ...) ou d'opérations algériennes récentes et procéder à des décotes ou des surcotes de correction.

Conclusion du chapitre 3:

A travers notre essai d'étude sur le déroulement d'une mission de due diligence financière avec l'équipe de Grant Thornton Algérie. Nous avons donc pris connaissance de l'ensemble des investigations nécessaires pour connaître au mieux la cible Medicsanté et aider le client Pharmleader à prendre sa décision pour le lancement de l'opération ou pas. En effet, Nous avons tenté tout au long de ce cas pratique de mettre en évidence les principales étapes de déroulement de la mission de due diligence financière. Pour ce faire nous avons tenté de suivre la méthodologie adoptée par le cabinet. Par conséquent, les recommandations que nous avons proposées ne sont pas parfaites, mais représentent une tentative de notre part pour améliorer la situation de la cible pour une réussite plus sûre de la transaction.

De nos jours les opérations de Fusions-acquisitions sont de plus en plus courantes et connaissent un essor sans égale, toute opération de fusion-acquisition est une formidable opportunité pour une entreprise, elle peut lui permettre de se développer davantage, de se transformer pour être mieux adaptée aux exigences du marché. Néanmoins le succès de cette opération n'est pas systématique, et dépend même de plusieurs paramètres. En effet, ses différentes phases doivent être bien menées, bien étudiées, pour générer de la valeur et de la réussite.

Notre travail de recherche traite essentiellement de la procédure de Due Diligence qui est l'une des phases préliminaires de la fusion-acquisition et qui demeure, une phase décisive, car bien que non obligatoire, sa contribution à la réussite d'une opération de croissance externe, reste très importante.

En guise de conclusion de ce travail, nous proposons de répondre à la problématique posée dans l'introduction, qui consiste, rappelons le, à indiquer la mesure dans laquelle la due diligence financière contribue à dégager une véritable radiographie de la cible dans un processus de fusion-acquisition

En effet, les risques financiers, non négligeables, auxquels sont assujetties toutes les entreprises procédant à des fusions acquisitions deviennent détectables par la due diligence financière, toutefois, l'ensemble des analyses, vérifications et investigations préalablement menés, permettent de limiter certains risques d'acquisitions et de donner des éléments clés pour la valorisation de la cible ; d'où notre vif intérêt pour cette étape majeure.

De notre étude, nous retenons que la Due Diligence Financière donne la possibilité aux investisseurs potentiels d'avoir une meilleure information financière pour leur prise de décision.

Avec cette méthode, tout investisseur potentiel désirant connaître la rentabilité ainsi que le potentiel de la société cible, se verra satisfait à travers l'analyse des différents agrégats, et cela avant même d'entamer le processus de négociation.

La phase de préparation est déterminante pour le bon déroulement d'une mission de due Diligence Financière. Dans un premier temps, l'auditeur organise sa mission, détermine le contexte dans lequel il va intervenir, puis, désigne les membres de son équipe qui l'accompagnent dans son intervention, ensuite, il transmettra au client une lettre de mission mentionnant tous les documents nécessaires à sa mise en œuvre. Pour finir, il fixera sa

responsabilité et regroupera son équipe dans la Data Room pour mener à bien les travaux d'investigations.

En outre, les travaux menés par l'auditeur diffèrent d'une mission à l'autre.

L'auditeur se charge de procéder à l'analyse de l'ensemble des éléments comptables tels que le bilan, le compte de résultat. La due diligence consistera à vérifier les postes clés (capitaux propres, résultat net, immobilisations, dette financière...). L'objectif de la due diligence se résume à obtenir des bases financières indispensables à la valorisation de la société, quel que soit la manière utilisée pour l'évaluation ainsi que les éléments de négociation du prix (ajustements de dette, garanties d'actifs et de passifs...)

La due diligence permet d'établir un diagnostic approfondi, juste et précis de la cible et de valider ce qui a été présenté lors des premières négociations. Cette procédure permettra par la suite à l'acquéreur de prendre des décisions en connaissance de cause, notamment lors des négociations.

A fin de mieux illustrer ce rôle nous avons décidé de contacter « Pharmleader », l'acquéreur de « Medicsanté», objet de notre cas pratique, pour connaître le dénouement de l'opération de fusion-acquisition, ce dernier nous a, effectivement, conforté dans notre raisonnement, et nous a assuré que cette due diligence financière, effectuée par Grant Thornton Algérie, aura été un passage primordial pour leur prise de décision.

D'une manière pratique, en faisant un parallèle, avec la conjoncture économique qui prévaut en Algérie, nous constatons qu'à travers les informations financières que nous pouvons récolter, nous inciterons au mieux les investisseurs potentiels qui seraient susceptibles d'investir en Algérie.

Constats et tests d'hypothèses

- ⇒ La croissance par voie de fusion-acquisition constitue la voie royale de la croissance de par les avantages qu'elles apportent aux investisseurs et par la suite la place que l'entreprise occupe sur le marché grâce à elle.
- ⇒ Les fusions-acquisitions constituent un processus généralement long, complexe et incertain quel que soit son degré de préparation. Long car les délais de certaines de ses phases comme l'identification de la cible ou l'obtention du feu vert des autorités de régulation échappent au contrôle de l'acquéreur. Complexe car une erreur de jugement ou d'exécution dans l'une des phases du processus peut affecter par corrélation toutes les autres. Incertain car ses étapes révèlent des problématiques

clés qui comportent un risque intrinsèque et des variables qui sont toutes aussi rationnelles que subjectives.

- ⇒ La réussite d'une fusion acquisition est tributaire des risques financiers, mais aussi des enjeux humains qui peuvent être déterminants dans la réussite ou l'échec de cette opération.
- ⇒ Aucun rachat ne se déroule jamais exactement comme prévu et les meilleurs acquéreurs savent que les obstacles surgiront à un moment ou à un autre ; l'audit est le moyen mis en œuvre pour palier ces risques et est considéré comme un système d'alarme capable de détecter les problèmes, les fraudes ou les insuffisances.
- ⇒ L'audit est l'examen professionnel d'une information en vue d'exprimer une opinion responsable et indépendante par référence à un critère de qualité qui peut être interne ou externe à l'organisation. L'examen professionnel renvoie aux méthodes, techniques et outils. Lorsqu'une entreprise contacte les auditeurs, ils se rendent sur place pour rencontrer ses dirigeants, ses employés et vérifier avec minutie la bonne tenue des finances. À partir de leur "enquête", ils établissent un rapport incluant un diagnostic sur la santé de l'entreprise.
- ⇒ La due diligence financière analyse le passé d'une entreprise, elle éclaire les zones d'ombre, met en évidence les problèmes auxquels pourrait faire face l'acquéreur. Elle traite le passé d'une société cible, pour qu'à l'avenir, l'information prévisionnelle soit plus fiable et l'opération de fusion et/ou acquisition plus prospère. N'est-il pas vrai, que pour affronter les défis du futur, il faut d'abord maîtriser les rouages du passé ...
- ⇒ La due diligence financière nécessite une grande humilité, méthode, curiosité, capacité à se remettre en question, agilité intellectuelle, chance (serendipity factor).
- ⇒ La due diligence financière permet à tout acquéreur d'obtenir la vision la plus nette possible de la santé financière de la cible en totale indépendance.

Notre étude nous a permis de répondre à ces points à travers des résultats présentés au troisième chapitre, mais aussi grâce aux deux chapitres théoriques.

Suggestions

- ⇒ Repérer les domaines qui requerront immédiatement l'attention de la direction et de préparer des plans d'urgence.
- ⇒ Difficile de garantir que, une fois l'affaire conclue, les nouveaux propriétaires disposeront de données de management suffisamment fiables pour conduire leur entreprise avec l'efficacité voulue, la due diligence doit donc couvrir un système d'information.
- ⇒ Les informations recueillies par chacun des spécialistes devraient être recroisées.

L'exploitation d'un marché peut influencer la capacité de production, laquelle est liée au financement des dépenses en capital. Tenir une séance de révision aussitôt que le travail de data room est complété, facilite le croisement des informations en clusters et à leur mise en perspective. Une vision d'ensemble de l'entreprise se dégage ainsi dès le départ et permet d'étoffer les questions qui seront examinées en séance de Questions- Réponses avec le vendeur. Cette méthode permet aussi à l'investisseur de réajuster le tir des spécialistes avant qu'ils ne produisent le rapport final.

- ⇒ Préparer l'après-acquisition. Les membres de l'équipe de due diligence font parfois des observations sur des aspects qui outrepassent leur domaine de recherche, comme la qualité des processus et des structures ou les relations informelles. Il est important que les spécialistes les recueillent en complément de leur rapport. Elles seront très utiles pour développer un plan d'action pour les trois mois qui suivent l'acquisition.
- ⇒ Etre vigilant au contrôle de gestion qui serait totalement indépendant du système comptable et basé sur des coûts normatifs dont l'origine est ancienne et non traçables. Ceci peut être particulièrement dramatique lorsque celui-ci utilisé pour fixer un prix ou évaluer des stocks notamment.

Un investisseur qui ne peut connaître les marges par activités/ produits s'expose à de mauvaises surprises post-investissement

- ⇒ Une bonne compréhension de la trésorerie existante est une bonne prévision adéquate de la trésorerie future ; il est donc déterminant d'analyser la trésorerie retraitée des mobilisations de créances, son analyse doit être statique et dynamique.
- ⇒ Il est d'usage d'apprécier le niveau normatif de l'EBITDA, d'éliminer les coûts non récurrents, d'affecter des augmentations tarifaires aux bonnes périodes, de considérer sur une année pleine les effets d'un plan social. Ces investigations

permettent ainsi à l'investisseur d'avoir un niveau de confort satisfaisant sur la capacité de génération de cash en rythme de croisière.

La réalisation de due diligence financière implique donc d'être particulièrement vigilant sur pas mal d'aspects. Les points d'attentions évoqués ci-dessus ne représentent pas un caractère exhaustif, mais constituent des problématiques régulièrement négligées.

Perspectives de recherche

Nous tenons enfin à signaler qu'il est toujours utile d'inciter les étudiants à choisir la mission de due diligence comme thème en abordant un autre aspect autre que le financier pour pouvoir avoir la mission au complet et l'analyse approfondie de la cible puisque d'un point de vue strictement financier, la réussite de l'investissement que représente une acquisition dépend essentiellement de la rentabilité future dégagée par la cible et la due diligence financière est plus rarement doublé d'une due diligence se plaçant dans une perspective plus stratégique d'acquisition de la cible. Malheureusement, cet audit est moins souvent réalisé, jugé peu utile et coûteux. Pourtant il permet à l'acquéreur de mesurer l'ensemble des risques inhérents à la cible ainsi que son potentiel de développement à long terme. S'il ne le réalise pas, l'acquéreur ne tiendra pas réellement compte lors de l'opération, du potentiel de rentabilité future de la cible alors que ce critère conditionne la réussite d'une acquisition.

On comprend dès lors l'importance de cet audit et on ne peut que regretter qu'il ne soit plus couramment réalisé d'autant que son coût est souvent plus que compensé par l'économie qu'il dégage.

C'est pourquoi on ne peut que conseiller à l'acquéreur de réaliser dans la mesure du possible un « full audit » qui lui permettra de mettre réellement à nu la cible et de connaître l'état concret de la société qu'il est sur le point d'acquérir. Le « full audit » lui permettra de vérifier la grande majorité des risques liés à une acquisition car une approche multidisciplinaire, passant en pratique par un dialogue et une coopération entre différents métiers constitue souvent une condition nécessaire pour une due diligence à condition qu'elle soit réalisé par une équipe compétente.

Bibliographie

Ouvrages

- Aswath DAMODARAN, Finance d'entreprise 2e édition, Ed De boeck, Bruxelles Belgique, 2006.
- BLACK, P. WRIGHT et J. BALCHMAN ; « Gestion de la valeur actionnariale » ; Ed. Dunod ; Paris ; 1999
- Claude-Annie DUPLAT, Évaluez votre entreprise, Ed. Vuibert, 2007.
- Claude-Annie DUPLAT; « Évaluer votre entreprise »; Éd. Vuibert; Septembre 2007
- Franck CEDDAHA. « Fusions-Acquisitions ». Ed Economica. 2005
- G LAYOLLE, « Fusions acquisitions : les chemins périlleux de l'intégration », édition DUNON, juin 1999
- Hervé HUTIN ; « Toute la finance » ; Éd. d'Organisation ; 1998, 2002, 2005 ; Chapitre 4 : audit.
- Jean-Pierre DETRIE ; «Strategor: politique générale de l'entreprise» ; Dunod ; Paris France; 2005
- L BRICIU & L NIVOIX, « Mise en perspective d'un siècle de fusions acquisitions en Europe et aux Etats-Unis», Management &Avenir, 2009
- La création de valeur est également au coeur e l'affrontement Société Générale-BNP autour de Paribas. Adendum 1999
- La main visible des managers, Economica, Paris, 1988.
- M. CHERIF et S. DUBREUILLE , « Investissement et création de valeur » ; Ed Pearson Education, 2005.
- Mohamed GOUALI; « Fusions-acquisitions : les 3 règles du succès » ; Eyrolles ; Paris France; 2008
- O. MEIER et G. SCHIER ; «Fusions Acquisitions- Stratégie Finance Management» ; Dunod ; Paris France ; 2003
- P KOHLER &JL MUCCHIELLI, « Déterminants et conséquences des fusions acquisitions », Nov.-Déc. 2000
- P.DELECOURT et M.FINE :« Négocier une entreprise » édition Lextenso, Paris France, 2008.

- P.GENESSE et P.TOPSAÇALIAN ; « Ingénierie financière » ; Éd. Economica ; Paris France ; 1999 .
- Pascal QUIRY et Yann LEFUR. Pierre VERNIMMEN : Finance d'entreprise. Ed Dalloz. 2008.
- Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, Analyse de l'information financière, Ed Economica, Paris France, 2007.
- Pierre, E. BESANÇON, « Valorisation d'Entreprise », Ed. d'Organisation, Paris France, 2004.
- Steven M. BRAGG : Mergers & aAcquisitions A Condensed Practitioner's Guide2012.

Thèses et travaux universitaire :

- Julie BARCIET ; fusion-acquisition+ création de valeur= due diligence stratégique utopie ou réalisme ? D.E.S.S Ingénierie Financière, Fusion Acquisition + Création de Valeur = Due Diligence Stratégique Utopie ou Réalisme?, Institut d'Administration des Entreprises de Bretagne Occidentale,2004
- Sadafi BENHAYOUN . M.A ; « L'audit interne : levier de performance dans les organisations publiques, Etude de cas Drapor » ; Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des entreprises ; Rabat 2001
- Sami BESBES, Cartographie des risques des opérations de fusions et acquisitions ; MBA-recherche, Université du Québec à Montréal, juillet 2007
- Selma CHEURFI; fusions-acquisitions : Sélection et évaluation de la cible, DSEB ; ESB ; Alger ;2011.
- Amira LOUADFEL ; audit d'acquisition financier ; DSEB ;ESB ; Alger ; 2014
- Marie-Christine BOLOGNA, Marie-Claude BRUNEEL-AUFFRET, Hélène LE BRUN , Nacima ZERRIATTE Facteur humain et réussite des fusions acquisitions : quels rôles et contribution de la fonction RH, MBA Ressources Humaines, Université de paris dauphine, 2011.
- Ghaieth MERDASSI et Khawla BERRACHED, Les fusions acquisitions et leurs conséquences RH. Etude de cas de la fusion absorption de la Fininvest par la Sudinvest, Institut supérieur de gestion de Tunis - Maitrise en Organisation et ressources humaines 2007.

- Mohamed Amine BEN ABDELLAH ;Les fusions-acquisitions : Vue d'ensemble et impact sur la performance (cas ESTB) ; Maitrise en Finance ; Université Tunis El Manar ;2009.
- Djalil SANOUN; fusions et acquisitions : sélection et évaluation des cibles potentielles ; DSEB ; ESB ; Alger 2009.

Sites web

- <http://hulstses.unblog.fr/2012/11/18/les-fusions-acquisitions/>
- <http://leblogalupus.com>
- <http://www.actufinance.fr>
- <http://www.algerie-eco.com>
- <http://www.jeulin.net/ScPo/fusions.htm>
- www.cafedelabourse.com
- www.chefdentreprise.com
- www.duediligence.fr
- www.financersonentreprise.com
- www.fusions-acquisitions.fr
- www.ifaci.com
- www.latribune.fr
- www.melchior.fr
- www.pwc.com
- www.vernimmen.net
- www.wallfinance.com
- www.Wikipédia.com

Autres documents

- Cours : Fusion-acquisition, élaboré par Mr R.Keddouri, module : Montage financier .
- Cours : Méthodes d'évaluation d'entreprise, élaboré par Mr N.Azouani,enseignant module : diagnostic et évaluation d'entreprise à l'Ecole Supérieure de Commerce.
- Denis DAUCHY ,Faut-il miser sur la croissance interne ou externe pour grandir?publié le 16/01/2014 , chefdentreprise.com.
- Financial Due Diligence (FDD) Toolkit, Quality of Earning, Key concepts guide. January 2012, KPMG .

Bibliographie

- Guide d'analyse et de stratégie : Due diligence, media planet, juin 2008.
- LEFEVRE Francis, METENTO experts PWC, fusions & Acquisitions 2012, édition FRANCIS LEFEVRE.
- Livre blanc proposé par le groupe de travail de « fusions/ acquisitions » de CR2PA, l'archivage managérial face aux opérations de fusions acquisition, 28 pages, 2010.
- Philippe CAMPOSSociété en retournement : Comment améliorer une due diligence financière ;le 02 aout2012, CF News.
- Rapport sectoriel N°1, L'industrie pharmaceutique, Etat des lieux, enjeux et tendances lourdes dans le monde et en Algérie. Janvier 2011.
- Société de retournement : comment mener une due diligence financière ? , Philippe Campos, jeudi 02 aout 2012, CFnews.

Annexe n°1

Le bilan de Medicsanté

DZD'000	2015	2014
Immobilisations corporelles	40,603	47,090
Autres actifs financiers	278	253
IDA	244	2,220
Total actif non courant	41,125	49,562
StocKs et encours	428,494	196,089
Clients	67,677	58,733
Autres débiteurs	5,183	5,412
Impots et assimilés	4,090	15,562
Trésorerie	225,252	374,543
Total actif courant	730,696	650,340
Total actif	771,821	699,902
Capital émis	200,000	200,00
Primes & réserves	34,064	34,064
Résultat de l'exercice	134,189	43,980
RIA	150,139	106,159
Capitaux propres	518,391	384,202
Fournisseurs et comptes rattachés	158,391	262,083
Impots	33,344	16,238
Emprunts	60,500	36,500
Autres dettes	930	878
Passif courant	253,43	315,699
Total passif	771,821	699,902

Source : Balance Générale de Medicsanté.

Annexe n°2

La fiche de couts ajustée de Medicsanté

DZD'000	Charges	Services	Frais du personnel	Frais financiers	Frais divers	Amortissements	Perte de charge	CU reconstitué	CU Medicsanté	Ecart
	Ventes réelles en boites	4,028,097	15,431	17,000,000	0	9,264,577	0	0		
INO	15,396	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
GAS	252,627	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
CAP 25mg	45,824	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
CAP 50mg	26,841	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
ENA 5mg	31,413	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
ENA 20mg	261,682	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
DIO 600mg	210,592	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
DIO 300mg	186,588	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
POL 6	988,667	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
POL 12	366,082	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
IDE 30	562,727	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
IDE 60	246,817	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
VIT E	456,146	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
PHA 6	25,404	1.07	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
KET	85,349	1.077	4.10	3.99	0.00	2.49	0.00	11.62	27.56	-15.94
Total ventes	3,762,155									

Source : Analyse Grant Thornton.

Annexe n°3

Compte de résultat de Medicsanté

Non audité par GT DZD'000	2015	2014
Chiffres d'affaires	1,231,925	1,121,085
Coût des ventes	-1,012,903	-977,617
Marge brute	219,022	143,468
Frais généraux et administratifs	-36,189	-31,997
Autres produits	16,253	13,798
Autres charges	-4,379	-11,684
Résultat opérationnel	194,707	113,585
Produits financiers	1,97	3,948
Charges financières	-31,319	-63,059
Résultat financier	-29,349	-59,111
Résultat avant impôt	165,358	-54,475
IBS	-31,169	-10,495
Résultat net	134,189	43,980

Source : BG de Medicsanté

Annexe n°4

Bilan ajusté 2015 de Medicsanté

DZD'000	2015	AJE	2015 Ajusté	2014
Immobilisations corporelles	40,603		40,603	47,090
autres actifs financiers	278		278	253
IDA	244		244	2,22
TOTAL ACTIF NON COURANT	41,125		41,125	49,562
STOCKS ET ENCOURS	428,494	-20,237	408,257	196,089
Clients	67,677	-6,494	61,183	58,733
Autres débiteurs	5,183		5,183	5,412
Impôts & assimilés	4,090		4,090	15,562
Trésorerie	225,252		225,252	374,543
Total actif courant	730,696	-26,731	703,965	650,340
Total actif	771,821	-26,731	745,090	699,902
Capital émis	200,000		200,000	200,000
primes & réserves	34,064		34,064	34,064
Résultat de l'exercice	134,189	-31274	102,915	43,980
RIA	150,139		150,139	106,159
Capitaux propres	518,391	-31273	487,118	384,202
fournisseurs et cpts rattachés	158,655	4,543	163,198	262,083
Impôts	33,344		33,344	16,238
Emprunts	60,500		60,500	36,500
Autres dettes	930		930	878
Passif courant	253,430	4,543	257,972	315,699
Total passif	771,821	-26731	745,090	699,902

Source : Balance Générale de Medicsanté.

Annexe n°5

Le compte de résultat 2015 ajusté de Medicsanté

En DZD'000	2015	AJE	2015 ajusté	2014
Chiffres d'affaires	1,231,925		1,231,925	1,121,085
Coût des ventes	-1,012,903	-20,237	(1,033,140)	-977,617
Marge brute	219,022	-20,237	198,785	143,468
Frais généraux et administratifs	-36,189		-36,189	-31,997
Autres produits	16,253		16,253	13,798
Autres charges	-4,379	-6,494	-10,873	-11,684
Résultat opérationnel	194,707	-26,731	167,976	113,585
Produits financiers	1,970		1,970	3,948
Charges financières	-31,319	-4,543	-35,862	-63,059
Résultat financier	-29,349	-4,543	-33,892	-59,111
Résultat avant impôts	165,358		134,084	54,475
IBS	-31,169		-31,169	-10,495
Résultat net	134,189	-31,274	102,915	43,980

Source : Balance Générale de Medicsanté.

Annexe n°6

Soldes intermédiaires de gestion

Soldes intermédiaires de gestion			
DZD'000	Montant		
	2015	2014	% CA
Chiffre d'affaires	1 231 925	1 121 085	
Coût des ventes	1 012 903	977 617	
= MARGE BRUTE	219 022	143 468	18%
CA	1 231 925	1 121 085	
- Consommations de l'exercice ¹	983 230	948 809	
- Autres charges externes	12 848	10 856	
= VALEUR AJOUTEE	235 847	161 420	19%
- Impôts et taxes	18 362	15 864	
- Charges de personnel	24 438	21 628	
= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (ou EBITDA)	193 045	123 928	16%
- Dotations aux amortissements	10 213	12 457	
- Dotations aux provisions (autres charges)	4 379	11 684	
- Reprises sur provisions ²	11 684	7 462	
= RESULTAT D'EXPLOITATION (ou EBIT)	190 138	107 249	15%
- Le résultat financier	29 349	59 111	
+ le résultat exceptionnel ³	4 569	6 337	
= RESULTAT COURANT AVANT IMPOT	165 358	54 475	13%
- Impôt sur le bénéfice	31 169	10 495	
= RESULTAT NET	134 189	43 980	11%
- Ajustements :	31 274	-	-
Valorisation des stocks	20 237		
Dépréciation des comptes clients	6 494		
Perte de change	4 543		
RESULTAT NET AJUSTE	102 915	-	8%

Source : Elaborée par l'étudiante.

¹ Consommations de l'exercice = Coût d'achat des produits revendus en l'état + matières premières consommées dans le conditionnement.

² Reprises sur provision 2015 sont les dotations en provision 2014. Idem pour 2014.

³ Résultat exceptionnel = Plus value de cession + produits exceptionnels.

Table des matières

Dédicace	
Remerciements	
Sommaire.....	I
Liste des tableaux.....	II
Liste des figures.....	III
Liste des annexes.....	IV
Liste des abréviations.....	V
Résumé.....	VI
Introduction générale	A
Chapitre 1 : La croissance des entreprises par voie de fusion-acquisition.....	1
Section 1 : Les modes de croissances des entreprises	2
1.1.La croissance interne (organique)	2
1.1.1. Avantages de la croissance interne	2
1.1.2. Limites de la croissance interne	3
1.2. La croissance externe	3
1.2.1. Types de croissance externe	3
A. Les fusions-acquisitions	3
B. Les alliances	4
C. Les joint-ventures (JV)	4
1.2.2. Avantage de la croissance externe	4
1.2.3. Limites de la croissance externe	5
1.3. Croissance interne ou croissance externe, quelle voie choisir?	5

Section 2: Généralités sur les opérations de fusions- acquisitions	8
2.1. Définitions et Principales classifications existantes	8
2.1.1. Nature Juridique	8
A. La fusion	8
A.1. La fusion absorption	8
A.2. La fusion par création d'une société nouvelle	8
B. La fusion-scission	9
C. La cession partielle d'actif	9
D. Acquisition	9
2.1.2. Nature économique	9
A. Fusions horizontales	9
B. Fusions verticales	10
C. Fusions conglomerales	11
D. Fusion oblique ou concentrique	11
E. Fusion géographique	11
2.1.3. Le caractère amical ou hostile de l'opération	12
2.2. Motivations des Fusions-acquisitions	13
2.2.1. Les motivations stratégiques des fusions-acquisitions	13
2.2.2. Les motivations financières des fusions-acquisitions	15
2.2.3. Les motivations managériales des fusions-acquisitions	16
 Section 3 : La procédure de mise en place d'une opération de Fusion-Acquisition	 18
3.1. Réajustement stratégique	20
3.2. Définition des critères d'acquisition	21
3.3. Valorisation de la cible	21
3.4. Evaluation des synergies	22
3.5. Le processus de due diligence (audit d'acquisition)	23
3.6. Négociations	23
3.7. La structuration de la transaction	25
3.8. Clôture de la transaction	25
3.9. Intégration	26

Section4: Les avantages et inconvénients de la croissance par fusions-acquisitions	27
4.1.Les avantages	27
4.1.1. Du fait des caractéristiques du marché	27
4.1.2. Du fait des caractéristiques de l'entreprise	28
4.2.Les inconvénients et risques d'échec en matière de fusions-acquisitions	29
4.2.1. Les risques sociaux	29
4.2.2. Les risques managériaux	30
4.2.3. Les risques stratégiques	30
4.2.4. Un bilan globalement négatif	30
4.2.5. Les risques financiers	31
Conclusion du chapitre 1.....	33
Chapitre2: La due diligence financière.....	34
Section 1: Généralités (Concepts de base sur l'audit et la due diligence)	35
1.1.Origine, Définition et domaine d'application de l'audit	35
1.1.1. Origine et définitions	35
1.1.2. Les principaux domaines de l'audit	36
A. L'audit financier externe	36
B. L'audit interne	36
C. L'audit opérationnel	36
1.2. Le processus de la due diligence	37
1.2.1. Définition de la due diligence	37
1.2.2. Place de la due diligence dans l'opération de fusion acquisition	37
1.2.3. Les types de due diligence	38
A. Les vendors Due Diligence	38
B. Les Buy-Side Due Diligence	38
C. La due diligence financière	38
1.2.4. Objectifs de la due diligence financière	39
Section 2 : Les méthodes de valorisation de l'entreprise	42
2.1.L'approche patrimoniale	42
2.1.1. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé «ANCC»	42
A. L'ANC	42
B. L'ANCC	43

2.1.2. La méthode du goodwill	44
A. La méthode intégrant le goodwill	44
B. Le Goodwill par la méthode Indirecte (méthode des praticiens)	46
C. La méthode Directe ou Méthode Anglo-Saxonne	47
D. La méthode abrégée du goodwill	47
E. Intérêts et limites de l'approche patrimoniale	47
2.2.L'approche comparative	48
2.2.1.Les multiples boursiers	48
A. Price Earning Ratio (PER)	48
B. Price Earning to Growth (PEG)	49
C. Le PER relatif	49
2.2.2. Les multiples opérationnels	49
2.2.3.Intérêts et limites de l'approche comparative	50
2.3.Approche par les flux (ou approche financière ou de rendement)	51
2.3.1. La méthode DCF (Discounted cash flow)	51
2.3.2. Les modèles d'actualisation des dividendes (DDM: Dividend Discount Models)	53
A. Le modèle d'Irving Fisher	53
B. Le modèle de Gordon & Shapiro	54
2.3.3. Les autres modèles	54
A. Le modèle de Bates	54
B. Le modèle de Molodovski	55
Section 3 : La conduite d'une mission de due diligence financière	56
3.1.Acceptation de la mission et prise de connaissance de la cible	56
3.2.La planification de la mission	58
3.3.Travaux d'investigation	58
3.4.Vérifier le fondement de la comptabilité de l'entreprise	59
3.5.L'analyse des comptes de bilan	59
3.5.1. Les contrôles effectués sur les actifs	59
A. Immobilisations incorporelles, corporelles et financières	59
B. Stocks et en cours	60
C. Créances clients	61
D. Comptes financiers	61
3.5.2. Les contrôles effectués sur les passifs	62
A. Les provisions pour risques et charges	62

B. Les comptes fournisseurs et comptes de passifs courants	62
C. L'examen des engagements hors bilan	62
3.6.L'analyse de l'équilibre financier et de la situation de liquidité de l'entreprise	62
3.6.1. Le fonds de roulement	62
3.6.2. Le besoin en fonds de roulement	63
3.6.3. La trésorerie nette	63
3.7.L'analyse du compte de résultats	64
3.8.L'analyse du risque de défaillance de l'entreprise (la fonction score)	66
3.9.Conclusion de la mission	67
Conclusion du chapitre 2	69
Chapitre 3 : Traitement pratique d'une due diligence financière.....	70
Section 1 : Présentation de Grant Thornton Algérie.....	71
1.1.Grant Thornton International	71
1.2.Grant Thornton Algérie	72
1.3.Les valeurs de Grant Thornton	74
1.4.Les secteurs d'activités de Grant Thornton Algérie	75
Section 2 : Présentation du domaine pharmaceutique en Algérie et de la transaction de l'acquisition de Medicsanté par Pharmleader	76
2.1.Le cadre juridique et réglementaire du médicament dans le marché algérien	76
2.2.Le processus, de la molécule au médicament	77
2.3.Présentation de la transaction de l'acquisition de Medicsanté par Pharmleader	79
2.3.1. Les fusions-acquisitions dans le domaine pharmaceutique	79
2.3.2. Présentation de l'acquéreur Pharmleader.....	80
2.3.3. Présentation de la société cible Medicsanté	80
Section 3 : Déroulement de la mission	82
3.1. Préparation de la mission	82
3.1.1. Acceptation de la mission	82
3.1.2. Planification de la mission	82
3.1.3. Les modalités d'intervention	82
3.1.4. Les Limitations et l'étendue des travaux des auditeurs	83

3.1.5. La sélection de l'équipe intervenante	83
3.1.6. Les travaux d'investigation	84
A. Analyse du bilan de la cible « Medicsanté».....	84
A.1. Revue des immobilisations corporelles	84
A.2. Revue des stocks	85
A.3. Revue des créances clients	88
A.4. Revue de la trésorerie	90
A.5. Revue des capitaux propres	91
A.6. Revue des emprunts et dettes fournisseurs	92
A.7. Revue des dettes d'impôt	93
❖ Synthèse	94
B. Revue du compte de résultat de Medicsanté SPA	94
B.1. Analyse du chiffre d'affaires.....	95
B.2. Analyse de la marge brute	96
B.3. La revue des frais généraux et administratifs	97
B.4. La charge salariale	98
B.5. La revue du résultat financier	98
B.6. Revue des autres produits et charges	99
❖ Synthèse	100
C. L'analyse de l'équilibre financier de Medicsanté	101
C.1. Présentation du bilan fonctionnel en lignes de la société Medicsanté.....	101
C.2. Indicateurs clés	102
D. Analyse de la rentabilité de Medicsanté.....	102
E. L'analyse du risque de défaillance de la société Medicsanté.....	104
F. Evaluation de Medicsanté SPA.....	105
F.1. L'actif net comptable corrigé (ANCC)	105
F.2. La méthode intégrant le goodwill	106
F.3. Multiples sous jacents	106
Constats et recommandations	107
Conclusion du chapitre 3	111
Conclusion générale	112
Bibliographie.....	117

Annexes.....I