

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de
Master**

Spécialité : Audit et contrôle de gestion

THEME :

**Due diligence financière et son impact sur
la réévaluation des transactions M&A
CAS : Entreprise cliente du cabinet
KPMG Algérie**

Présenté par :

Mr. OUARAB Mohamed

Encadré par :

Mme. BOUABBACHE Sihem

Professeur à l'école supérieure
de gestion et d'économie
numérique

Année universitaire

2025-2026

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de
Master**

Spécialité : Audit et contrôle de gestion

THEME :

**Due diligence financière et son impact sur
la réévaluation des transactions M&A
CAS : Entreprise cliente du cabinet
KPMG Algérie**

Présenté par :

Mr. OUARAB Mohamed

Encadré par :

Mme. BOUABBACHE Sihem

Professeur à l'école supérieure
de gestion et d'économie
numérique

Année universitaire

2025-2026

Sommaire

Dédicaces	II
Remerciements	III
Liste des figures	IV
Liste des tableaux	V
Liste des abréviations	VI
Résumé.....	VII
Abstract	VIII
 Introduction générale	 01
 Chapitre 01 : Fondements théoriques de la due diligence et de valorisation d'entreprise	 04
Section 01 : Cadre conceptuel de la due diligence.....	05
Section 02 : Les transactions de fusions-acquisitions et la due diligence financière	28
 Chapitre 02 : Impact de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions M&A	 65
Section 01 : Présentation de l'entreprise d'accueil.....	66
Section 02 : La réévaluation des entreprises dans le cadre de la due diligence.....	74
 Conclusion générale.....	 115
Bibliographie	117
Table des matières.....	119

Dédicaces

À ma chère mère,

dont l'amour inconditionnel, les sacrifices silencieux et la tendresse indéfectible ont été ma force tout au long de ce parcours. Aucun mot ne saurait exprimer la profondeur de ma gratitude et de mon amour pour toi.

À mon cher père,

dont la sagesse, la bienveillance et le soutien constant ont guidé chacun de mes pas. Tu m'as appris la valeur du travail et de la persévérance. Ce travail est le fruit de tout ce que tu m'as donné.

À mes chères sœurs Lamia, Dihia et Sonia,

pour votre présence, votre soutien et vos encouragements qui m'ont accompagné tout au long de cette aventure. Vous êtes et resterez toujours ma joie et ma fierté.

À tous mes chers amis,

pour chaque moment partagé, chaque mot d'encouragement et chaque éclat de rire qui ont rendu ce chemin plus beau et plus léger.

À tous les membres de ma famille,

pour leur affection, leur soutien et leur présence bienveillante à chaque étape de ma vie.

Je vous dédie ce modeste travail, avec tout mon amour et ma reconnaissance.

Remerciements

Au terme de ce travail, il m'est particulièrement agréable d'exprimer ma gratitude et mes sincères remerciements à toutes les personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à la réalisation de ce mémoire.

Je tiens à adresser mes premiers remerciements à mon encadrante Mme BOUABBACHE Sihem, pour sa disponibilité, ses précieux conseils et son accompagnement rigoureux tout au long de l'élaboration de ce travail.

Je remercie également l'ensemble du corps enseignant de l'École Supérieure de Gestion et d'Économie, pour la qualité de la formation dispensée au cours de ces cinq années d'études et pour nous avoir transmis les outils intellectuels et académiques nécessaires à la réalisation d'un tel travail.

Je souhaite exprimer une reconnaissance toute particulière à Mr. BRIGUENE Houssem, mon superviseur au sein du cabinet KPMG Algérie. Sa disponibilité exceptionnelle, son encadrement professionnel de qualité, ses précieux enseignements et sa générosité dans le partage de son expertise ont été une source d'inspiration et de motivation tout au long de mon stage.

Je tiens également à remercier chaleureusement Mr. BOUFEDJI Mohamed, pour sa contribution précieuse, ses conseils avisés et son soutien.

Mes remerciements vont aussi à toute l'équipe du département Deal Advisory de KPMG Algérie, Ilyes, Camélia, Lydia, Ramzi et Sara, pour leur accueil bienveillant, leur esprit d'équipe, leur aide au quotidien et pour avoir rendu cette expérience de stage aussi enrichissante qu'agréable. Travailler à leurs côtés a été un véritable privilège.

Enfin, je remercie du fond du cœur ma famille et mes proches, pour leur soutien indéfectible, leur patience et leurs encouragements tout au long de ce parcours.

À tous, merci.

Liste des figures

Figure 1: Fusion par absorption	30
Figure 2: Fusion par création d'une nouvelle société.....	30
Figure 3: Acquisition par achat d'actions	31
Figure 4 : Le développement des fusions-acquisitions dans le monde	32
Figure 5: Calcul de FCFF.....	56
Figure 6: Formule de DCF	56
Figure 7: Les valeurs de KPMG	68
Figure 8: Secteurs d'activité KPMG Algérie	69
Figure 9: Organigramme KPMG Algérie.....	71
Figure 10: Contexte de la transaction	75
Figure 11: Emplacements géographiques des magasins LANON.....	76
Figure 13: Le basculement de ENON vers LANON	79
Figure 14: Les familles de produits de LANON	80
Figure 15: Performance financière des magasins en 2022.....	81
Figure 16: Performance financière des magasins en 2023.....	81
Figure 17: TCR de LANON	86
Figure 18: Bilan de LANON	87
Figure 19: Répartition des immobilisations incorporelles / corporelles par magasin.....	88
Figure 20: Répartition des immobilisations corporelles et incorporelles.....	91
Figure 21: Immobilisations financières	91
Figure 22: Répartition des stocks de marchandise	92
Figure 23: Stocks à l'extérieur	95
Figure 24 : Stocks de consommables	95
Figure 25: Créances clients	96
Figure 26: Répartition dettes fournisseurs	97
Figure 27: Répartition autres débiteurs.....	99
Figure 28: Répartition autres créditeurs	100
Figure 29: Tableau des flux de trésorerie.....	104
Figure 30: Les ajustements de l'actif net comptable.....	108
Figure 31: ANCC post abandon de dettes.....	110
Figure 32: Résumé des ajustements.....	111
Figure 33: Impact des ajustements sur la réévaluation de LANON.....	111
Figure 34: Proposition de valeur	112
Figure 35: Comparaison entre la proposition du vendeur et l'offre de valeur	112

Liste des tableaux

Tableau 1 : La différence entre la due diligence et l'audit	12
Tableau 2 : La différence entre Buy-Side et Sell-Side due diligence	14
Tableau 3: Exemple des retraitements - qualité des résultats	41
Tableau 4 : Exemple des retraitements de l'analyse du bilan	42
Tableau 5 : Exemple des retraitements de l'analyse de BFR	43
Tableau 6 : Exemple retraitements – Qualité de la dette	43
Tableau 7 : Les méthodes de projections – Compte du résultat	54
Tableau 8 : Les risques identifiés	105

Liste des abréviations

ANC : Actif Net Comptable	IRL : Information Request List
ANCC : Actif Net Comptable Corrigé	KPMG : Klynveld, Peat, Marwick, Goerdeler
BFR : Besoin en Fonds de Roulement	LBO : Leveraged Buyout
BPA : Bénéfice Par Action	LOI : Letter of Intent
CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital	M&A : Mergers and Acquisitions
CPNE : Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation	mDZD : Millions de Dinars Algériens
DCF : Discounted Cash Flows	NDA : Non-Disclosure Agreement
DDM : Dividend Discount Model	OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économiques
DIO : Days Inventory Outstanding	PBR : Price-to-Book Ratio
DPO : Days Payable Outstanding	PER : Price-to-Earnings Ratio
DSO : Days Sales Outstanding	PSR : Price-to-Sales Ratio
EBIT : Earnings Before Interest and Taxes	QoE : Quality of Earnings
EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	R&D : Recherche et Développement
ESG : Environnemental, Social et de Gouvernance	TCR : Tableau de Compte de Résultat
EV : Enterprise Value	TFT : Tableau des Flux de Trésorerie
FCFF : Free Cash-Flow to Firm	TVA : Taxe sur la Valeur Ajoutée
FNP : Factures Non Parvenues	VNC : Valeur Nette Comptable
IPO : Initial Public Offering	WACC : Weighted Average Cost of Capital

Résumé

La due diligence financière occupe une place importante dans le processus des transactions de fusions-acquisitions (M&A), parce qu'elle est considérée comme le principal mécanisme permettant de réduire l'asymétrie entre les différentes parties de la transactions M&A, afin de fournir une évaluation fiable et exhaustive de la cible.

Ce mémoire analyse l'impact de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions M&A, en passant par une réflexion théorique rigoureuse à l'étude pratique d'un cas réel conduit par le cabinet KPMG Algérie. Pour répondre à cette problématique, une approche combinant revue de littérature académique et étude de cas unique a été adoptée où dans le cadre de notre stage de fin d'études, nous avons participé à la conduite d'une mission de due diligence financière buy-side.

Les résultats démontrent que la due diligence a exercé un impact significatif sur la transaction d'acquisition, à travers l'identification de risques matériels non divulgués par le cédant, une valorisation patrimoniale fiable révélant un déficit réel supérieur de 801mDZD à la valeur comptable reportée, et la définition de conditions suspensives d'abandon de dettes à hauteur de 3422mDZD, ce qui a conduit à une proposition de valeur finale de 1141mDZD contre 2900mDZD initialement proposés par le vendeur, soit une réévaluation à la baisse de 154%

Mots-clés : Due diligence financière, fusions-acquisitions, M&A, valorisation, KPMG

Abstract

Financial due diligence occupies an important place in the mergers and acquisitions (M&A) transaction process, as it is considered the primary mechanism for reducing information asymmetry between the different parties involved in an M&A transaction, in order to provide a reliable and comprehensive assessment of the target company.

This thesis analyses the impact of financial due diligence on the revaluation of M&A transactions, through a rigorous theoretical reflection combined with the practical study of a real case conducted by KPMG Algeria. To address this research question, an approach combining academic literature review and single case study methodology was adopted, within the framework of our final-year internship, during which we actively participated in conducting a buy-side financial due diligence engagement.

The results demonstrate that due diligence exerted a significant impact on the acquisition transaction, through the identification of material risks undisclosed by the seller, a reliable asset-based valuation revealing a real deficit exceeding the reported book value by 801 mDZD, and the definition of debt waiver conditions precedent totaling 3,422mDZD, which led to a final proposed value of 1,141 mDZD compared to the 2,900mDZD initially proposed by the seller, representing a downward revaluation of 154%.

Keywords : Financial due diligence, mergers and acquisitions, M&A, valuation, KPMG

Introduction générale

Dans un contexte économique mondial marqué par la croissance des échanges et une complexité des structures financières, les transactions d'affaires à caractère stratégique occupent une place centrale dans la dynamique et la création de valeur des entreprises. Les fusions-acquisitions (M&A), les rachats à effet de levier (LBO), les introductions en bourse (IPO) et les joint-ventures constituent aujourd'hui les principales transactions de croissance externe et de transformation des modèles économiques à l'échelle mondiale. Ces opérations mobilisent des montants considérables, en effet la banque d'investissement mondiale Goldman Sachs estimait le volume mondial des transactions M&A¹ à plus de 3000 milliards de dollars en 2025.²

Cependant, la grande complexité de ces transactions, en plus de l'asymétrie d'information structurelle entre les acquéreurs et les cédants, expose les parties à des risques significatifs de mauvaise évaluation, de sur paiement ou d'héritage de passifs non identifiés. Face à ces risques, la pratique des affaires a développé un mécanisme d'investigation rigoureux, connu sous le terme anglais de due diligence, traduit en français par diligence raisonnable, dont l'objectif fondamental est de réduire l'asymétrie d'information entre les parties et de fournir une vision fiable et exhaustive de la réalité économique, financière, juridique et opérationnelle de la cible.

La due diligence est souvent réalisée avec le recours à des banques d'investissement ou d'affaires, les cabinets de conseil, les cabinets d'audits, les cabinets d'avocats ou tout autre acteur spécialisé selon le type de due diligence à effectuer. En effet, la réalisation de due diligence nécessite un certain niveau d'expertise et de connaissances afin de mener une analyse fiable, cohérente et rigoureuse tout en respectant les principes d'objectivité et de vigilance. Et ces caractéristiques existent dans ces entités que nous avons citées au-dessus.

Dans ce contexte, le présent mémoire analyse l'impact de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions de fusion-acquisition (M&A), à travers une approche théorique et un cas pratique d'une mission de due diligence financière.

Le choix de ce sujet s'explique en premier lieu par sa pertinence et son actualité dans le monde des affaires, les transactions M&A représentent l'un des phénomènes les plus structurants de l'économie mondiale avec des volumes annuels qui ont dépassé des milliers de milliards de dollars au pic du dernier cycle. Dans ce contexte, la due diligence financière constitue une discipline à la fois technique et stratégique dont la maîtrise est indispensable à tout professionnel évoluant dans les métiers de la finance d'entreprise ou du conseil en investissement.

¹ M&A : Mergers and acquisitions, se traduit en français par les fusions-acquisitions

² Goldman Sachs, M&A Volume Expected to Surge This Year Despite Economic Uncertainty, [M&A Volume Expected to Surge This Year Despite Economic Uncertainty | Goldman Sachs](#), consulté le 23/04/2026 à 23:15

Par ailleurs, la rareté des travaux académiques traitant spécifiquement de l'impact quantifiable de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions M&A dans le contexte algérien confère à ce mémoire une dimension d'exploration originale. Aussi la disponibilité d'un cas réel de due diligence financière conduit par KPMG Algérie, auquel nous avons eu accès dans le cadre de notre stage de fin d'études offre une opportunité de confronter les enseignements théoriques à une réalité transactionnelle concrète.

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons choisis d'étudier les éléments de réévaluation d'une entreprise dans le cadre d'une mission de due diligence financière et son impact sur les décisions de fusion acquisition. A cet effet, nous avons décidé de formuler nos interrogations autour de la problématique suivante :

« Comment les travaux de la due diligence financière influencent-ils la réévaluation d'une transaction M&A ? »

Cette question centrale soulève plusieurs questions secondaires qui sont :

- En quoi consiste la due diligence financière et qu'est-ce qui la distingue de l'audit comptable et financier ?
- Sur quels éléments peut être identifiée l'intervention d'une mission de due diligence financière dans une entreprise en cession ?
- Comment les risques identifiés lors de la due diligence se matérialisent-ils en mécanismes de protection pour l'acquéreur ?

Pour répondre à notre problématique nous mettrons en place des hypothèses cohérentes qui vont être soit validées ou bien rejetées :

- 1- La due diligence financière est un processus d'investigation approfondie, qui se distingue de l'audit comptable par son orientation vers l'identification des risques et l'aide à la décision d'investissement.
- 2- L'intervention d'une mission de due diligence financière se traduit par des ajustements mesurables sur les principaux agrégats financiers de la cible, conduisant à une réévaluation de sa valeur.
- 3- Les risques identifiés lors de la due diligence financière ne se traduisent pas uniquement par des ajustements du prix de transaction, mais se matérialisent également en mécanismes de protection pour l'acquéreur.

Pour vérifier nos hypothèses, nous avons adopté une démarche de recherche à double approche, Une approche qualitative à travers l'observation du déroulement d'une mission de due diligence et l'appréciation assistée, du protocole, dans le cadre des travaux effectués dans

le cabinet d'audit KPMG. La deuxième approche est quantitative à travers une étude de cas concret et documenté en ayant accès à des données réelles et contextualisées sur une transaction réelle, nous permettant ainsi une analyse approfondie de l'impact de la due diligence sur la réévaluation de l'une entreprise dans le cas d'une opération de fusion-acquisition.

La conduite de cette recherche a mobilisé plusieurs catégories d'outils :

En premier lieu, la recherche documentaire a constitué la base de notre travail théorique, à travers la consultation de plusieurs ouvrages académiques, des articles scientifiques et d'autres sources pertinentes.

En seconde lieu, la mission de due diligence effectuée au sein de KPMG Algérie, a constitué notre source de données primaires à travers l'analyse des données issues du client.

Dans le cadre de notre travail de recherche, nous avons décidé de structurer notre mémoire autour de deux chapitres principaux :

Le premier chapitre, pose les fondements conceptuels nécessaires à la compréhension du sujet. Il est structuré en deux sections, la première section est consacrée aux fondements théoriques de la due diligence, définition, historique, typologies, processus et acteurs. La seconde section traite en premier lieu les transactions M&A, ses définitions, typologies et processus, avant de s'approfondir dans la due diligence financière et de présenter les principales méthodes de valorisation d'entreprise.

Le second chapitre, il est structuré en deux sections : la première présente notre lieu de stage KPMG Algérie, et son département Deal Advisory, la deuxième présente la transaction d'acquisition étudiée, le déroulement des travaux de la due diligence financière conduits par KPMG ainsi que l'analyse l'impact des travaux de la due diligence financière sur la réévaluation de la transaction M&A, à travers l'identification des risques, les ajustements de l'actif net comptable, la définition des conditions suspensives d'abandon de dettes, et le mesure de l'écart entre la valeur proposée par le cédant et la valeur résultant des travaux de due diligence

CHAPITRE 01 : Fondements théoriques de la due diligence et de valorisation d'entreprises

Section 01 : Cadre conceptuel de la due diligence

Dans un environnement économique caractérisé par une complexité croissante des transactions et une intensification des risques associés aux opérations de fusions-acquisitions, la due diligence s'est imposée comme un mécanisme incontournable de sécurisation des décisions de l'acquéreur. Ce terme est issu du droit anglo-américain, la due diligence désigne l'ensemble des investigations structurées menées par un acquéreur, un investisseur potentiel ou par le management probablement à la conclusion d'une transaction, dans le but de réduire l'asymétrie d'information entre les parties, d'identifier les risques et de fonder la décision sur des éléments vérifiés et fiables.³

La notion trouve ses racines dans le droit romain, puis elle est considérablement évoluée pour dépasser le seul cadre de la vérification comptable et financière. Aujourd'hui, la due diligence embrasse des dimensions juridiques, fiscales, commerciales, opérationnelles, humaines, environnementales et technologiques, mobilisant des équipes pluridisciplinaires autour d'un processus rigoureux et coordonné.⁴

Cette section a pour objet d'établir le cadre conceptuel de la due diligence en explorant ses fondements théoriques. Elle procédera à la présentation de sa définition et de son évolution historique, l'identification de ses objectifs et de ses principes, la présentation de ses différents types et la clarification de sa distinction avec l'audit, puis l'analyse de son processus de conduite et des outils méthodologiques sur lesquels il s'appuie.

³ Steven M. Bragg (2008), *Mergers & Acquisitions : A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley & Sons Inc, p.106

⁴ Janis VIESTURS, Armands AUZINS, 05/03/2015, REAL ESTATE DUE DILIGENCE PROCESS IN INTERNATIONAL REAL ESTATE TRANSACTIONS IN LATVIA, *Baltic Journal of Real Estate Economics and Construction Management*, n° 2015 / 3, vol. 3, pp. de 91 - 102

I. Généralités sur la due diligence

1. Définition de la due diligence

La due diligence peut être définie comme un processus d'examen approfondi et documenté visant à analyser une entité, une activité ou une opération projetée. Elle constitue un mécanisme essentiel de fiabilisation de l'information utilisée dans les opérations financières et stratégiques, en particulier lorsque les enjeux économiques, juridiques et financiers sont significatifs.⁵

Traduit en français par audit d'acquisition. Il s'agit des audits et investigations préalables menés par l'acquéreur potentiel auprès de la cible pour s'assurer de l'existence des éléments d'actifs et de passifs et identifier les risques.⁶

Selon le journal de Cambridge International Law, le mot « Diligence » vient du latin « **diligentia** », qui signifie circonspection ou prudence, l'opposé de la diligence est la négligence. Le mot « Due » en anglais qui signifie dû ou raisonnable. La due diligence est une exigence de comportement diligent.⁷

Dans le droit, nous trouvons que la due diligence est définie comme une mesure de prudence, d'activité ou d'assiduité telle qu'elle est raisonnablement attendue, ordinairement exercée par une personne raisonnable et prudente dans des circonstances particulières, non mesurée par une norme absolue, mais dépendant des faits relatifs à un cas spécial.⁸

D'un point de vue institutionnel, l'organisation de coopération et de développement économiques – **OCDE** définit la due diligence comme étant un processus que les entreprises devraient mettre en œuvre pour identifier, prévenir et atténuer les impacts négatifs réels et potentiels de leurs activités, de leur chaîne d'approvisionnement et de leurs relations d'affaires, mais aussi pour rendre des comptes de la manière dont ces impacts sont traités.⁹

Dans le cadre des transactions comme les fusions-acquisitions, la due diligence a été définie selon **Jeffrey W. Berkman** « *La due diligence implique les processus consistant à examiner et à développer le niveau de compréhension nécessaire de quatre facteurs: l'entreprise et ses opérations commerciales (autrement dit, ses produits, ses actifs, et/ou ses services et la manière dont l'entreprise fonctionne); la détermination d'une valorisation appropriée de l'entreprise, de ses actifs et des transactions; et l'examen des capacités de la direction, du personnel clé et des questions liés à l'emploi. Avant d'entrer dans une transaction*

⁵ Joshua Rosenbaum et Joshua Pearl (2009), Investment Banking : Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, p.164

⁶ Olivier Meier et Guillaume Schier (2008), Fusions Acquisitions : Stratégie – Finance - Management, Dunod, Paris, p.301

⁷ Anne Peters, Heike Krieger et Leonhard Kreuzer, 2020, Due diligence : the risky risk management tool in international law, Cambridge International Law Journal, n°02, Vol. 9, de 121 à 136

⁸ Black's law dictionary, [DUE DILIGENCE](#), consulté le 04/05/2026 à 08:49

⁹ OCDE (2018), Guide OCDE sur le devoir de diligence pour une conduite responsable des entreprises, p. 19

commerciale avec, d'investir dans, d'accorder une licence sur des actifs ou des services de, ou d'acheter tout ou une partie d'entreprise ou de ses actifs".¹⁰

Cette approche insiste que la due diligence ne constitue pas une obligation procédurale, mais elle représente un support fondamental à la négociation des conditions contractuelles comme le prix, les garanties, les ajustements ...

L'ensemble des définitions s'accordent que la due diligence est un processus structuré, elle s'inscrit dans un contexte d'une transaction ou d'une opération projetée, et elle poursuit généralement un objectif commun de réduction de risque, fiabilisation d'informations ...

Sur le plan de la divergence, les définitions différentes selon l'angle d'approche retenu, il y a qui adopte une vision transactionnelle et opérationnelle comme celle de Berkman, les définitions juridiques privilégient l'identification des risques légaux et contractuels, tandis que l'OCDE élargie le concept à une dimension éthique.

Cette diversité des approches illustre le caractère pluridisciplinaire de la due diligence qui se situe à l'intersection du droit, de la finance, du management et de la gouvernance d'entreprise.

2. Evolution historique de la Due Diligence

La due diligence, bien qu'aujourd'hui est associée aux grandes transactions d'entreprises, mais elle est une notion dont les racines sont issues dans l'histoire du droit. L'évolution de la due diligence a passée par plusieurs étapes, notamment :

2.1. Racines romaines et influence sur les droits ¹¹

En droit romain tardif (période postclassique et Justinien), **diligentia** est reconnue comme critère central de responsabilité contractuelle distinguant différents degrés de négligence selon le soin attendu d'une personne prudente.

Selon ce principe "**caveat emptor**" (Que l'acheteur soit vigilant) du droit romain, c'est à l'acheteur de se méfier, du fait qu'il ne peut se fier totalement au vendeur. Il présumera donc la mauvaise foi (ce qui est une anomalie juridique) chez l'une des parties.

¹⁰ Jeffrey W. Berkman (2013), Due Diligence and the Business Transaction: Getting a Deal Done, Apress, New-York, P.11

¹¹ Nilgün Dinçer Araz, (2020), DUTY OF DILIGENCE (DILIGENTIA) AS A CONTRACTUAL RESPONSIBILITY CRITERIA IN THE ROMAN LAW, Revue 22 de la faculté de droit of université Dokuz Eylül, n°1, Vol. 22 p.171

2.2. Entrée dans le vocabulaire du droit anglo-américain¹²

En droit international, la « due diligence » devient dès le XVIIe siècle, une façon de mesurer les efforts exigés d'un Etat pour prévenir et empêcher tout acte commis sur son territoire ne cause des dommages à un Etat tiers.

Au XIXe siècle, ce standard est largement utilisé dans la protection des étrangers, les représentants d'Etats étrangers, le droit de la neutralité et le droit humanitaire primitif, avec des critères comme les moyens disponibles d'un Etat ou son contrôle territorial.

2.3. Développement au XXe siècle¹³

L'usage moderne du terme comme procédure d'enquête se généralise aux Etats Unis dans les années 1930 à la suite de :

- Le terme gagne sa popularité juridique avec le « U.S. Securities Act de 1933 », qui impose aux courtiers et vendeurs de titres une raisonnable investigation pour éviter la responsabilité en cas de non-divulgaration d'informations matérielles aux investisseurs ou bien contre les fausses déclarations s'ils prouvaient qu'ils avaient effectué une « **reasonable investigation** » (enquête raisonnable), Cette clause a progressivement été appelée « *due diligence defense* ».
- Cette loi, partie du New Deal sous le président Roosevelt, vise à restaurer la confiance des investisseurs après le krach boursier de 1929 en exigeant des déclarations d'enregistrement complètes auprès de la SEC.¹⁴
- À partir de là, « to do due diligence » devient dans les milieux d'affaires un synonyme d'audit approfondi (juridique, financier, technique) destiné à gérer et réduire les risques.

2.4. Institutionnalisation dans les marchés financiers¹⁵

Suite à la loi de 1933, les courtiers et dealers ont rapidement standardisé la pratique d'investigation préalable avant toute vente d'actions pour éviter d'être poursuivis.

Initialement limitée aux offres publiques de titres, l'expression a progressivement été étendue aux transactions commerciales importantes au sens plus large, notamment les M&A.

2.5. Expansion hors du droit des valeurs mobilières

Avec le temps, la due diligence a été adoptée comme processus d'investigation dans divers types de transactions commerciales, pas seulement les titres :

¹² Giulio Bartolini, 12/2020, The Historical Roots of the Due Diligence Standard In: Due Diligence in the International Legal Orde, Oxford University Press, pp. de 23-41

¹³ Idem.

¹⁴ SEC : Securities and Exchange Commission

¹⁵ Giulio Bartolini, Op.cit. p8

- Fusions-Acquisitions
- Investissements privés
- Introduction en bourse (IPO)
- Transactions commerciales ...¹⁶

Elle inclut désormais l'analyse financière, légale, commerciale, opérationnelle, et même ESG¹⁷ dans certains contextes.

Nous pouvons dire que l'histoire de la due diligence est celle d'une notion juridique qui s'est progressivement transformée en un outil indispensable de la finance d'entreprise moderne

3. Les objectifs de la due diligence¹⁸

La due diligence poursuit plusieurs objectifs fondamentaux qui varient selon la nature de la transaction et la position des parties concernées :

- ✓ Vérifier l'exactitude et la complétude des informations transmises par la cible (comptes, contrats, litiges, fiscalité).
- ✓ Identifier les risques financiers, juridiques, opérationnels, fiscaux, sociaux, technologiques et environnementaux, qui pourraient compromettre la transaction ou impacter la valeur de l'entreprise
- ✓ Quantifier l'impact de ces risques sur la valorisation de la cible et proposer des ajustements de prix ou des garanties contractuelles.
- ✓ Permettre la rédaction de clauses protectrices (garantie de passif, clause de garantie d'actif, conditions suspensives).
- ✓ Faciliter l'intégration post-acquisition en fournissant un plan d'action sur les points critiques identifiés.
- ✓ Une bonne due diligence fournit des informations précieuses pour négocier le prix de vente et les conditions de la transaction

Ainsi, dans le cas de due diligence coté acheteur (*buyer side due diligence*), l'objectif principal est de s'assurer que toutes les informations fournies par l'entreprise cible sont exactes et complètes. Cela permet à l'acheteur potentiel de mieux comprendre l'entreprise, ses actifs et

¹⁶ <https://clearlegal.com/glossary/due-diligence>, consulté le 30/01/2026 à 23:23

¹⁷ ESG : Environnementale, sociétale, gouvernance

¹⁸ Peter Howson, (2003), Due Diligence : The Critical Stage in Mergers and Acquisitions, Gower Publishing, Burlington, p. 07

ses passifs, ses projets futurs et ses risques éventuels. L'acheteur potentiel peut ainsi négocier le prix de vente et les conditions de l'acquisition en toute connaissance de cause.¹⁹

Dans le cas de due diligence coté vendeur, elle permet au cédant de valoriser son entreprise dans les meilleures conditions, de contrôler le calendrier et le contenu des informations divulguées et d'anticiper les questions des acheteurs potentiels.²⁰

4. Les principes de la due diligence ²¹

La mise en œuvre d'une due diligence rigoureuse nécessite le respect de certains principes qui garantissent l'efficacité et la fiabilité de la mission, Nous citons quelques principes comme :

- Investigation approfondie : Les due diligence exige de mener une investigation complète et diligente de tous les aspects pertinents liés à l'objet de l'enquête. Cela implique de recueillir et d'analyser les informations pertinentes, d'examiner la documentation et de vérifier l'exactitude et la validité des données fournies.
- Prudence raisonnable : La due diligence impose d'exercer une prudence raisonnable, une circonspection et un jugement professionnel tout au long du processus. Elle consiste à appliquer des normes et des méthodologies appropriées pour évaluer les informations et prendre des décisions éclairées.
- Prise de décision informée : L'objectif ultime de la due diligence est de faciliter une prise de décision informée. Elle fournit une base d'informations fiables et d'analyses sur laquelle les décideurs peuvent fonder leurs choix. En investiguant minutieusement et en évaluant les risques, les opportunités et les résultats potentiels.
- Confidentialité : Toutes les informations collectées durant le processus de due diligence sont strictement confidentielles, matérialisées par la signature d'un accord de confidentialité ou rapport de non-divulgateion.
- Indépendance et objectivité : L'investigation est conduite de manière indépendante et objective, sans parti pris favorable à l'une ou l'autre des parties, ce principe garantit la fiabilité des conclusions.

Le non-respect de ces principes durant une due diligence expose les parties à des risques d'informations biaisées de décisions erronées.

¹⁹ Vendremaboite, Tout savoir sur la due diligence, <https://vendremaboite.fr/tout-savoir-sur-la-due-diligence>, consulté le 15/02/2026 à 11:35

²⁰ Peter Howson, Op.cit p.9 p.10

²¹ Jeffrey W. Berkman, Op.cit p.7 p.16

II. La différence entre un audit et une due diligence ²²

La due diligence et l'audit sont tous les deux des processus critiques dans les domaines financier et commercial, bien qu'ils servent des objectifs distincts. Malgré leurs similitudes apparentes, la due diligence et l'audit sont deux processus distincts dans leurs méthodologies et leurs finalités

La **due diligence** implique une évaluation complète d'une entreprise ou d'une personne avant la signature d'un contrat ou une décision d'investissement, en mettant l'accent sur une évaluation approfondie des risques.

Un **audit**, en revanche est un examen formel des comptes ou de la situation financière d'une organisation ou d'un individu, généralement effectué pour vérifier l'exactitude et la conformité aux exigences légales.

Les différences entre l'audit et la due diligence sont décrites ici en termes de sept éléments distincts, à savoir :

²² European Institute of Management & Finance, What's the Difference Between Due Diligence and an Audit?, <https://eimf.eu/whats-the-difference-between-due-diligence-and-an-audit/>, consulté le 23/02/2026 à 10:04

Tableau 1 : La différence entre la due diligence et l'audit

Elément	Audit	Due diligence
Objectif stratégique	Principalement axé sur la conformité, visant à vérifier les comptes annuels de l'entreprise pour s'assurer qu'ils représentent fidèlement sa situation financière conformément aux exigences légales	Réalisé avec une intention stratégique pour soutenir la prise de décision dans les investissements potentiels.
Portée	Relativement fixe centrée sur les états financiers et la conformité aux normes comptables en vigueur sur une période définie	Il est plus vaste, variant selon le cas. Elle évalue non seulement les données financières mais aussi les aspects légaux, environnementaux, de marché
Procédures et profondeur d'analyse	Procédures standardisées, guidées par des principes comptables comme IFRS, SCF, US GAAP Tests tels que l'analyse des transactions financières, la vérification de la conformité ...	Enquêtes personnalisées et approfondies sur tous les aspects de l'entreprise. Inclut audits financiers, revues légales, analyses de marché et scans environnementaux offrant une vue profonde de la santé de l'entité cible
Participants	Réalisés par des comptables publics certifiés (CPA), des commissaires aux comptes, firmes d'audit, ou même par le département de l'audit de l'entreprise	Généralement menés par une équipe diversifiée incluant analystes financiers, experts légaux, consultants en marché et parfois spécialistes techniques selon la nature de l'activité
Coûts	Généralement prévisibles, Influencés par la taille de l'entreprise, le secteur, la complexité de ses structures	Plus élevés en raison de leur nature étendue et du recours à divers experts spécialisés
Exigences réglementaires	Doit respecter des cadres réglementaires strictes comme la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis	Non réglementée par un cadre spécifique
Résultats et utilisation	Résulte en un rapport formel évaluant l'exactitude et la conformité des registres financiers	Regroupés en un rapport complet informant les décisions stratégiques comme poursuivre, renégocier, ou abandonner une affaire

Source : *European Institute of Management & Finance*, [*What's the Difference Between Due Diligence and an Audit?*](#) - *European Institute of Management and Finance*

Bien que l'audit et la due diligence soient des processus distincts avec des objectifs uniques, tous les deux jouent un rôle crucial pour assurer la transparence et une prise de décision éclairée, protégeant ainsi les intérêts des parties prenantes et facilitant de bonnes pratiques commerciales.

III. Les types de la due diligence :

Nous distinguons deux types de classification, selon la nature des travaux ou bien la spécialité, et une classification selon la position de la partie qui l'initie :

1. Selon la partie qui initie la transaction

La due diligence peut prendre le côté de l'acheteur ce que nous appelons une due diligence Buy-Side, comme elle peut être dans le côté du vendeur, c'est-à-dire Sell-Side due diligence.

1.1. Buy-Side due diligence (Due diligence réalisée pour le compte de l'acheteur)²³

La due diligence coté acheteur est un processus d'investigation essentiel mené par les acheteurs ou investisseurs potentiels afin d'évaluer la viabilité et la valeur d'une entreprise cible.

Traditionnellement utilisée pour identifier les anomalies financières, les problèmes juridiques et les inefficiences opérationnelles, son périmètre a évolué. Aujourd'hui, elle vise également à découvrir des opportunités de croissance pouvant générer de la valeur future.

Cette approche complète implique un examen minutieux non seulement des états financiers et des documents juridiques de l'entreprise, mais aussi de sa position sur le marché, de son paysage concurrentiel, de ses processus opérationnels et de son alignement stratégique avec le portefeuille de l'acheteur.

En essence, la due diligence coté acheteur joue un double rôle :

- 1- Protéger l'acheteur contre les passifs imprévus
- 2- Lui fournir une compréhension approfondie de la manière dont l'acquisition peut s'inscrire dans ses objectifs stratégiques de croissance

Cette double approche garantit que l'acheteur n'évite pas seulement les pièges, mais investit aussi dans des opportunités cohérentes avec sa vision et ses plans de développement.

1.2. Sell-Side due diligence (Due diligence réalisée pour le compte de vendeur)²⁴

La Sell-Side due diligence est un processus initié par les vendeurs ou les propriétaires actuels d'une entreprise qui cherchent à vendre leur société ou à attirer des investissements importants.

Cette approche consiste à préparer et présenter l'entreprise, de manière valorisante et rigoureuse. Elle implique un examen approfondi de la santé financière de l'entreprise, de l'efficacité de ses opérations, de sa conformité juridique ainsi que de sa position sur le marché, dans le but d'identifier et de traiter tout problème potentiel susceptible de décourager les acheteurs ou diminuer la valeur de l'entreprise.

²³ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.10

²⁴ Idem., p.11

Le but de la Sell-Side due diligence est double :

- 1- il vise à garantir que l'entreprise est présentée de manière précise et attrayante, maximisant ainsi son attractivité auprès des acheteurs ou des investisseurs potentiels. En mettant en avant les points forts, en clarifiant les éléments financiers et en résolvant les problèmes en amont, les vendeurs peuvent faciliter un processus de transaction plus fluide
- 2- Deuxièmement, elle constitue une démarche stratégique permettant potentiellement d'accélérer le processus de vente et d'obtenir une meilleure valorisation, puisqu'elle réduit les incertitudes et les risques pour l'acheteur, rendant l'investissement plus attractif.

En essence, la Sell-Side due diligence consiste à maîtriser la présentation des informations transmises aux acquéreurs potentiels entourant la vente ou la recherche d'investissements pour votre entreprise.

C'est l'occasion de corriger ce qui peut l'être, de mettre en valeur ce qui fonctionne bien, et de garantir que la transition vers un nouveau propriétaire ou partenaire se déroule de la manière la plus fluide et bénéfique possible pour toutes les parties.

1.3. Différences clés entre Buy-Side et Sell-Side due diligence

Comprendre les distinctions entre la due diligence coté acheteur et celle coté vendeur permet de mettre en lumière les nuances stratégiques que chaque partie apporte au processus de transaction.

Tableau 2 : La différence entre Buy-Side et Sell-Side due diligence

Elément	Buy-Side	Sell-Side
Point de vue : motivations et perspective	- Protéger les intérêts des acheteurs ou investisseurs - Valider les informations présentées par le vendeur	- Fluidifier le processus de vente - Attirer les meilleurs offres - Justifier une valorisation plus élevée
Timing : Moment où la due diligence intervient	- Commence après un accord préliminaire ou après que l'acheteur a manifesté son intérêt	- Démarre généralement avant même la mise en vente officielle de l'entreprise ou la recherche d'investisseurs
Contrôle et initiative	- L'acheteur initie et contrôle le processus de due diligence	- Le vendeur prend l'initiative, réalisant une auto-évaluation de son entreprise

Source : B.D. Chatterjee, *Financial Due Diligence*

2. Selon la nature des travaux

Au-delà la distinction entre due diligence coté acheteur et coté vendeur, la due diligence se décompose en plusieurs types selon la nature des investigations menées.

Parmi les types les plus réalisés, nous trouvons la due diligence financière, légale et fiscale. Il existe d'autres types que nous allons découvrir dans cette section.

2.1. Due diligence financière ²⁵

La due diligence financière est souvent au centre du processus de la due diligence, très peu de transactions sont réalisés sans elle. Elle vise à fournir une compréhension approfondie d'une société ou d'un groupe, à valider les informations financières grâce à une analyse approfondie des états financiers, des déclarations fiscales, des dépenses d'investissement, des dépenses, des comptes clients et fournisseurs et des analyses de coûts. Elle évalue aussi la dette et prend en compte les projections financières.

L'objectif de la due diligence financière est de révéler l'état actuel des finances de l'entreprise, d'évaluer ses performances passées et d'identifier les risques et les opportunités. Elle le type de due diligence le plus susceptible d'être réalisé et elle est souvent effectuée par les conseillers financiers.

Les informations financières de la cible comportent souvent de nombreuses incertitudes, ce qui rend la plupart des entreprises investies plein d'efforts, du temps et de l'argent dans la due diligence financière. Où elle va plus loin que de simples vérifications liées à la transaction.

Nous verrons le détail de la due diligence financière après dans une autre section

2.2. Due diligence légale ²⁶

La due diligence légale ou juridique garantit le statut juridique réglementaire et de conformité d'une entreprise. Cela inclut l'examen des contrats, des documents sociétaires, des procès-verbaux des réunions du conseil d'administration, des litiges en cours et droits de propriété intellectuelle.

Elle est l'une des parties essentielles du programme de la due diligence car elle forme la base du contrat de vente ou d'achat. Les conseillers juridiques travaillent étroitement avec les autres professionnels de la due diligence et se concentrent sur les implications commerciales et leurs conclusions. Les conseillers sont censés repérer les problèmes susceptibles d'impacter la prise de décision de l'acheteur ou du vendeur.

La due diligence juridique peut déterminer la forme de la transaction. Si des obligations de passif importantes sont découvertes, l'acheteur peut choisir de structurer la transaction comme une vente d'actions plutôt qu'une vente d'actifs.

²⁵ PwC France, Conseil en due diligence financière, [Conseil en due diligence financière | PwC](#), consulté le 06/05/2026 à 12:02

²⁶ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.68

La due diligence légale est menée pour atteindre trois objectifs. Il s'agit de :

2.2.1. Dévoilement des obligations potentielles

Lors d'une opération d'achat d'actifs, les acheteurs ne reprennent pas les obligations du passif. Ils n'en sont responsables que s'ils contractent spécifiquement avec le vendeur pour les reprendre. De point de vue juridique, une société est une entité distincte et vient normalement avec des passifs aussi bien que des actifs.

Les obligations du passif se présentent sous trois formes :

- Actuelles / Futures / Éventuelles

Ces obligations non détectées proviennent de multitude de sources, comme les pensions (qui constituent la plus grande partie dans ce domaine), la fiscalité, les ressources humaines, les prêts, les garanties, litige

2.2.2. Obstacles juridiques et contractuels

Lors de l'achat d'actions d'une société, l'acheteur doit s'assurer que les vendeurs sont les véritables propriétaires légaux des actions, et qu'il ne sera pas responsable des obligations liées aux anciens propriétaires. Le travail des avocats consiste à vérifier les documents relatifs aux actions, vérifier les certificats d'actions.

Les enquêteurs juridiques doivent vérifier également la propriété des actifs immobiliers ou tout autres actifs possédés par l'entreprise cible, ainsi que les charges qui peuvent impacter la valeur des actifs.

2.2.3. Former la base de l'accord final

Le contrat de vente et d'achat consigne les ententes juridiques de l'acheteur et du vendeur concernant la transaction. Qui va servir à engager les deux parties à finaliser la transaction et de s'assurer que le vendeur ne modifie pas la société de manière significative avant la conclusion de l'accord.

En définitive, La due diligence juridique couvre une multitude de spécialités ainsi que les domaines juridiques évidents. Elle ne se limite pas à un exercice de vérification documentaire, elle sert même à conditionner la structure de la transaction.

2.3. Due diligence fiscale ²⁷

La fiscalité peut être dans certains cas l'un des sujets de négociation les plus substantiels parce que les objectifs fiscaux des acheteurs et vendeurs sont souvent très éloignés, ce qui a

²⁷ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.148

mené à des nombreux malentendus en raison des approches différentes adoptées pour les transactions domestiques

La due diligence fiscale examine l'ensemble des différentes obligations fiscales, la conformité avec la législation fiscale ainsi que tout litige fiscal en cours. Elle inclut l'examen des contrôles et des déclarations d'impôts. L'objectif ici est de s'assurer que tous les impôts de l'entreprise sont correctement payés et déclarés. Ce processus apporte assurance et certitude aux investisseurs et aux acheteurs.

Des exemples de due diligence fiscale incluent la vérification de documents tels que les déclarations d'impôts, les informations relatives aux contrôles fiscaux, ainsi que les accords conclus avec administration fiscales

Les objectifs de la due diligence fiscale peuvent être divisés en deux groupes :

2.3.1. Liés à la transaction

- Identifier et se protéger contre les risques fiscaux qui ne sont pas reflétés dans le prix d'achat
- Planifier les problématiques fiscales qui apparaissent du fait de la transaction
- Structurer la transaction de la manière la plus efficace possible

2.3.2. Liés à l'après-transaction

- Intégrer l'acquisition de la manière la plus fiscalement efficace, tout en respectant les objectifs commerciaux

La fiscalité est une discipline hautement technique, complexe et en constante évolution. Comprendre ses résultats et leurs conséquences commerciales représente un défi pour la plupart des acquéreurs qui ne sont pas fiscalistes.

2.4. Due diligence commerciale ²⁸

Une entreprise est acquise non seulement pour ses performances passées, mais aussi pour sa capacité à générer des profits à l'avenir.

La due diligence commerciale ou appelée aussi due diligence de marché, consiste entièrement à estimer ces performances futures, contrairement à la plupart des autres formes de due diligence, elle cherche ses informations en dehors de l'entreprise cible, elle analyse la part de marché de l'entreprise, son positionnement concurrentiel, ses perspectives, ses opportunités de croissance, sa chaîne d'approvisionnement, son pipeline commercial ainsi que son pipeline de R&D.

La due diligence commerciale obtient ses informations à partir des sources publiées, mais surtout en parlant à des personnes bien informées du même marché que la cible. En plus

²⁸ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.89

d'être une activité importante en soi, cela fait de la due diligence commerciale une activité complémentaire des autres types de due diligence, notamment : financière, culturelle ...

Sous sa forme traditionnelle, la due diligence commerciale consiste à étudier :

- Le ou les marchés d'une entreprise
- Sa position concurrentielle
- Ses perspectives

La due diligence commerciale est un processus d'investigation de l'entreprise et ses marchés. Il s'agit d'évaluer la place de l'entreprise sur son marché pour déterminer sa viabilité financière.

2.5. Due diligence des ressources humaines ²⁹

La due diligence des ressources humaines analyse la structure organisationnelle, les rémunérations et avantages des employés et des dirigeants, les postes vacants, les contrats syndicaux ainsi que tout litige ou problème lié aux ressources humaines. Toutes les politiques et procédures RH sont également examinées avec soin

L'objectif de la due diligence des ressources humaines est similaire à celui des autres formes de due diligence. Il s'agit de comprendre la culture de l'entreprise et ses employés, afin que l'acheteur puisse :

- Décider s'il souhaite poursuivre l'opération
- Estimer les coûts et éviter les risques liés à la transaction
- Collecter les informations nécessaires pour déterminer comment gérer au mieux l'entreprise une fois l'opération finalisée

Les avantages de la due diligence des ressources humaines sont souvent sous-estimés et ses conclusions ne sont souvent pas intégrées au reste de la due diligence.

Les ressources humaines peuvent être une source de risque dans la réussite d'une transaction, et l'importance du facteur humaine dans les transactions réussies ne doit pas être sous-estimé. Selon certaines études³⁰, les problèmes liés aux employés sont responsables de près de la moitié des échecs dans les opérations de fusion-acquisition – M&A.

2.6. Due diligence du management ³¹

La due diligence du management fournit un point de vue externe, impartial sur l'équipe dirigeante. Elle utilise des méthodes structurées pour évaluer les dirigeants, individuellement et collectivement.

²⁹ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.105

³⁰ Davey J.A., Kinicki A., Kilroy J. et Schenk C. (1988), After the Merger: Dealing with People's Uncertainty, Training and Development Journal

³¹ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.125

Il s'agit d'un processus qui va bien au-delà des premières impressions ou des auto-évaluations du management lui-même.

Le management peut apporter davantage de valeur à une acquisition que presque n'importe quel autre facteur. Une équipe dirigeante stable et sereine, sera bien plus apte à gérer les conséquences d'une acquisition qu'une équipe qui a été assemblée à la hâte sans tenir compte des missions à accomplir ou pire encore, issue d'un compromis politique.

Entre 50% et 75% des cadres clés quittent l'entreprise de leur propre initiative dans les deux à trois ans suivant une acquisition³², malgré ça, nous trouvons que la due diligence du management est rarement menée, et à cause de plusieurs raisons variées :

- Elle se fait presque inconsciemment, sans être reconnue comme une étape officielle du processus de due diligence
- L'acheteur n'obtient un accès véritable au management qu'une fois l'opération finalisée

Mais aujourd'hui plusieurs facteurs favorisent son développement :

- Le besoin d'une transparence, d'objectivité et d'équité dans la constitution d'une nouvelle équipe dirigeante
- La complexité croissante des processus de sélection du management

La due diligence du management constitue un investissement stratégique important, et négliger cette dimension mène à une zone d'incertitude majeure lors de décision d'acquisition.

2.7. Due diligence environnementale

La due diligence environnementale évalue un actif, une propriété ou une entreprise afin de comprendre et de gérer les risques et obligations potentiels, cela implique de connaître les réglementations environnementales applicables, mais aussi de répondre aux standards ESG³³

Cette évaluation systématique prend en compte les risques de contamination et de pollution, les permis et licences nécessaires, ainsi que les valeurs de l'entreprise et ses objectifs internes en matière de gestion responsable de l'environnement.

La due diligence environnementale se déroule généralement en trois phases. La première consiste à l'identification des risque environnementaux en mobilisant plusieurs experts en la matière afin de détecter les risques apparents. La deuxième consiste à évaluer l'intensité des risques et hiérarchiser les sites en classant les risque en trois catégories : risque faible, moyen et élevé. La dernière est de sécuriser juridiquement et financièrement la transaction et assurer un suivi post acquisition.³⁴

³² Sue Cartwright and Cary L. Cooper (2000), HR Know-How In Mergers and Acquisitions, Institute of Personnel and Development

³³ Peter Howson, Op.cit p.9 p.165

³⁴ Anteagroup (2022), La Due Diligence Environnementale, un processus clé dans les transactions immobilières, [La Due Diligence Environnementale, un processus clé dans les transactions immobilières | Antea Group](#), consulté 05/05/2026 à 14:40

Ce type de due diligence est souvent la première préoccupation de nombreux acheteurs, formés par leurs propres réglementations nationales très strictes. Ils réalisent généralement la due diligence environnementale en premier et, si l'entreprise cible ne ressort pas relativement propre, ils annulent l'opération.

Ainsi, cette due diligence est particulièrement importante pour des secteurs comme l'exploitation minière ou l'extraction pétrolière, car le risque de non-conformité peut entraîner des amendes lourdes ou un arrêt des opérations.

2.8. Due diligence des technologies de l'information (IT)

Les technologies de l'information (*en anglais : Information's Technology – IT*) sont essentielles au fonctionnement et à l'efficacité de toutes les entreprises. Pour beaucoup, elles font également la partie intégrante du produit ou du service, elles sont au cœur de la rentabilité

La due diligence IT est un audit de l'infrastructure et des processus informatiques d'une entreprise, souvent avec un accent particulier sur l'évaluation de la sécurité. Ce type de due diligence permet à l'entreprise acquéreuse d'évaluer les structures informatiques existantes et d'identifier d'éventuels risques de sécurité. Cela inclut notamment la manière dont les données sont gérées et protégées³⁵

Le processus de la due diligence IT passe par une revue de haut niveau d'un système, d'un processus informatique ou d'une autre technologie d'information existante dans l'entreprise, afin de définir l'état actuel de l'environnement IT ainsi que les axes d'amélioration et d'optimisation pour garantir que l'environnement informatique est sain et fonctionne. Puis un examen ciblé sera effectué pour identifier d'éventuels problèmes, risques ou points de préoccupation au sein d'un aspect spécifique de l'environnement informatique, centré sur les principaux enjeux IT, les opportunités et les domaines d'amélioration³⁶

Les technologies d'information sont des outils stratégiques pour créer un avantage concurrentiel. De plus intégrer des systèmes hérités est souvent une perte de temps et d'argent considérable pour l'entreprise, ce qui montre la nécessité d'effectuer une due diligence IT avant toute transaction éventuelle

Les types de la due diligence introduits constituent les dimensions les plus réalisées dans le cadre des opérations comme les fusions-acquisitions, introduction en bourse et d'autres. Mais il est important de souligner que la pratique de la due diligence est en constante évolution et que d'autres types peuvent être requis selon la nature et le contexte de la transaction comme la due diligence culturelle, industrielle, de la propriété intellectuelle.... Tous ces types se complètent au sein d'un processus global pour aider la décision finale.

³⁵ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.178

³⁶ Deloitte Czech Republic, IT Due Diligence, [IT Due Diligence | Deloitte](#), consulté le 09/05/2026 à 15:29

IV. Les acteurs, le processus et les outils de la due diligence

1. Les acteurs de la due diligence ³⁷

La conduite d'une due diligence approfondie qui touche l'ensemble de l'écosystème de l'entreprise nécessite une intervention de plusieurs acteurs spécialisés dans des domaines variées. Afin de produire une analyse globale et fiable sur l'entreprise.

Parmi les principaux acteurs intervenant dans la due diligence, nous distinguons :

1.1. L'acquéreur

Ou bien l'entreprise acquéreuse, c'est l'initiateur principal qui veut réaliser la transaction d'acquisition ou bien n'importe quelle transaction financière. Et c'est l'entité qui mandate des experts et professionnels pour la réalisation d'une due diligence coté Buy-Side sur l'entité cible.

1.2. L'entité cible

C'est l'entreprise visée par l'acquéreur, c'est elle qui fournit les informations et documents nécessaires via un Data-Room pour l'acquéreur dans le cadre d'une due diligence Buy-Side.

Et elle peut initier une due diligence Sell-Side ou Vendor Due Diligence pour préparer la vente et fournir une transparence financière.

1.3. Les cabinets d'audit et de conseil

Ils interviennent prioritairement dans le cadre de due diligence financière ou même fiscale dans certains cas et selon les activités du cabinet, où leur expertise se manifeste par la modélisation de scénarios financiers avancés, l'analyse d'actifs spécifiques tels que la propriété intellectuelle ou le goodwill, ainsi que l'identification des risques fiscaux.

1.4. Les cabinets d'avocats spécialisés

Elles apportent une expertise ciblée sur des enjeux juridiques complexes, tels que la conformité aux cadres réglementaires sectoriels, la structuration de dispositifs contractuels sophistiqués et l'analyse des risques inhérents aux juridictions étrangères. Leur intervention généralement dans le cadre de due diligence juridique.

1.5. Les bureaux de certification et les laboratoires accrédités

Elles assurent le contrôle de la conformité technique des procédés industriels ainsi que la vérification des certifications déclarées. Leur contribution est particulièrement stratégique dans les secteurs où les exigences en matière de qualité et de sécurité sont élevées, tels que

³⁷ B.D. Chatterjee (2020), A practical Guide to Financial Due Diligence, Bloomsbury Publishing India, p.65

l'aéronautique, la pharmacie ou l'agroalimentaire. Elles font généralement ce que nous appelons une due diligence technique.

Les acteurs mentionnés au-dessus sont souvent les plus mandatés lors d'une due diligence. Mais il peut y avoir un recours à d'autres acteurs selon la nature de la transaction et le secteur d'activité de l'entreprise cible comme les conseils en ressources humaines, les banques d'affaires, des experts informatiques ou IT.

2. Le processus de la due diligence ³⁸

L'exercice de la due diligence doit permettre de réduire les incertitudes, de confirmer les hypothèses, de définir le périmètre et de prioriser les enjeux.

Avant le début de la mission de due diligence, une lettre d'intention (*en anglais : Letter of Intent – LOI*) doit être signée par les deux parties, est un document précontractuel structurant les négociations entre un acheteur et un vendeur. Elle définit le prix, le périmètre, et le calendrier, sans généralement engager à l'achat final, mais peut contenir des clauses exclusives.³⁹

Ainsi un contrat de non divulgation (*en anglais : Non Disclosure Agreement*) qui être signé et approuvé par le cabinet ou la société mandatée pour faire la mission. C'est un contrat juridique qui protège les informations sensibles, stratégiques ou techniques partagées entre deux ou plusieurs parties, leur interdisant de les divulguer à des tiers.⁴⁰

Pour que la mission démarre, le processus comprend généralement :

2.1. Phase de planification :

Cette étape comprend les processus suivants :

2.1.1. Définition du périmètre

Avant de réaliser la mission, l'équipe de due diligence doit se familiariser avec les spécificités du projet. L'équipe de due diligence ou les consultants doivent :

- Discuter de la transaction envisagée
- Comprendre les besoins en matière de due diligence

Après avoir établi et hiérarchisé des objectifs clairs, il convient d'examiner la disponibilité des ressources et de définir les domaines sur lesquels l'équipe devra concentrer ses efforts.

³⁸ Joshua Rosenbaum et Joshua Pearl, Op.cit. p.6 p.264

³⁹ Donald M. DePamphilis (2018), *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Loyola Marymount University, Los Angeles, p.722

⁴⁰ KPMG, Documents internes

2.1.2. Détermination des domaines prioritaires

L'étape consiste à déterminer les domaines sur lesquels se concentrer. Par exemple :

Pérennité de l'entreprise : L'équipe peut évaluer la durabilité de l'activité en examinant le business plan de la cible, sa vision, ses alliances stratégiques, les synergies possibles, la base de clients existante...

Données financières : Les principaux éléments financiers à examiner sont : les actifs, les passifs, les flux de trésorerie, la rotation des stocks, les comptes clients, les comptes fournisseurs, les revenus, les procédures comptables

Concurrence : Il est essentiel de comprendre l'environnement du marché et les concurrents importants

Equipe dirigeante et culture organisationnelle : La culture existante et la vision ainsi que les capacités de l'équipe dirigeante ont une importance capitale pour décider d'aller de l'avant avec la cible

Infrastructure organisationnelle : Il convient d'évaluer les installations de l'organisation, les systèmes qualité, les talents du personnel, les politiques internes

2.1.3. Finalisation de la structure de l'équipe

S'assurer que les membres constituant l'équipe sont choisis spécifiquement en fonction de leurs compétences et de leur parcours, afin de garantir la réussite du projet.

Ils doivent avoir une vision claire de quelles informations doivent être collectées, quelles visites doivent être effectuées, quelles analyses doivent être réalisées et quels livrables doivent être produits à la fin du projet.

2.1.4. Définition des calendriers

Avant de commencer l'exécution, il est préférable de définir le périmètre et le calendrier de chaque étape.

Programmer le temps de chaque étape clé aide à obtenir des résultats dans les délais souhaités et aide les parties à se concentrer sur l'objectif commun.

2.1.5. Communication des informations

Le succès de due diligence dépend d'informations complètes, exactes et fournies en temps voulu. Cela peut être rendu possible si les fournisseurs d'information sont informés des attentes à leur égard et des délais. Chaque partie impliquée doit fournir aussi tôt et aussi précisément que possible

2.1.6. Le modèle et les outils requis

Sur la base du périmètre, des besoins et des objectifs, l'équipe de due diligence doit décider quels outils à utiliser, tels que les questionnaires, les feuilles de travail, la recherche dans les bases de données réglementaires

2.2. Phase de collecte des données :

Cette étape consiste à collecter les données existantes sur les processus opérationnels, les produits clés et les services critiques pour la qualité.

L'approche utilisée pour la collecte des données dépend de plusieurs facteurs, notamment la précision souhaitée, la nature des questions auxquelles il faut répondre, la disponibilité du temps, de l'argent et l'accès aux fournisseurs d'informations.

La collecte des données s'appuie principalement sur la Data-Room mise en disposition par l'entité cible. Cet espace sécurisé contient l'ensemble des documents nécessaires à l'investigation.

Pour des informations supplémentaires, l'équipe de due diligence peut collecter les données auprès des sources différentes, par exemple : Internet, Organisations et bases de données réglementaires, Concurrents, Fournisseurs, Clients, Associations professionnelles, Chambres de commerce....

La recherche peut être qualitative, menée via des entretiens approfondis avec les fournisseurs d'informations. La recherche quantitative est réalisée via des enquêtes auprès d'échantillon de clients ou fournisseurs d'informations, et les informations issues de cet échantillon sont extrapolées à l'ensemble de la population.

2.3. Phase d'analyse des données

Cette étape consiste à analyser les données collectées et à tirer une conclusion basée sur des facteurs critiques comme la criticité de l'activité, la complexité fonctionnelle, la complexité technique

Il n'existe pas toujours de solutions nettes et définitives, une fois l'équipe de due diligence a rigoureusement examiné une organisation et son leadership, elle réalise qu'il n'existe aucun ensemble de conclusions parfaitement cohérent.

En examinant les résultats de la due diligence, l'équipe peut découvrir certains éléments qui donnent une impression favorable de l'organisation et d'autres qui suscitent des préoccupations. Il peut également y avoir quelques signaux d'alerte.

Au cours du processus de due diligence, l'équipe va comprendre la santé financière de l'organisation, sa capacité à délivrer à l'avenir, sa réputation et son mode de fonctionnement. L'équipe obtiendra également une perspective sur le leadership de l'organisation. L'analyse des résultats de la due diligence consiste généralement à pondérer une variété de facteurs pour déterminer si l'équipe doit émettre une recommandation positive.

Tous les facteurs doivent être pris en compte, et l'organisation doit les équilibrer afin d'arriver à une décision.

2.4. Phase du rapport finale :

Une fois tous les entretiens et les visites de sites ont été réalisées par l'équipe de due diligence et que toutes les analyses associées ont été effectuées. Les conclusions doivent être formalisées dans la présentation finale et dans les livrables finaux.

L'équipe prépare un rapport due diligence et présente ses conclusions, lesquelles deviennent un élément essentiel du processus de prise de décision et de négociation.

Le processus de due diligence décrit ici est applicable à l'ensemble des types de la due diligence existants. Les grandes phases du processus restent toujours les mêmes

Il convient de souligner que dans la pratique les différentes phases s'entrecroisent entre elles, c'est-à-dire que le processus n'est vraiment linéaire

3. Les outils de la due diligence

Un processus de due diligence bien mené nécessite l'utilisation d'un ensemble d'outils lors de son réalisation. Ces outils vont faciliter le travail de l'équipe de due diligence. Ils permettent à la collection des données, d'assurer la traçabilité des investigations....

Parmi les principaux outils, nous distinguons :

3.1. Les questionnaires ⁴¹

Le questionnaire de due diligence constitue l'application concrète du plan de due diligence. Il est élaboré en compilant une série de questions concernant les éléments fondamentaux de l'entreprise, les sujets et les problématiques identifiés dans le plan. Les informations et documents fournis en réponse au questionnaire sont utilisés pour développer l'image financière, juridique et opérationnelle que l'entreprise concernée a donnée à un acheteur ou investisseur potentiel au sujet de son activité, sa valorisation et son personnel

Les questions sont conçues pour obtenir les informations nécessaires afin de :

- Fournir le niveau de confort requis pour poursuivre la transaction
- Révéler des problèmes qui empêchent la poursuite
- Suggérer la nécessité de réviser les termes du contrat

⁴¹ Jeffrey W. Berkman, Op.cit. p.7 p.25

Le questionnaire constitue une norme sectorielle de questions fréquemment posées fournies lors d'une transaction importante, ces questions sont réparties en catégories telles que : les processus opérationnels, la structure organisationnelle, la gestion des risques...

Bien qu'il varie selon le type de transaction et l'entreprise cible, il existe des catégories par défaut et des questions de base que les praticiens et les gestionnaires d'actifs ont appris à examiner

3.2. Due diligence checklist ⁴²

C'est une liste exhaustive des documents à collecter, calibrée selon les conclusions de l'analyse préliminaire et le niveau de risque identifié

La demande formulée au tiers est structurée par domaines d'investigation : documents juridiques (Statuts, Procès-verbaux ...), financiers (Etats financiers, rapports d'audit ...), opérationnels (certificats, agréments ...)

La demande documentaire est transmise via un portail sécurisé qui assure la traçabilité des échanges. Un délai de réponse raisonnable est fixé, généralement entre deux et quatre semaines selon la complexité du dossier. Les équipes définissent également les formats acceptables pour chaque document.

Ce document permet à l'équipe de due diligence de disposer une ressource unifiée pour évaluer les risques liés au tiers, identifier les signaux d'alerte et garantir un processus d'intégration responsable des fournisseurs

3.3. Les interviews ⁴³

Des entretiens structurés sont menés avec les dirigeants et responsables opérationnels du tiers. Ces échanges permettent de clarifier les points en suspens et d'évaluer la culture de conformité de l'organisation. Pour les aspects techniques critiques, des experts métiers participent aux entretiens.

Chaque investigation fait l'objet d'un rapport détaillé enrichi de preuves photographiques pour les visites sur site et de comptes-rendus signés pour les entretiens.

3.4. Visite de site ⁴⁴

Appelée aussi « Inspection des lieux », c'est le moment où les acheteurs potentiels, accompagnés de leurs experts, se rendent physiquement dans l'entreprise pour vérifier que la réalité du terrain correspond aux documents fournis et le niveau de maîtrise opérationnelle de

⁴² B.D. Chatterjee, Op.cit. p.21 p.102

⁴³ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.181

⁴⁴ Idem, p.217

l'entreprise. Pour un dirigeant, cette visite peut être source de stress, surtout s'il n'a jamais vendu l'entreprise.

Lors des visites des sites, une vérification sur le terrain et des observations seront mener sur les locaux, les équipements, le niveau d'organisation et la dynamique réelle de l'entreprise

Ce n'est pas un audit technique exhaustif : c'est plutôt une immersion rapide mais ciblée pour comprendre l'entreprise en vrai.

3.5. Data-Room ⁴⁵

Ou Salle de données, est un espace utilisé pour le stockage et la diffusion des documents pendant le processus de due diligence. Elle offre un moyen pratique de modifier et diffuser des documents dans un environnement sécurisé et confidentiel à tout moment et depuis n'importe quel lieu.

La Data-Room fournit également une excellente piste d'audit, c'est-à-dire un moyen de déterminer quelles parties ont consulté quelles données et à quel moment.

Ces outils forment un dispositif opérationnel de due diligence. Ils sont utilisés de manière combinée et coordonnée afin d'atteindre les objectifs de la due diligence.

⁴⁵ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.182

Section 02 : Les transactions de fusions-acquisitions et la due diligence financière

Une transaction est un accord établi entre deux ou plusieurs parties par concessions réciproques. Elle est donc un acte qui doit satisfaire chaque partie afin d'éviter toute contestation future. Une transaction prend souvent la forme d'un arrangement financier résultant d'une négociation commerciale.⁴⁶

Il existe des typologies différentes de la transaction financière, Nous trouverons par exemple :

- Transactions portant sur des entreprises ou des participations comme les fusions acquisitions (M&A), cessions des parties minoritaires ou majoritaires, rachat avec effet de levier (LBO)...
- Transactions portant sur des instruments financiers par exemple l'introduction en bourse (IPO), augmentation du capital, investissement en private equity, venture capital, les opérations sur les marchés financiers..., elles se caractérisent par un encadrement réglementaire très strict
- Transactions portant sur les droits contractuels, incluent les joint-ventures, les partenariats stratégiques, les contrats de licence et de franchise..., elles ne transfèrent pas la propriété d'un actif mais créent des droits et obligations durables entre les parties

Dans ce contexte, la due diligence financière, constitue une étape essentielle lorsqu'il existe une asymétrie d'information importante entre les parties et que les conséquences de la transaction sont difficilement réversibles. Par ailleurs l'évaluation d'entreprise peut être définie comme le processus méthodologique visant à estimer, à une date donnée, la valeur économique d'une entité, elle joue un rôle central dans les transactions financières où elle est réalisée après la due diligence financière, elle permet de mesurer l'incidence des constats identifiés sur la valeur de l'entreprise.

Cette section présente les principales notions relatives aux transactions M&A, à la due diligence financière ainsi qu'aux principales approches de valorisation d'entreprises.

⁴⁶ Square, Qu'est-ce qu'une transaction ?, [Qu'est-ce qu'une transaction ? - Glossaire Business](#), consulté le 01/04/2026 à 11:33

I. Les fusions et acquisitions (M&A)

Une fusion-acquisition (en anglais **M&A** un acronyme pour **mergers and acquisitions**) est le regroupement de sociétés. Le terme recouvre les différents aspects du rachat du capital d'une entreprise, d'une division d'entreprise, voire d'actifs, par une autre entreprise. Chaque opération est une transaction habituellement majoritaire, ce qui signifie qu'elle entraîne un échange financier entre un ou plusieurs vendeurs et un acheteur et une modification des droits de propriété de la cible.

Le développement par fusions-acquisitions s'inscrit en général dans le champ de la croissance externe. Nous allons procéder à clarifier les différentes définitions relatives à ce mode de croissance et à ses principales pratiques.

1. Fusion de sociétés

Le mot fusion est beaucoup plus souvent utilisé lorsque l'acquisition se traduit dans les faits par une intégration des entreprises et aussi parce que ce terme fait plus appel à la collaboration qu'à l'hostilité entre les sociétés.

Les opérations de fusions impliquent la mise en commun au sein d'une même personnalité morale de l'ensemble de l'actif et du passif des deux sociétés concernées. Le choix de la fusion est beaucoup impliquant pour les différentes parties prenantes puisqu'il s'agit véritablement d'une mise en commun de l'ensemble des moyens mais aussi d'une évolution du pouvoir de contrôle, les actionnaires devenant communs.⁴⁷

D'un point de vue légale, une fusion est une combinaison de deux ou plusieurs sociétés (mais dans la majorité des cas ça concerne deux sociétés), souvent de taille comparable, dans laquelle toutes sauf une cessent légalement d'exister. Ce qui entraîne que la décision de fusionner est une décision irréversible.⁴⁸

La caractéristique principale de la fusion est que les actifs et les dettes des compagnies fusionnantes sont transmis à la compagnie résultante de la fusion par la seule opération de la loi. En effet, à compter de la date figurant sur le certificat de fusion, les compagnies qui ont fusionnées continuent leur existence en une seule et même compagnie, et cette compagnie continue de posséder les droits des compagnies fusionnées et à en assumer les obligations.⁴⁹

Notamment, il existe deux grands types de fusions d'entreprises :

1.1. Fusion Absorption

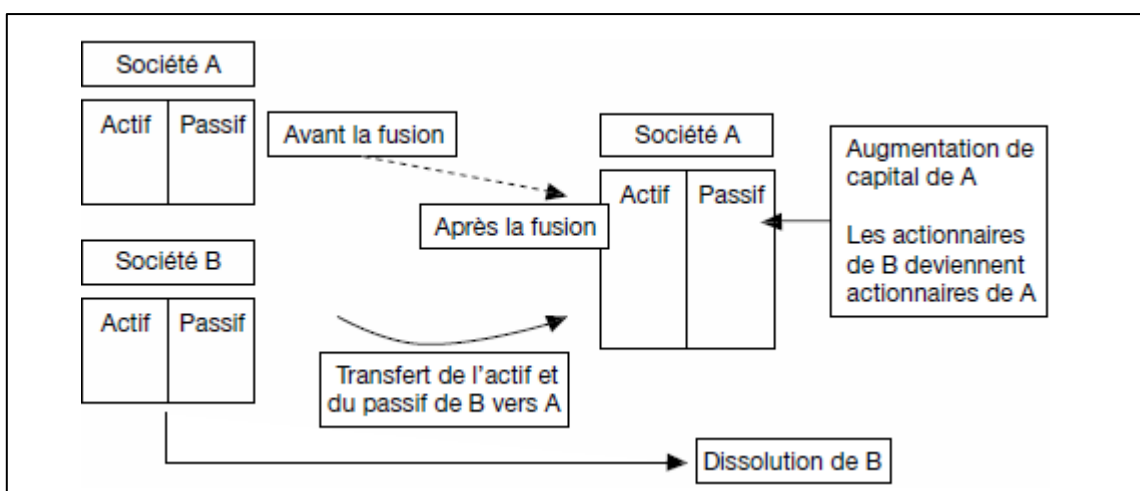
Une ou plusieurs entreprises préexistantes disparaissent tandis que leur patrimoine est transmis dans sa totalité à la société absorbante. La société qui absorbe va garder sa propre identité.⁵⁰

⁴⁷ Olivier Meier et Guillaume Schier, Op.cit. p.6 p.80

⁴⁸ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.20

⁴⁹ André C Coté, *Aspects et implications juridiques des restructurations dans Acquisition ou Fusion d'Entreprises et Emplois*, (1989), p. 69-70

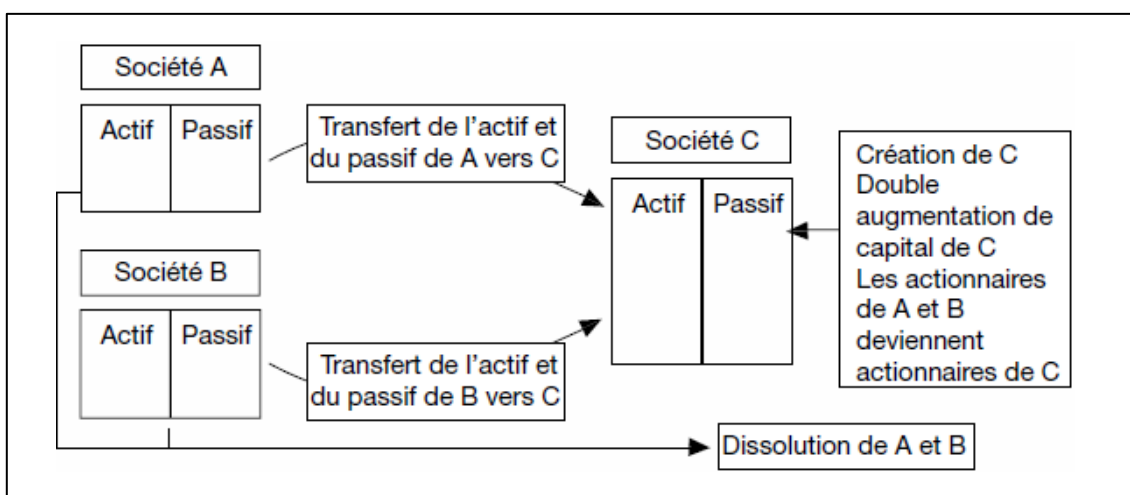
⁵⁰ CHERIFI Mouldjillali, Les opérations de fusions des sociétés en Algérie, Revue finance et marchés, de p.74 à 97, p. 79

Figure 1: Fusion par absorption

Source : Olivier Meier, Guillaume Schier (2008), Fusions Acquisitions

1.2. Fusion par création de nouvelle société

Deux ou plusieurs sociétés préexistantes disparaissent pour créer une nouvelle société, c'est donc la réunion de plusieurs sociétés qui donnent une naissance à une entité morale nouvelle. A cet effet, c'est la dissolution de toutes les sociétés fusionnées.⁵¹

Figure 2: Fusion par création d'une nouvelle société

Source : Olivier Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions

⁵¹ CHERIFI Mouldjillali, Op.cit. p.29

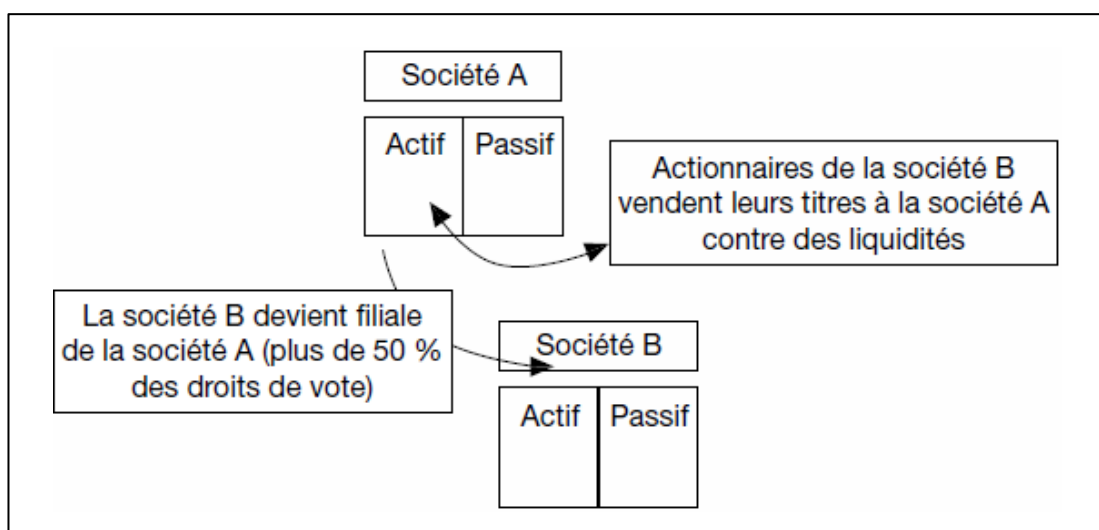
2. Acquisition de sociétés

Une acquisition se produit lorsqu'une entreprise prend l'intérêt contrôlant dans une autre entreprise, une filiale d'une autre entreprise, ou des actifs sélectionnés d'une autre tels qu'une installation de fabrication. Elle peut impliquer l'achat des actifs ou des actions d'une autre entreprise, l'entreprise acquise continuant d'exister en tant que filiale légalement détenue. Ce qui est le contraire de l'opération de fusion qui fait disparaître la ou les entreprises absorbées.⁵²

Une opération d'acquisition consiste en un transfert de propriété des titres contrôlés par la société cible vers les actionnaires de la société acquéreuse. Les acquéreurs rémunèrent les actionnaires de la cible par un décaissement qui correspond à une sortie réelle de fonds. Cela tout rentre dans le cadre d'acquisition par achat d'actions. Comme il existe un autre type qui est l'acquisition par échange d'actions.⁵³

En revanche, une cession est la vente de la totalité ou de la quasi-totalité d'une entreprise ou d'une ligne de produits à une autre entreprise à une autre partie contre de l'argent ou des titres.

Figure 3: Acquisition par achat d'actions



Source : Olivier Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions

Le schéma montre qu'une société devienne une contrôleuse d'une autre lorsque cette dernière possède plus de 50% de droits de vote. Mais dans la réalité, le contrôle dépend de la géographie du capital, si il est composé d'un actionnariat très dispersé, il n'est pas nécessaire de disposer plus de 50% des droits de vote pour contrôler la société

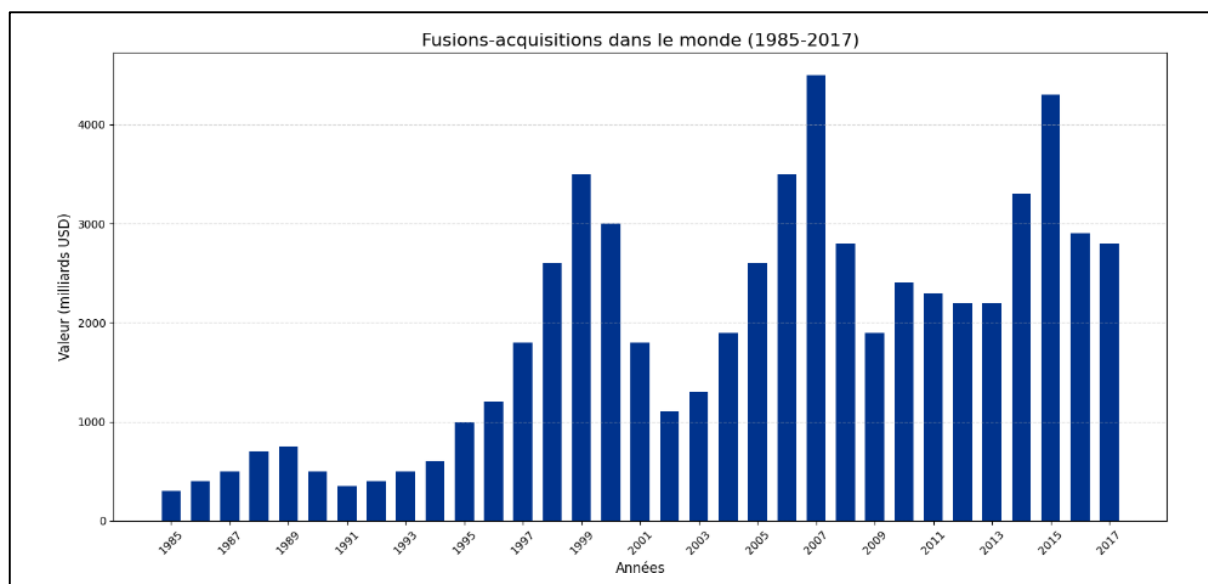
Les opérations de fusions-acquisitions représentent aujourd'hui l'une des voies privilégiées par les entreprises pour se développer de façon indépendante. Ces opérations constituent l'une des principales pratiques de la croissance externe. Elles sont essentiellement

⁵² Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.21

⁵³ Olivier Meier et Guillaume Schier, Op.cit. p.6 p.62

un moyen au service du développement de l'entreprise. La figure n°04 montre le développement des fusions acquisitions dans le monde

Figure 4 : Le développement des fusions-acquisitions dans le monde



Source : Abdelkader Gliz, *Évaluation de l'entreprise*

Les fusions-acquisitions sont avant tout des pratiques de réalisation permettant de mettre en œuvre une stratégie de croissance externe. Il est à noter que les opérations de fusions-acquisitions peuvent conséquent servir d'autres objectifs. C'est le cas par exemple d'une fusion entre deux sociétés d'un même groupe, dans le but de rationaliser la gestion des activités aux plans administratif et juridique.⁵⁴

3. Les types de fusions-acquisitions ⁵⁵

Ce type de classification vise à analyser le degré de proximité professionnelle entre les firmes regroupés, nous distinguons quatre types :

3.1. Les fusions-acquisitions horizontales

Ces opérations concernent les fusions-acquisitions entre firmes concurrentes, c'est l'unification de deux entreprises opérant dans la même industrie. Les entreprises produisent généralement des produits similaires ou fournissent des services similaires en tant que concurrents directs. Nous citons ici l'exemple de Meta (ex. Facebook), lorsque elle a acquis l'un de ses concurrents directs Instagram dans le domaine des médias sociaux

⁵⁴ Olivier Meier et Guillaume Schier, Op.cit. p.6 p.8

⁵⁵ Idem, p. 14

Ce type représente plus de la moitié des cas de prise de contrôle réalisés sur les marchés américains et européens. Ces opérations visent généralement à la spécialisation et au contrôle d'une partie importante du marché

Malgré les avantages nombreux de ce type de fusions-acquisitions, mais il existe de défis, comme par exemple : plus l'entreprise est grande, moins elle flexible et agile, et plus elle soumise à une surveillance accrue

3.2. Les fusions-acquisitions verticales

Il s'agit de fusions-acquisitions entre firmes situées à des stades différents du processus de production des produits ou de services d'une même filière. Ce type peut par conséquent prendre la forme d'une politique d'intégration en amont de la filière (achat de fournisseurs). Il peut également se faire en aval par l'acquisition de réseaux de distribution.

C'est l'option prise par IKEA qui a procédé à une intégration en amont en rachetant les forêts en Roumanie et dans les pays baltes, pour sécuriser son approvisionnement en bois

Les fusions-acquisitions verticales peuvent par conséquent permettre de contrôler l'ensemble de la chaîne économique, des matières premières au produit fini, mais il peut y arriver que les coûts associés à la gestion d'une usine soient également élevés

3.3. Les fusions-acquisitions concentriques

Elles concernent les opérations de regroupement entre firmes de métiers complémentaires, opérant dans le même marché ou secteur, partageant des technologies, des recherches et développements, des processus ou d'autres facteurs communs.

Les entreprises intégrées développent généralement des produits similaires et complémentaires qui s'adressent à la même clientèle, mais pour différents secteurs. C'est le cas de la fusion entre Heinz et Kraft en 2015 pour créer The Kraft Heinz Company est devenue la plus grande fusion concentrique de l'histoire.

Les entreprises qui suivent ce type de fusions-acquisitions bénéficient de réductions de coûts en partageant des ressources et des efficacités opérationnelles, ainsi les similitudes entre les entreprises réduisent les risques associés aux M&A, mais elles limitent généralement leur diversification

3.4. Les fusions-acquisitions conglomerates

Nous distinguons deux sous-types de fusions-acquisitions conglomerates :

Une fusion-acquisition conglomerate pure est l'unification de deux entreprises ou plus dans des secteurs différents, comme une entreprise de logiciels et une chaîne de restauration. Les organisations n'ont aucune activité commerciale, aucun intérêt, produit ou service en

commun, et il n'y a pas de relation acheteur-vendeur ou de chaîne d'approvisionnement partagée. L'objectif principal est généralement la diversification et la réduction des risques.

Une fusion-acquisition conglomerale mixte unifie deux organisations ou plus opérant dans des secteurs différents, mais qui peuvent avoir des points communs dans des domaines tels que la technologie, les canaux de distribution ou la clientèle.

Les entreprises qui réalisent une M&A conglomerale connaissent souvent une croissance et une diversification accrues en dehors de leur secteur principal ou de leur clientèle. En revanche, dans certains cas il existe un risque de choc culturel et de perte de collaborateurs qui peuvent également réduire l'efficacité et la rentabilité

Il existe d'autres classifications des fusions-acquisitions comme la taille (cout de transaction), le secteur et le degré d'internationalisation (pays concernés) de l'opération de croissance réalisée et le degré d'affinité relationnelle entre les entités avant achat (hostile, inamicale, amicale) ⁵⁶

4. Les motifs derrière les fusions-acquisitions ⁵⁷

Les motifs c'est ce qui poussent les entreprises à procéder à un tel investissement, nous trouvons trois types de motifs :

4.1. Les motifs stratégiques offensifs

Il y a plusieurs raisons qui peuvent conduire une firme à recourir à des opérations de fusions-acquisitions, parmi les raisons, nous trouvons :

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

4.2. Les motifs stratégiques défensifs ⁵⁸

L'évolution de l'environnement et les actions des concurrents peuvent amener l'entreprise à réagir en procédant à des adaptations nécessaires pour maintenir ses positions :

- Consolider ses positions dans des secteurs à maturité
- S'adapter aux évolutions technologiques
- Acquérir une taille critique
- Entraver les actions d'un concurrent gênant
- Limiter les entrées au sein du secteur

⁵⁶ Olivier Meier et Guillaume Schier, Op.cit. p.6 p.13

⁵⁷ Idem., p.21

⁵⁸ Idem., p.26

4.3. La recherche de synergies opérationnelles ⁵⁹

Les synergies⁶⁰ sont souvent considérées comme l'une des motivations des dirigeants dans leur choix de croître par fusion ou acquisition :

- Synergies de coûts liées aux effets de volume
- Synergies de coûts liées au partage de ressources
- Synergies de croissance

5. Processus de fusion-acquisition

Un processus M&A est une série d'activités aboutissant au transfert de propriété du vendeur à l'acheteur. Les phases de processus de fusion-acquisition sont comme suit :

5.1. Conception du business plan ⁶¹

Un business plan (ou plan d'affaires) bien conçu résulte de huit activités clés, résumées ci-après :

- **Analyse externe** : Déterminer où concurrencer, cela veut dire quel secteur ou marché l'entreprise doit choisir. Et comment concurrencer, c'est-à-dire comment l'entreprise peut le plus efficacement concurrencer sur son marché cible
- **Analyse interne** : Auto-évaluation des forces et faiblesses de l'entreprise par rapport à sa concurrence. La combinaison de ces deux dernières activités (analyse interne et externe) est souvent appelée analyse SWOT. Les informations tirées analyses externe et interne guident le développement des stratégies d'entreprise
- **Déclaration de mission/vision** : Résume où et comment l'entreprise a choisi de concurrencer, sur la base de l'analyse externe ainsi que les croyances et valeurs opérationnelles fondamentales de la direction
- **Définition d'objectifs** : Des objectifs sont fixés, et des mesures quantitatifs de performance financière et non financière sont développées
- **Stratégie d'entreprise** : Cette stratégie va aider l'entreprise à atteindre les objectifs dans un délai acceptable sous réserve de contraintes identifiées dans l'auto-évaluation
- **Stratégie de mise en œuvre** : Articule comment mettre en œuvre la stratégie d'entreprise parmi une gamme d'options raisonnables. L'entreprise peut choisir d'agir

⁵⁹ Olivier Meier et Guillaume Schier, Op.cit. p.6 p.31

⁶⁰ Synergie : est la valeur réalisée à partir des flux de trésorerie incrémentiels générés par la combinaison de deux entreprises. C'est-à-dire si la valeur de marché de deux entreprises est de 100 millions USD et de 75 millions USD, et que leur valeur de marché combinée est de 200 millions USD, alors la valeur implicite de la synergie est de 25 millions USD. Les deux types de base de synergie sont l'opérationnelle et la financière

⁶¹ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.135

indépendamment, de s'associer avec d'autres, ou d'acquérir/fusionner avec une autre entreprise

- **Stratégie fonctionnelle** : Définit les rôles, responsabilités et exigences en ressources de chaque domaine fonctionnel majeur au sein de l'entreprise nécessaire pour soutenir la stratégie d'entreprise
- **Contrôles stratégiques** : Surveiller la performance réelle par rapport au plan, mettre en œuvre des systèmes d'incitation, et prendre des actions correctives si nécessaire. Des plans de bonus et d'autres mécanismes d'incitation pour motiver tous les employés à atteindre leurs objectifs individuels dans les délais ou en avance sont mis en place. Lorsque des écarts significatifs par rapport au plan de mise en œuvre se produisent, l'entreprise peut prendre des actions correctives

5.2. Construction du plan de mise en œuvre M&A⁶²

Si une entreprise décide de mettre en œuvre sa stratégie d'entreprise par le biais d'une acquisition, elle aura besoin d'un plan d'acquisition, qui est un type spécifique de stratégie de mise en œuvre qui se concentre sur les questions tactiques ou à court terme plutôt que sur les questions stratégiques ou à plus long terme. Il inclut les objectifs de la direction, une évaluation des ressources, une analyse de marché les directives de la direction générale concernant la gestion du processus d'acquisition, un calendrier, et le nom de la personne responsable de faire en sorte que tout se réalise.

5.3. Processus de recherche⁶³

La première étape dans la recherche de candidats à l'acquisition est d'établir un petit nombre de critères de sélection principaux, incluant le secteur et la taille de la transaction

L'étape suivante consiste à rechercher dans les bases de données informatisées disponibles en utilisant les critères de sélection. Il existe des bases de données et services d'annuaire courants, comme les entreprises peuvent «également interroger les cabinets de conseil, de comptabilité, d'avocats, des banques pour identifier d'autres candidats

5.4. Processus de sélection⁶⁴

Le processus de sélection est un raffinement du processus de recherche initial. Il commence par soustraire la liste initiale de candidats potentiels créée à l'aide des critères définis avant. Parce que peu de critères principaux sont utilisés, la liste initiale peut être long. Elle peut être raccourcie à l'aide de critères de sélection secondaires, parmi ces critères nous pouvons trouver :

⁶² Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.152

⁶³ Idem., p.169

⁶⁴ Idem, p.172

- | | |
|-----------------------|----------------------------------|
| ▪ Segment de marché | ▪ Part de marché |
| ▪ Gamme de produits | ▪ Comptabilité culturelle |
| ▪ Rentabilité | ▪ Age de PDG ou de l'actionnaire |
| ▪ Degré d'endettement | contrôlant |

Le processus d'approbation de l'entreprise peut exiger un accord des membres du conseil d'administration, et la décision de contacter une entreprise cible potentielle peut se retrouver dans des luttes politiques internes

5.5. Premier contact⁶⁵

Pour chaque entreprise cible, il est nécessaire de développer une stratégie d'approche dans laquelle l'acquéreur potentiel élabore un profil de chaque entreprise à contacter afin d'exposer les raisons pour lesquelles l'entreprise cible devrait envisager une proposition d'acquisition, il pourrait y avoir de besoin de capitaux par exemple

Les efforts de recherche devraient s'étendre au-delà des informations publiquement disponibles, ils doivent inclure des entretiens avec les clients, fournisseurs, ex-employés et associations professionnelles dans le but de mieux comprendre les forces, faiblesses et objectifs des entreprises cibles potentielles

La manière dont le premier contact est établi dépend de la taille de l'entreprise, de l'existence de contacts directs entre l'acquéreur potentiel et la cible, du fait que la cible soit cotée en bourse ou à capitaux propres, et du délai de l'acquéreur pour conclure la transaction

5.6. Négociation ⁶⁶

La phase de négociation est souvent l'aspect le plus complexe du processus d'acquisition. C'est au cours de cette phase que le prix d'achat réel payé pour l'entreprise est déterminé, et il sera souvent très différent de l'évaluation initiale de l'entreprise cible

Dans cette phase l'accent est mis sur la négociation basée sur les intérêts, dans laquelle les parties examinent leurs intérêts sous-jacents plutôt que de simplement énoncer des positions et de formuler des exigences. La partie aux négociations disposant de l'accès à l'information la plus fiable possède souvent un avantage définit dans le processus.

La phase de négociation se compose de quatre activités qui peuvent commencer à différents moments mais ont tendance à se chevaucher. La due diligence commence dès que la cible est prête à l'autorise. La deuxième activité consiste à affiner l'évaluation préliminaire sur la base de nouvelles données découvertes dans le cadre de due diligence, permettant à l'acheteur de mieux comprendre la valeur de la cible. La troisième activité est la structuration de l'accord, qui consiste à répondre aux besoins les plus importants des deux parties en abordant les questions de risque et de récompense. L'activité finale, le plan de financement, fournit un

⁶⁵ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.173

⁶⁶ Idem., p.177

contrôle de réalité pour l'acheteur en définissant le montant maximum que l'acheteur peut espérer financer et payer pour l'entreprise cible.

5.7. Développement du plan d'intégration⁶⁷

Une partie du processus de planification d'intégration concerne l'activité de la due diligence, où l'équipe de due diligence doit identifier les moyens par lesquels les actifs, processus et autres ressources peuvent être combinés pour réaliser des économies de coûts, des améliorations de productivité ou d'autres synergies perçues. Ces informations sont également essentielles pour affiner le processus d'évaluation comptable en permettant aux planificateurs de mieux comprendre la séquence nécessaire des événements et le rythme résultant auquel les synergies attendues peuvent être réalisées

La planification d'intégration implique également de traiter les questions relatives aux ressources humaines, aux clients et aux fournisseurs qui chevauchent le changement de propriété. Ce sont des questions transitoires à résoudre dans le cadre de l'accord d'achat, et il est crucial que les responsabilités du vendeur soient négociées avant la clôture pour rendre la transition réelle aussi fluide que possible

Les décisions prises avant la clôture affectent l'activité d'intégration post-clôture. Intégrer avec succès des entreprises nécessite de faire travailler les employés des deux pour atteindre des objectifs communs. Cela se produit grâce à la construction de crédibilité et de confiance, et non par des slogans superficiels et des promesses vides. La confiance provient de la coopération, du respect des engagements et de l'expérience du succès

5.8. Clôture⁶⁸

La clôture implique d'obtenir tous les accords et contrats réglementaires relatifs aux actionnaires et autres parties prenantes, par exemple : le contrats clients et fournisseurs, et de compléter l'accord d'achat définitif

Le conseil juridique de l'acheteur est responsable de s'assurer que la transaction respecte les lois sur les valeurs mobilières et les lois sur les sociétés de l'Etat comme titre d'exemple

Dans un achat d'actifs, de nombreux contrats clients et fournisseurs ne peuvent pas être cédés à l'acheteur sans obtenir l'approbation écrite des autres parties. Bien que cela soit souvent une formalité, les fournisseurs et clients peuvent tenter de négocier des conditions plus favorables.

L'accord définitif est la pierre angulaire des documents de clôture Il indique tous les droits et obligations des parties tant avant qu'après la clôture

⁶⁷ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.185

⁶⁸ Idem., p.187

5.9. Mise en œuvre de l'intégration post-clôture ⁶⁹

L'activité d'intégration post-clôture est largement considérée comme l'une des phases les plus importantes du processus d'acquisition, elle est considérée comme ensembles des activités requises après la clôture, elle est répartie en cinq catégories :

- **Plans de communication** : La mise en œuvre d'un plan de communication efficace après la clôture est cruciale pour retenir les employés de l'entreprise acquise et maintenir le morale et la productivité.
- **Rétention des employés** : La rétention des managers de niveau intermédiaire doit être une priorité absolue pendant cette phase de processus d'acquisition. Fréquemment, les managers supérieurs de l'entreprise cible que l'acheteur choisit de conserver sont invités à signer des contrats de travail comme condition de clôture
- **Satisfaction des exigences de trésorerie** : Les conservations avec les managers de niveau intermédiaire après la clôture révèlent souvent des domaines dans lesquels les dépenses d'entretien ont été reportées. Les créances précédemment considérées comme recouvrables peuvent devoir être passées par pertes.
- **Mise en œuvre des meilleurs pratiques** : Les entreprises combinées réalisent souvent des synergies potentielles en employant les « meilleurs pratiques » des deux.
- **Problèmes culturels** : Les cultures d'entreprise reflètent l'ensemble des croyances et comportements de la direction et des employés d'une entreprise. Les différentes cultures d'entreprise entravent les efforts d'intégration post-acquisition. La clé du succès est de prendre le temps d'expliquer à tous les employés de la nouvelle entreprise quels comportements sont attendus.

5.10. Réalisation d'une évaluation post-clôture ⁷⁰

Les principales raisons de réaliser une évaluation post-clôture des transactions sont de déterminer si l'acquisition répond aux attentes, d'entreprendre des actions correctives si nécessaire, et d'identifier ce qui a été bien fait et ce qui devrait être mieux fait dans les futures transactions.

L'évaluation post-clôture est critique si une entreprise veut tirer des leçons des erreurs passées

En conclusion, les fusions-acquisitions est un domaine complexe et fascinant qui joue un rôle fondamental dans le monde des affaires. Ils permettent aux entreprises de se développer, de se diversifier et de se renforcer face à la concurrence.

⁶⁹ Donald M. DePamphilis, Op.cit. p.22 p.191

⁷⁰ Idem., p.192

II. La due diligence financière

Dans toute opération de fusion-acquisition, le prix négocié entre l'acquéreur et le vendeur repose sur des hypothèses sur la qualité des résultats, sur la solidité du bilan, sur la réalité des flux de trésorerie, sur la pérennité du business model. La due diligence financière est le processus qui permet de vérifier ces hypothèses, d'identifier les risques cachés et de fournir aux parties les bases objectives nécessaires à une décision d'investissement éclairée.⁷¹

Trop souvent perçue comme une formalité administrative, la due diligence financière est en réalité l'un des outils les plus puissants de la pratique M&A. Elle peut confirmer ou remettre en cause un prix d'acquisition, révéler des passifs non comptabilisés, mettre au jour des manipulations comptables, ou au contraire conforter l'acquéreur dans la qualité de la cible.

1. Définition de la due diligence financière

La due diligence financière également appelée audit d'acquisition ou audit financier transactionnel est une mission d'analyse approfondie de la situation financière d'une société cible, réalisée dans le cadre d'une transaction (acquisition, cession, levée de fonds, LBO). Elle a pour objectif d'évaluer la qualité et la fiabilité des informations financières communiquées, d'identifier les risques et les ajustements susceptibles d'affecter le prix ou les conditions de la transaction.⁷²

Elle se distingue fondamentalement d'un audit légal ou commissariat aux comptes, dont l'objectif est de certifier la régularité et la sincérité des comptes annuels. La due diligence financière ne certifie pas les comptes, elle les analyse de manière critique à travers le prisme de la transaction.

La due diligence financière. Elle est commanditée par l'acquéreur ou le fonds investisseur, généralement après la signature d'une lettre d'intention (LOI). Elle est réalisée par un cabinet indépendant mandaté par l'acquéreur, qui accède aux informations financières de la cible via une data room.

L'audit d'acquisition est par nature confidentiel et réalisé sous contrainte de temps généralement entre 4 et 8 semaines dans le cadre d'un processus compétitif, parfois moins dans les transactions bilatérales.

La due diligence financière remplit trois fonctions essentielles. Elle permet d'abord de vérifier que le prix d'acquisition est justifié par la réalité des performances financières de la cible et d'identifier les retraitements qui pourraient conduire à une révision du prix. Elle permet ensuite d'identifier les risques cachés, passifs non comptabilisés, litiges, engagements hors bilan, dépendances critiques qui pourraient affecter la valeur de l'entreprise post-acquisition. Elle fournit enfin les éléments nécessaires à la négociation des clauses de garantie de passif, conditions suspensives et des mécanismes d'ajustement de prix.⁷³

⁷¹ Peter Howson, Op.cit. p.9 p.45

⁷² B.D. Chatterjee, Op.cit. p.21 p. 81

⁷³ Idem., p. 87

2. Les travaux d'une due diligence financière

La mise en place d'une due diligence financière dans une transaction de fusion-acquisition se structure généralement en six éléments clés :

2.1. Cadrage et organisation de la mission

La première étape consiste à définir précisément le périmètre d'intervention, les objectifs prioritaires et l'organisation de la mission. Cette phase inclut la signature de la lettre de mission et des accords de confidentialité, la définition de la liste des documents à demander, l'organisation des sessions avec la direction de la cible, et le planning des travaux. La qualité du cadrage conditionne directement l'efficacité et la fluidité de la mission.

2.2. Quality of Earnings (QoE) : analyse de la qualité des résultats ⁷⁴

La Quality of Earnings (QoE) est le cœur analytique de toute due diligence financière. Elle vise à déterminer le niveau d'EBITDA normalisé et récurrent de la cible, c'est-à-dire l'EBITDA qui servira de base au multiple de valorisation ou dans l'approche par les revenus.

Parmi les retraitements à appliquer dans l'analyse de qualité des résultats, nous trouvons :

Tableau 3: Exemple des retraitements - qualité des résultats

Ligne du compte de résultat	Retraitements à examiner	Impact typique
Chiffre d'affaires	Nature : récurrent vs non récurrent	Identification du CA récurrent vs non récurrent
Chiffre d'affaires	Produits à recevoir : livrés mais non encore facturés	Risque sur la récurrence si factures à recevoir gonflées
Marge Brute	Coûts directs vs indirects mal classés	Impact sur le taux de marge brute
Marge Brute	Variation de stocks	Impact sur la marge brute de l'exercice
Charges de personnel	Rémunération des dirigeants vs marché	Retraitement positif ou négatif selon le cas
Charges d'exploitation	Charges exceptionnelles récurrentes déguisées en non-déguisées	A réintégrer dans le normatif
EBITDA	Eléments non récurrents identifiés : gain ou pertes	Bridge EBITDA comptable – EBITDA normalisé

Source : B.D. Chatterjee, Financial Due Diligence

Les retraitements spécifiques varient selon le secteur d'activité, la taille de la cible et le référentiel comptable applicable.

⁷⁴ B.D. Chatterjee, Op.cit p.21 p.125

2.3. Quality of Assets (QoA) : Analyse du bilan

Elle fait référence à l'évaluation de la santé et de la performance des actifs d'une entreprise. Elle est cruciale pour comprendre la valeur, le risque et la durabilité des actifs.

Parmi les retraitements à appliquer dans l'analyse de qualité des résultats, nous trouvons :

Tableau 4 : Exemple des retraitements de l'analyse du bilan

Poste du bilan	Retraitements à examiner	Impact typique
Immobilisations incorporelles	Frais de développement capitalisés	Impact sur l'actif net et les amortissements futurs
Immobilisations corporelles	Valeur nette comptable vs valeur de marché	Actifs non opérationnels à identifier
Stocks	Méthode de valorisation des stocks (FIFO, CUMP, LIFO)	Impact sur la marge brute et BFR
Créances clients	Ancienneté des créances	Identification des créances douteuses ou irrécouvrables
Dettes fiscales et sociales	Arriérés de charges et sociales ou fiscales	Éléments de dettes à intégrer dans la dette nette
Provisions pour risques	Couverture effective des litiges, garanties données ...	Passif non comptabilisé

Source : B.D. Chatterjee, Financial Due Diligence

L'analyse du bilan vise à identifier les actifs et les passifs qui ne sont pas visibles dans les comptes publiés mais qui affectent la valeur réelle de l'entreprise.

2.4. Analyse du BFR normalisé ⁷⁵

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) est l'un des éléments les plus fréquemment sujets à manipulation ou à mauvaise interprétation dans une transaction M&A. La due diligence financière analyse le BFR historique sur 12 à 24 mois glissants, identifie sa saisonnalité, et détermine le BFR normalisé, c'est-à-dire le niveau de BFR qui sera utilisé comme référence dans le mécanisme d'ajustement.

Parmi les retraitements à appliquer dans l'analyse du BFR, nous trouvons :

⁷⁵ B.D. Chatterjee, Op.cit. p.21 p.124

Tableau 5 : Exemple des retraitements de l'analyse de BFR

Composante	Retraitements à examiner	Indicateur clé
Créances clients (DSO)	Ancienneté, concentration, conditions de paiement	$DSO = \text{Créances clients} / \text{CA} * 360$
Stocks (DIO)	Méthode de valorisation, rotation, obsolescence	$DIO = \text{Stocks} / \text{Coût des ventes} * 360$
Dettes fournisseurs (DPO)	Délais contractuels vs réels	$DPO = \text{Dettes fournisseurs} / \text{Achats} * 360$
Saisonnalité	Analyse mensuelle sur 12 à 24 mois, identification du pic et du creux de BFR	BFR normalisé = moyenne pondérée mensuelle
BFR cible	Niveau de BFR convenu entre les parties comme référence	Ecart BFR closing vs BFR cible = ajustement de prix

Source : B.D. Chatterjee, Financial Due diligence

Le BFR normalisé est l'un des points de négociation les plus délicats dans une transaction M&A. Un BFR anormalement bas au closing, résultant d'une gestion agressive des délais clients/fournisseurs conduit à un ajustement de prix négatif pour le vendeur.

2.5. Analyse de la dette financière nette ⁷⁶

Appelé aussi la qualité de la dette (*en anglais : Quality of Debt – Qod*), la dette financière nette retraitée est le second grand pilier de la valorisation en M&A, avec l'EBITDA normalisé. Elle correspond à la différence entre la dette financière brute et la trésorerie disponible. Cette analyse est critique car elle détermine directement le prix payé par l'acquéreur en valeur des fonds propres.

Tableau 6 : Exemple retraitements – Qualité de la dette

Composante	Nature	Traitement en due diligence
Emprunts bancaires CT / LT	Dettes financières brutes	A reprendre intégralement
Comptes courants d'associés	Dettes financières brutes	Remboursable au closing, à intégrer dans la dette
Dettes de leasing	Dettes financières brutes	A analyser selon le référentiel
Trésorerie disponible	A déduire de la dette brute	Trésorerie réellement disponible, hors trésorerie bloquée ou saisonnière
Litiges probables non provisionnés	Elément dette-like	A intégrer selon l'évaluation juridique
Impôts différés passifs significatifs	Elément dette-like	A intégrer selon leur probabilité de décaissement
Crédit TVA récupérable	Elément cash-like	A déduire selon l'analyse fiscale

Source : B.D. Chatterjee, Financial Due Diligence

⁷⁶ B.D. Chatterjee, Op.cit. p.21 p.125

La dette financière nette retraitée est calculée au jour du closing de la transaction. Les éléments dette-like et cash-like font l'objet de négociations spécifiques entre les parties et sont généralement définis précisément dans le SPA.

2.6. Analyse du business plan et des projections financières

La revue du business plan vise à apprécier la crédibilité et la robustesse des projections financières présentées par le management. Elle analyse la cohérence des hypothèses de croissance avec l'historique de performance et le contexte de marché, la réalité des leviers d'amélioration de la marge opérationnelle, le niveau de CAPEX⁷⁷ de développement nécessaire pour atteindre les objectifs du plan, et la génération de trésorerie nette projetée.

2.7. Rapport de due diligence et conclusions

Le rapport de due diligence financière est le livrable final de la mission. Il présente de manière structurée les conclusions de l'équipe sur la qualité de l'information financière, les retraitements retenus sur l'EBITDA et la dette nette, les risques identifiés et leur impact potentiel sur la valeur, et les points devant faire l'objet de clauses de garantie dans le SPA.

Il est à noter que ces travaux ne sont pas exhaustifs et peuvent changer selon le contexte de la mission, la méthode de la valorisation d'entreprise choisie.

3. Avantages et limites de la due diligence financière ⁷⁸

La due diligence est un outil qui présente des avantages et des limites à la fois

3.1. Avantages

La due diligence financière est l'un des investissements les mieux rentabilisés dans une transaction M&A. Elle permet à l'acquéreur de sécuriser son investissement en disposant d'une information financière vérifiée et indépendante, de réduire significativement le risque de mauvaises surprises post-acquisition, et de disposer d'une base factuelle solide pour la négociation du prix et des garanties.

3.2. Limites

La due diligence financière présente aussi des limites importantes à connaître. Elle ne certifie pas les comptes et ne couvre pas l'ensemble des risques de l'entreprise. Elle est réalisée sous contrainte de temps et d'accès à l'information, ce qui signifie que certains risques peuvent

⁷⁷ CAPEX : Capital expenditures, en français flux d'investissement nets

⁷⁸ B.D. Chatterjee, Op.cit p.21 p.89

ne pas être détectés. Elle repose sur des informations historiques, ce qui la rend par nature peu prédictive des risques futurs. Enfin, elle ne se substitue pas aux autres types de due diligence qui sont complémentaires et indispensables à une vision complète du risque transactionnel.

Les conséquences d'une mauvaise conduite d'une due diligence financière peuvent se résulter en un prix d'acquisition non ajusté, passifs non identifiés, garanties contractuelles insuffisantes. Par conséquent, nous pouvons dire que la due diligence financière n'est pas une formalité de processus c'est un outil de décision.

III. Les différentes méthodes de valorisation d'une entreprise

L'évaluation d'entreprise repose sur un ensemble de grandes approches reconnues par la pratique professionnelle. Ces approches ne s'opposent pas, elles se complètent et permettent de confronter différentes lectures de la valeur économique d'une entité. En général, il existe trois approches : l'approche patrimoniale, l'approche par le marché, l'approche par les revenus.

1. Approche patrimoniale

L'approche patrimoniale (*ou appelée aussi l'approche par les coûts*) de l'entreprise représente la somme algébrique de la valeur des éléments composant son patrimoine. En se basant sur la notion de patrimoine pour déterminer sa valeur, l'entreprise apparaît comme étant une simple sommation d'éléments ne constituant pas un ensemble coordonné et organisé pour la réalisation d'un objectif donné.⁷⁹

Cette approche demeure pertinente dans des contextes où la valeur réside principalement dans les actifs détenus comme l'exemple de sociétés immobilières, holdings patrimoniales ou entreprises en situation de liquidation. Elle repose sur une vision relativement statique de la valeur, centrée sur le patrimoine plutôt que sur la capacité bénéficiaire future.

Bien qu'étant la plus intuitive, cette méthode est relativement peu utilisée, car elle conduit souvent à sous évaluer les sociétés.

Il existe deux principales méthodes de l'approche patrimoniale, soit l'Actif Net Comptable (ANC) et l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC).

⁷⁹ Abdelkader GLIZ (2020), L'Evaluation de l'Entreprise, BERTI Editions, Alger, p.115

1.1. La méthode de l'Actif Net Comptable – ANC

L'Actif Net Comptable (ANC) est la base de l'évaluation patrimoniale. Il représente la différence entre le total de l'actif en valeur comptable et le total des dettes en valeur comptable.

L'ANC est déterminé à partir des rubriques des bilans et est tout simplement égal à la différence entre l'actifs comptables et le total des dettes comptables. Il est donc constitué des éléments suivants : le capital social, les primes d'émission, les primes de fusion, les primes d'apport, les réserves, le report à nouveau, le résultat de l'exercice et l'écart de réévaluation.⁸⁰

L'ANC constitue la forme la plus simple de l'approche patrimoniale, soit la différence entre le total des actifs comptabilisés et l'ensemble des dettes exigibles. Autrement dit, l'ANC est strictement égal à la valeur comptable des capitaux propres. Formellement, il peut être exprimé de la manière suivante :⁸¹

ANC = Total des actifs comptables – Total des dettes comptables = Capitaux propres comptables

Dans sa logique, cette méthode repose exclusivement sur les données issues des états financiers historiques. Elle considère que la valeur de l'entreprise est reflétée par son patrimoine tel qu'il apparaît au bilan, sans ajustement particulier.

Parmi les limites de cette méthode, nous trouvons que l'actif net comptable reflète des valeurs historiques et parfois amorties qui peuvent s'éloigner significativement des valeurs économiques réelles. Les immobilisations peuvent être sous-évaluées si elles ont pris de la valeur, notamment en matière immobilière. À l'inverse, certains actifs peuvent être surévalués si leur valeur de marché a diminué. Ainsi, l'ANC ignore les actifs incorporels non-inscrits au bilan, tels que la notoriété, la base clientèle ou le savoir-faire.⁸²

1.2. La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé – ANCC

L'information comptable à partir de laquelle l'ANC est calculé est cependant imparfaite pour déterminer la valeur de l'entreprise

La méthode de l'actif net comptable corrigé - ANCC se fonde sur les données comptables patrimoniales de l'entreprise à évaluer, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des éléments qui constituent le patrimoine de l'entreprise, qu'ils soient comptabilisés ou non, exprimé en valeur actuelle au jour de l'évaluation.⁸³

L'ANCC étant égal à la valeur financière ou boursière des capitaux propres, cela rend nécessaire un retraitement du bilan de façon à corriger les valeurs comptables pour les porter en valeurs réelles. Il existe deux modes de calcul pour obtenir l'ANCC :⁸⁴

⁸⁰ Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.116

⁸¹ Georges Legros (2015), L'évaluation des entreprises, Gestion – Finance, DUNOD, p.41

⁸² Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.117

⁸³ Hubert de La Bruslerie (2010), Analyse Financière, Gestion – Finance, DUNOD, Paris, p.329

⁸⁴ Georges Legros, Op.cit. p.46

- Le mode soustractif qui correspond à la somme des valeurs réelles des différents éléments de l'actif diminuée de la somme des éléments du passif
- Le mode additif qui s'obtient en faisant la somme des capitaux propres comptables et des retraitements appliqués aux valeurs comptables pour les amener aux valeurs réelles.

Les actifs sont comptabilisés à leur cout d'acquisition et les passifs à leur coût qui est la juste valeur de la contrepartie nette reçue après déduction des couts accessoires. Pour leur comptabilisation ultérieure, les entreprises disposent de deux options, la première est celle du cout historique où les actifs sont réévalués et comptabilisés à leur cout d'acquisition, diminués du cumul des amortissements et des pertes de valeur, et les passifs à leur cout amorti ou à leur juste valeur. La deuxième est celle de la juste valeur définit comme étant la valeur de marché ⁸⁵

La réévaluation porte sur tous les postes du bilan et tous les articles des inventaires. La détermination de l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC) passe par l'estimation de l'Actif Corrigé et Passif Exigible Corrigé. L'ANCC est donc :

Actif Net Comptable Corrigé = Actif Corrigé – Passif Exigible Corrigé

Pour le calcul de l'actif corrigé et passif exigible corrigé, il y a quelques retraitements à faire pour obtenir l'ANCC

1.2.1. Les principaux retraitements à effectuer

L'évaluation par la méthode patrimoniale n'est pas juste une analyse du bilan comptable. Elle nécessite de procéder à certains retraitements. Parce que la valeur du bien au jour de l'évaluation peut être différente de la valeur historique du bien.

a) Actif Net Corrigé ⁸⁶

Pour l'évaluation de l'actifs corrigé, l'évaluation doit procéder poste par poste

- Les terrains

L'évaluation des terrains nécessite de s'assurer qu'ils sont bien la propriété de l'entreprise. La première étape consiste en une description détaillée de ces terrains

Dans le cadre l'évaluation patrimoniale de l'entreprise, l'estimation de la valeur de marché des terrains se réalise soit par le recours à des évaluateurs professionnels qualifiés comme les professionnels de l'immobilier, les architectes Ou en utilisant l'une des méthodes d'approximation suivantes : La méthode de capitalisation, La méthode indiciaire et L'estimation par les revenus.

⁸⁵ Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.118

⁸⁶ Idem., p.120

- Les constructions

Les constructions sont des immobilisations corporelles comptabilisées initialement à leur cout d'acquisition si elles sont acquises à titre onéreux ou à leur cout de production si elles sont produites par l'entreprise elle-même.

Pour l'évaluation patrimoniale de l'entreprise, l'évaluation des constructions peut se faire par le recours aux professionnels de l'immobilier, comme elle peut se faire par d'autres méthodes qui sont la méthode de la capitalisation, la méthode de la reconstruction et la méthode de revenu.

- Les matériels et équipements

Cette catégorie est caractérisée par une hétérogénéité importante. Nous pouvons trouver des installations fixes, des équipements de production, des équipements de transport

L'évaluation des matériels et équipements nécessite une description détaillée de l'existant en faisant ressortir en particulier la valeur d'acquisition, la date d'acquisition, la valeur nette comptable, la méthode d'amortissement utilisée et les observations relatives à l'état de ces équipements.

La réévaluation des matériels et équipements dans le cadre de l'évaluation patrimoniale est faite par la méthode du cout remplacement, la méthode de valeur d'utilité et la méthode indiciaire.

- Les actifs financiers

Les actifs financiers peuvent avoir pour l'origine le cycle d'exploitation comme les créances clients, comme ils peuvent être sous la forme d'une immobilisation financières.

Les actifs financiers sont comptabilisés à leur juste valeur, et pour leur comptabilisation ultérieure ils sont évalués soit à la juste valeur soit au cout amorti.

Pour l'évaluation patrimoniale, nous trouvons trois cas de figures :

- Créances clients à court terme

Il faut ajuster cette valeur au risque de non-paiement en cas de doutes sur la capacité ou la volonté remboursement du débiteur.

- Titres de placement, prêts et créances d'une durée supérieure à un an

Leur valeur doit être ajustée en fonction du taux d'intérêt du marché et du risque de non-remboursement

➤ Titres de participation

Pour les titres cotés en bourse, la valeur à considérer est le cours boursier, ce dernier est égal à la moyenne des derniers cours passés. Et pour les titres non cotés, leur valeur sera obtenue par les méthodes d'évaluation des actions.

• Les stocks

Les stocks sont des actifs sous forme de biens destinés à être utilisés par l'entreprise dans le cycle d'exploitation. En raison de leur grande diversité, l'évaluation des stocks est une opération complexe et coûteuse, elle nécessite au préalable la réalisation d'un inventaire physique des stocks dont l'un de ses inconvénients est son coût.

Dans le cadre de l'évaluation patrimoniale de l'entreprise, l'estimation de la valeur des stocks peut se différer selon le type de stocks :

Les matières premières et fournitures : sont réévaluées au prix d'acquisition actuel, y compris d'autres coûts comme : le transport, les droits de douanes.

Les produits finis : sont à évaluer à leur valeur nette de réalisation.

Les produits semi-finis : sont réévalués au coût de production.

• Les actifs incorporels

Ce sont des ressources liées à la connaissance, à la technologie et aux processus acquises ou créées par l'entreprise. Elles sont sans substance physique et contribuent au fonctionnement de l'entreprise. Les actifs incorporels sont une catégorie très variée et comprennent notamment les brevets, les licences, les marques et les logiciels.

La comptabilisation initiale d'une immobilisation incorporelle s'effectue à son coût qui comprend tous les coûts d'acquisition, de transformation et d'approche.

Dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise, tous les actifs incorporels comptabilisés doivent être réévalués à leur juste valeur. Notamment il existe deux façons de le faire :

- L'approche directe : évaluer les actifs incorporels de façon séparée
- L'approche indirecte : la valeur des ressources incorporelles est incluse dans le goodwill

• Impôt différé actif

Il est considéré comme un actif non courant ou immobilisation financière. Mais ils ne constituent pas des actifs dans le sens où ils pourraient se transformer en liquidités et avoir une valeur de marché, par conséquent l'impôt différé actif n'est pas inclus dans l'actif net comptable dans l'approche patrimoniale.

b) Estimation du passif exigible ⁸⁷

La détermination du passif exigible consiste à examiner tous les éléments figurant au passif du bilan ainsi que sur le passif non inscrit.

- Les dettes

L'évaluation des dettes nécessite l'étude des contrats de prêt, notamment à l'effet de faire ressortir quelles sont les garanties données et de s'assurer que le prêt ne devienne pas exigible en cas de changement de propriétaire.

Dans le cadre de l'évaluation patrimoniale de l'entreprise, la valeur des dettes peut être ajustée si les conditions d'emprunt paraissent anormales. Cet ajustement est obtenu en actualisant les échéances futures au taux d'intérêt du marché.

Les dettes fournisseurs sont évaluées à leur valeur nominale. Les dettes à long et moyen terme sont à réévaluer par actualisation au taux d'intérêt du marché des échéances futurs.

- Provisions pour risques et charges

Une provision pour charges est un passif probable dont le montant ou la date de paiement sont incertains, elles deviennent exigibles lorsque la perte concernée est fortement prévisible.

Pour l'évaluation patrimoniale de l'entreprise, Il est nécessaire de prendre en considération le risque d'une provision insuffisante, cela signifie que l'acheteur devra s'attendre à des coûts futurs supplémentaires. Une insuffisance de provisionnement est en fait équivalente à une surévaluation de l'entreprise.

- Les bénéfices à distribuer

La partie du bénéfice à distribuer aux actionnaires est décidée par les organes délibérantes (conseil d'administration, assemblée générale...) est à considérer comme un passif exigible.

- Impôt différé passif

L'impôt différé passif est une dette de l'entreprise sur elle-même. Elle n'est pas prise en considération dans la détermination de la valeur patrimoniale de l'entreprise. L'impôt différé passif est à déduire du passif exigible.

- Passif non inscrit

Il correspond à des risques ou charges probables non comptabilisés par l'entreprise. La détermination du passif non inscrit est une difficulté importante du diagnostic de l'entreprise, car l'entreprise peut ne pas dévoiler certains risques et charges afin de ne pas réduire sa valeur

⁸⁷ Abdelkader GLIZ, Op.cit p.45 p. 137

L'évaluation patrimoniale doit également porter sur l'analyse de la réalisation des contrats notamment des contrats de travaux afin d'estimer les risques de mise en jeu des cautions accordées.

Après le calcul de Actif Net Corrigé et le Passif Exigible Corrigé, nous pouvons déterminer l'ANCC et ainsi de suite la valeur des capitaux propres de l'entreprise.

1.3. Les autres méthodes de l'approche patrimoniale

L'ANCC constitue la mesure la plus utilisée pour l'estimation de la valeur patrimoniale de l'entreprise. Il existe deux autres méthodes, il s'agit de la valeur substantielle (VS) et la méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

1.3.1. Valeur substantielle ⁸⁸

La valeur substantielle représente la valeur de tous les actifs corporels et incorporels d'exploitation. La différence avec l'ANCC réside dans :

- Le financement : Basée sur l'hypothèse que l'entreprise est financée entièrement par les capitaux propres
- Propriété juridique : Il est nécessaire de considérer des éléments comme les actifs en location ou le crédit-bail comme s'ils appartenaient à l'entreprise
- Utilisation des éléments corporels et incorporels d'exploitation : La valeur substantielle ne comprend que les éléments corporels et incorporels en exploitation effective
- Investissement nécessaire : Elle comprend les investissements nécessaires à la continuité et au fonctionnement normale de l'entreprise

La valeur substantielle est plutôt une estimation du montant nécessaire pour créer une entreprise équivalente en fonctionnement.

1.3.2. Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation ⁸⁹

La méthode CPNE consiste à prendre en considération les dettes d'exploitation obtenues qui ne sont pas intégrées dans la méthode de valeur substantielle. La méthode CPNE est définie par :

CPNE = Immobilisations d'exploitation + Besoins en fonds de roulement

⁸⁸ Abdelkader GLIZ, Op.cit p.45 p.141

⁸⁹ Idem., p.142

Dans cette méthode l'activité de l'entreprise est considérée comme étant normale, sa détermination peut également sa détermination peut également s'appuyer sur des normes sectorielles

1.4. Les limites de l'approche patrimoniale ⁹⁰

Dans un contexte d'évaluation d'entreprise en continuité d'exploitation, la principale limite de l'approche par les coûts réside dans son caractère statique. Elle mesure le patrimoine à un instant donné sans intégrer la capacité future de création de richesse.

Ainsi cette méthode peut conduire à une sous-évaluation des entreprises performantes, innovantes ou fortement orientées vers les services et les actifs immatériels. Le capital humain, la technologie, la relation client ou le positionnement stratégique ne sont pas pleinement reflétés par la seule analyse patrimoniale.

L'approche patrimoniale repose sur une logique que la valeur d'une entreprise correspond à la valeur économique de ses actifs diminuée de ses dettes. Elle s'inscrit historiquement dans une conception statique de la valeur, centrée sur le patrimoine détenu plutôt que sur la capacité bénéficiaire future. Mais elle conserve toujours une pertinence dans certains contextes spécifiques.

2. Approche par les revenus

L'approche par les revenus repose sur un principe fondamental de la finance, la valeur d'une entreprise correspond à la somme actualisée des flux économiques qu'elle est capable de générer. Elle consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en calculant la valeur actuelle des flux de trésorerie ou la valeur actuelle des bénéfices futurs attendus.

Cette approche estime aussi que la valeur de rendement que l'investissement génère après ajustement pour la valeur temporelle de l'argent. Elle peut être appliquée à tout projet ou investissement qui est censé générer des flux de trésorerie futurs.

Ainsi, l'approche intègre également l'exigence de rendement des investisseurs, fondée à la fois sur la performance historique observée et sur les anticipations raisonnables de rentabilité future. La valeur est ainsi déterminée par l'équilibre entre capacité bénéficiaire durable et niveau de risque perçu. Contrairement à l'approche patrimoniale, centrée sur la valeur des actifs existants à un instant donné, ou à l'approche analogique, fondée sur des références externes et comparatives, l'approche par les revenus s'attache à la dynamique propre de création de valeur. ⁹¹

⁹⁰ Abdelkader GLIZ, Op.cit p.45 p.143

⁹¹ Georges Legros, Op.cit p.46 p.10

La principale méthode de l'approche par les revenus est la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés (DCF).

2.1. La méthode des flux de trésorerie futurs actualisés (DCF)

2.1.1. Définition de la méthode

La méthode des flux de trésorerie actualisés (*en anglais : Discounted cash-flow – DCF*) est devenue depuis dix ou vingt ans la méthode standard d'évaluation d'une activité économique dans un contexte de continuité d'exploitation⁹². La DCF repose sur une anticipation des flux de trésorerie d'exploitation nets d'investissements pour maintenir et développer le potentiel de production. Le cash-flow ou plus précisément free cash-flow est le flux de trésorerie dégagé par l'entreprise après le renouvellement et l'élargissement de l'outil industriel. Avec ce solde, nous pouvons rémunérer les créanciers financiers et les actionnaires.

Cette méthode d'évaluation est totalement cohérente sur le plan théorique car elle considère l'entreprise comme un projet d'investissement complexe qui n'a de valeur que par ce qu'il rapporte dans le futur.⁹³

$$VE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+k)^t}$$

VE : Valeur d'entreprise

FTD_t : flux de trésorerie disponible à l'année t

k : coût global du capital de l'entreprise

L'évaluation économique de l'entreprise est faite à un taux d'actualisation qui reflète la composition des sources de financement et l'aléa qui pèse sur des flux futurs de trésorerie incertains. Ce taux k est le coût du capital.⁹⁴

La valeur de l'entreprise est liée à un flux net de trésorerie annuel qui est partagé entre deux types d'apporteurs de capitaux : les actionnaires et les créanciers financiers.

2.1.2. Les étapes de la méthode DCF (Approche de la valeur totale)

L'évaluation d'une entreprise par la méthode des cash flows se réalise en 5 étapes qui sont généralement :

⁹² Hubert de La Bruslerie, Op.cit p.46 p.336

⁹³ Idem.

⁹⁴ Ibidem.

a) Projection des bénéfices ⁹⁵

La première étape consiste à projeter les composantes du compte de résultat simplifié de l'entreprise à moyen terme.

Il est nécessaire de prendre en considération les facteurs internes à l'entreprise, mais aussi les facteurs externes comme l'évolution du marché, de l'économie, voire de l'environnement légal ou politique, avant de déterminer le taux de croissance futur des ventes.

Tableau 7 : Les méthodes de projections – Compte du résultat

Postes	Outils de projection	Facteurs déterminants
Chiffre d'affaires	- Taux de croissance annuelle - Chiffre d'affaire marginal - Objectifs de ventes	- Economie, potentiel du marché, facteurs externes - Stratégie de croissance, diversification de gamme, expansion géographique - Productivité, performance, savoir-faire
Coût d'achat	- En % du CA	- Structure historique des achats - Politique d'approvisionnement - Politique de prix et de marge
Charges externes	- En % du CA pour la partie variable - Budgets marginaux par objectifs	- Politique industrielle et stratégie d'externalisation - Intensité des besoins marketing et publicitaires et stratégie de distribution
Charges salariales	- Taux de croissance annuelle - En % du CA, si la masse salariale flexible	- Enjeux industriels (externalisation, sous-traitance...) - Politique d'implantation de localisation - Politique sociale, politique de rémunération - Productivité industrielle : productivité des ressources, politique d'investissement
Dotations aux amortissements	- En % de la valeur brute des actifs immobilisés - En fonction des investissements à réaliser	
Charges financières	- En % de la dette financière - Si historiquement pertinent en % du CA	- Politique de financement, structure des capitaux permanents - Conjoncture économique : taux faibles ou forts
Impôt sur le bénéfice des sociétés		- Politique fiscale - Politique d'implantation (pays ou zones à incitations fiscales)
Dividendes		- Cotation boursière, politique de dividende - Besoins d'exploitation, de réinvestissement et d'autofinancement

Source : Georges Legros, L'évaluation des entreprises

⁹⁵ Georges Legros, Op.cit. p.46 p.11

b) Projection des flux nécessaires à l'exploitation ⁹⁶

L'étape suivante consiste à établir des projections d'investissements liés à l'exploitation, tels que le besoin en fonds de roulement et l'investissement en outils de production.

Une fois effectuées les projections de bénéfices et des divers flux nécessaires à l'exploitation de l'entreprise, nous passerons à calculer les flux de trésorerie.

c) Calcul des flux de trésorerie disponibles ⁹⁷

Nous allons calculer les flux de trésorerie disponibles en basant sur **l'approche de la valeur totale** où nous considérons que l'ensemble des apporteurs de capitaux, actionnaires et prêteurs réunis. Cette approche consiste donc à déterminer les flux de liquidité futurs qui reviennent à l'entreprise dans son ensemble sans distinction entre capitaux propres et dettes. Nous appelons ce type les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF).

Les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise connues sous le nom FCFF (*en anglais : Free Cash-Flow to Firm*) est une mesure théorique du flux de trésorerie d'une entreprise. C'est le flux de trésorerie disponibles pour tous les actionnaires et créanciers après que toutes les charges d'exploitation, les dépenses d'investissement et les investissements en fonds de roulement ont été déduites.

Comme les FCFF sont disponibles pour tous les apporteurs de capitaux, le taux d'actualisation doit refléter le risque supporté par l'ensemble de ces investisseurs. Par conséquent, le facteur d'actualisation approprié est le coût moyen pondéré du capital CMPC connu sous le nom du WACC (*en anglais : Weighted Average Cost of Capital*)

Nous devons calculer le flux pour chacune des années de projection. Pour ce faire, nous utilisons généralement la formule suivante :

FCFF = flux de trésorerie libres pour l'entreprise = flux de trésorerie libres non endetté = UFCF⁹⁸

FCFF = Résultat opérationnel (EBIT)

– Impôt sur le résultat opérationnel

+ Dotations aux amortissements

– Investissements nouveaux

– Variation du besoin en fonds de roulement (BFR)

⁹⁶ Georges Legros, Op.cit. p.46 p.13

⁹⁷ Idem., p.14

⁹⁸ UFCF : Flux de trésorerie libres non endetté (en anglais : Unlevered free cash flows), appelé souvent non endetté parce que nous avons pas payer encore les créanciers c'est-à-dire sont des flux disponibles pour l'ensembles des apporteurs de l'entreprise

Les amortissements, qui ne sont pas des flux réels mais des charges calculées permettant de diminuer l'impôt, doivent être réintégrés afin d'obtenir le flux réel disponible provenant du compte de résultat

Le BFR étant un solde provenant du bilan, et le bilan représentant une situation des comptes de l'entreprise à une date déterminée, il faut, afin de déterminer le flux sur période fixe, faire la différence des BFR d'une année sur l'autre

Figure 5: Calcul de FCFF

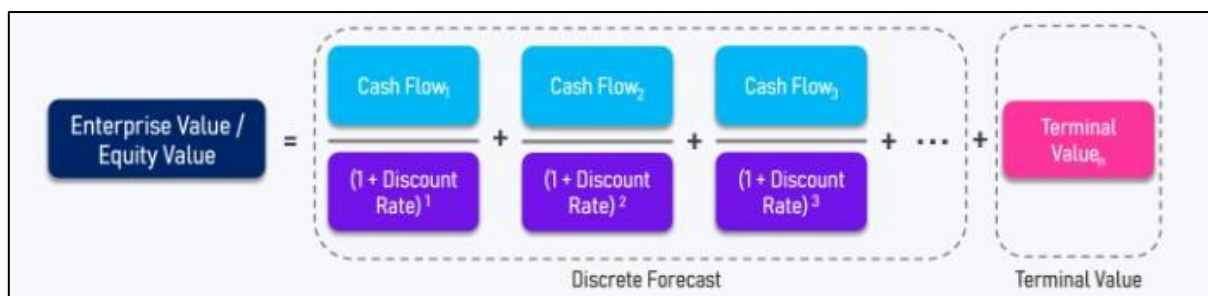


Source : Documents internes KPMG

d) Actualisation des flux – détermination de la valeur de l'entreprise ⁹⁹

Les FCFF doivent être actualisés, c'est-à-dire ramenés à une valeur présente, car ce qui nous intéresse n'est pas la valeur de l'entreprise dans un, deux ou cinq ans, mais aujourd'hui, date de l'investissement. Ainsi, nous appliquerons la formule financière qui sert à actualiser des flux futurs

Figure 6: Formule de DCF



Source : Documents internes KPMG

⁹⁹ Georges Legros, Op.cit p.46 p.17

En d'autres termes :

$$V = \sum \frac{FCF_n}{(1+i)^n} + \frac{VR}{(1+i)^n}$$

Où :

V : valeur de l'entreprise

n : nombre d'années

FCF_n : flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (FCFF dans ce cas)

i : taux d'actualisation

VR : valeur résiduelle ou valeur terminale

(a) Détermination du taux d'actualisation - WACC

Le WACC représente le coût moyen du capital d'une entreprise après impôts, provenant de toutes les sources. Il est le taux moyen qu'une entreprise s'attend à payer pour financer ses actifs.

Le WACC est une méthode courante pour déterminer le taux de rendement requis, car il exprime en un seul chiffre le rendement que les actionnaires et les créanciers attendent en échange du capital qu'ils fournissent à l'entreprise. Il est calculé en multipliant le coût de chaque source de capital (dette et capitaux propres) par son poids respectif, puis en additionnant les résultats.¹⁰⁰

Le WACC (k) est donné par l'expression suivante :

$$k = k_e \frac{E}{E + D} + k_d(1 - \tau) \frac{D}{E + D}$$

Avec :

k_e : Coût des capitaux propres

E : Valeur des capitaux propres

k_d : Coût de la dette

D : Valeur de la dette

τ : Taux de l'impôt sur les bénéfices

(b) Détermination de la valeur terminale :

La valeur terminale est la valeur estimée d'une entreprise au-delà de la période de prévision explicite généralement au-delà de 5 ans. C'est une partie essentielle du modèle financier, car elle représente généralement une grande proportion de la valeur totale d'une entreprise. Il existe deux approches pour la formule de la valeur terminale dans un DCF : la croissance perpétuelle

¹⁰⁰ Documents internes KPMG

(en anglais *Gordon-Growth*) et la méthode des multiples de sortie. Ici nous allons parler seulement de la méthode Gordon Growth.¹⁰¹

(i) *Méthode Gordon Growth*

Cette méthode suppose que les flux de trésorerie croîtront à un taux stable à perpétuité, commençant à un certain moment dans le futur. Le calcul de la valeur terminale estime la valeur de l'entreprise après la période de prévision. La valeur terminale est calculée en divisant la dernière prévision de flux de trésorerie par la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance terminal.

Le taux de croissance terminal (TGR) est le taux constant auquel nous nous attendons à ce qu'une entreprise croisse indéfiniment. Un taux de croissance terminal est généralement aligné sur le taux d'inflation à long terme mais n'est pas supérieur au taux de croissance historique du produit intérieur brut (PIB).

$$\text{Valeur Terminale}_n = \frac{\text{Flux de Trésorerie}_{n+1}}{(\text{Taux d'actualisation} - \text{TGR})}$$

e) Etude de sensibilité¹⁰²

Les études de sensibilité consistent à observer l'impact du changement d'un ou plusieurs facteurs de projection sur la valeur finale de l'entreprise. Ainsi, nous pouvons étudier l'impact d'une baisse de la croissance prévue du chiffre d'affaires.

Ceci permet de mesurer la réactivité du prix de l'entreprise et donc de mieux cerner quels sont les facteurs sur lesquels il faudra rester prudent étant donné qu'ils peuvent aboutir à une surévaluation ou à une sous-évaluation importante.

Découlant directement de l'analyse de la sensibilité du prix d'évaluation, les scénarios permettent alors de pondérer le degré d'erreur lors d'une évaluation par les cash flows. Ils consistent en effet à considérer non plus un seul cas possible (celui le plus probable), mais deux voire trois cas différents.

En changeant les facteurs de projection les plus sensibles, calculer par exemple trois prix différents : un correspondant à un cas pessimiste, un autre à un cas jugé (le plus probable) et enfin à un cas optimiste.

¹⁰¹ Documents internes KPMG

¹⁰² Georges Legros, Op.cit. p.46 p.22

2.2. Les autres méthodes de l'approche par les revenus

2.2.1. Méthode DCF – L'approche de la valeur des capitaux propres ¹⁰³

L'approche de la valeur des capitaux propres consiste à estimer directement cette dernière. Il faut donc au préalable déterminer l'expression des cash flows disponibles pour les actionnaires uniquement (*en anglais : Free Cash-Flow to Equity – FCFE*), et les actualiser à un taux d'actualisation égal au taux de rendement minimal k_e (coût des capitaux propres) attendu par ces actionnaires.

La valeur des capitaux propres est donc donnée par :

$$\text{Valeur des capitaux propres} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

2.2.2. Méthode de l'actualisation des dividendes ¹⁰⁴

Le modèle des dividendes actualisés – DDM (*en anglais : Discounted Dividend Model*) a été développé dans le contexte du marché boursier où l'acquisition et la détention d'une action permet à l'investisseur d'obtenir deux types de revenus. Le premier type de revenu prend la forme de dividendes, et le second type est constitué du prix de vente de l'action. Ce prix de vente est à son tour déterminé par les dividendes attendus par le nouvel investisseur. Nous obtenons ainsi le modèle des dividendes actualisés selon lequel la valeur de l'action est égale à la somme des dividendes futurs anticipés actualisés.

L'expression du DDM est comme suit :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Avec :

P_0 : Valeur actuelle des capitaux propres

D_t : Dividende à la période t

k_e : Coût des capitaux propres

2.3. Les limites de l'approche par les revenus

L'approche par les revenus présente des limites importantes dans un contexte d'évaluation d'entreprise. La première réside dans sa sensibilité aux hypothèses retenues. Les projections financières, les taux de croissance ou le taux d'actualisation reposent

¹⁰³ Abdelkader GLIZ, Op.cit p.45 p.152

¹⁰⁴ Idem., p.177

nécessairement sur des estimations. Une variation modérée de ces paramètres peut entraîner des écarts significatifs dans la valeur obtenue.

Elle suppose également un niveau élevé de qualité et de fiabilité des informations financières. Dans les entreprises présentant une forte volatilité des résultats, un historique limité ou un environnement économique instable, la capacité à projeter des flux de manière crédible peut être réduite. L'incertitude inhérente aux prévisions constitue donc une limite structurelle.

Ainsi, l'approche par les revenus peut apparaître moins pertinente dans des contextes où la continuité d'exploitation est incertaine, ou lorsque la valeur dépend principalement d'actifs tangibles identifiables. Elle doit alors être confrontée aux approches patrimoniales et de marché afin d'assurer une évaluation d'entreprise équilibrée et économiquement cohérente.

3. Approche analogique

L'approche analogique consiste à estimer la valeur d'une entreprise par référence aux prix observés pour des sociétés comparables ou pour des transactions réalisées dans le même secteur. Elle repose sur l'idée que le marché, à travers les décisions d'investissement des acteurs financiers ou industriels, agrège une information collective relative aux anticipations de croissance, au niveau de risque et aux perspectives sectorielles.¹⁰⁵

Toutefois, cette approche ne peut être mise en œuvre de manière pertinente qu'à la condition préalable de constituer un échantillon ou un référentiel de comparables rigoureusement sélectionnés. La détermination de cet univers comparable suppose une analyse fine du secteur d'activité, du positionnement concurrentiel, de la taille, du profil de croissance, de la rentabilité et du niveau de risque.

3.1. Méthode des multiples boursiers et de transactions comparables

3.1.1. Définition de la méthode

La méthode des multiples est une méthode d'évaluation utilisée pour déterminer la valeur d'une entreprise, d'une participation dans une entreprise ou d'un titre en se basant sur les prix de marché d'actifs ou d'entreprises comparables qui ont été récemment vendus ou qui sont encore disponibles. Elle est souvent appelée méthode d'évaluation relative, car la valorisation d'une entreprise est établie par comparaison avec d'autres actifs similaires.¹⁰⁶

Les méthodes de multiples ou de comparables sont d'une mise en œuvre apparemment facile. Il suffit de procéder à une multiplication entre un flux censé représenter la source de

¹⁰⁵ Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.230

¹⁰⁶ Hubert de La Bruslerie, Op.cit. p.46 p.351

valeur de l'entreprise, l'inducteur de valeur (ou value driver) et, d'autre part, un coefficient bien choisi.¹⁰⁷

3.1.2. Les multiples les plus utilisés

Dans la pratique il existe plusieurs multiples, Parmi eux nous trouvons :

a) Multiple EV/EBITDA¹⁰⁸

Etant indépendant de la structure de capital, de la politique d'amortissement et provisionnement ainsi que de la fiscalité, cet agrégat financier constitue un critère privilégié pour mesurer la performance opérationnelle de l'entreprise

Le multiple Valeur de l'entreprise/EBITDA est le rapport entre ces deux éléments, l'expression est donnée par :

$$\frac{\text{Valeur totale de l'entreprise}}{EBITDA}$$

Ce multiple satisfait le principe de cohérence, parce que l'agrégat EBITDA est le revenu de l'ensemble des apporteurs de fonds, les actionnaires et les prêteurs, et le numérateur se rapporte à la valeur totale de l'entreprise.

Dans une première variante de ce multiple, la valeur totale de l'entreprise est la somme de la valeur de marché de capitaux propres et de la valeur de la dette. Cette première variante se présente donc ainsi :

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Dette nette}}{EBITDA}$$

Ce multiple a connu un très grand succès dans les années 2000 car il était et est toujours très utilisé dans la valorisation d'opérations financières de fusions-acquisitions, de LBO... au niveau international. Il est souvent compris entre 3 et 6. L'intérêt de ce mode d'évaluation est de pouvoir s'appliquer là où le PER ne peut s'appliquer, c'est-à-dire pour des entreprises ou des secteurs en pertes

b) Multiple EV/EBIT¹⁰⁹

L'EBIT ou le résultat d'exploitation sert à rémunérer les actionnaires, les créanciers, après avoir payé l'impôt. Le point de départ est donc la capacité de l'entreprise à dégager un résultat

¹⁰⁷ Hubert de La Bruslerie, Op.cit. p.46 p.351

¹⁰⁸ Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.241

¹⁰⁹ Hubert de La Bruslerie, Op.cit. p.46 p.354

bénéficiaire après un impôt qui sera estimé de manière normative. Il faut disposer d'une rentabilité d'exploitation récurrente.

Le multiple d'exploitation appliqué permet de remonter jusqu'à la valeur économique de l'entreprise. Il faut ensuite déduire les dettes financières nettes pour obtenir la valeur des capitaux propres.

L'EBIT intègre les amortissements et reflète donc la consommation économique des actifs. Ce multiple est particulièrement adapté aux industries capitalistiques où le renouvellement des actifs est déterminant. Il offre une vision plus proche du résultat opérationnel économique réel et tient davantage compte de la structure d'investissement.

c) Multiple PER Price earnings ratio ¹¹⁰

Le Price/Earnings Ratio (PER) est le multiple le plus répandu. Il correspond au rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net, en d'autres termes c'est le rapport entre le prix de l'action et le bénéfice par action (BPA).

La capitalisation boursière signifie la valeur boursière de l'ensemble des actions ordinaires. C'est donc le cours boursier de l'action multiplié par le nombre d'actions ordinaires émises par l'entreprise, nous aurons donc :

$$PER = \frac{\text{Prix de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$$

La valeur de l'entreprise est égale aussi à :

$$PER = \frac{\text{Capitalisation boursière de l'entreprise}}{\text{Bénéfice net de l'entreprise}}$$

Le Bénéfice par action est donné par :

$$BPA = \frac{\text{Bénéfice net de l'entreprise} - \text{Dividendes préférentiels}}{\text{Nombre d'actions ordinaires}}$$

d) Multiple PBR Price to book ratio ¹¹¹

Le multiple Price to Book Ratio – PBR est une mesure utilisée aussi bien pour l'évaluation de l'entreprise que pour l'analyse du comportement d'investissement des entreprises

¹¹⁰ Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.232

¹¹¹ Idem., p.245

Le multiple PBR est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable, sa formule est donnée par :

$$PBR = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$$

Ce multiple mesure la valeur de marché attribuée à chaque unité de fonds propres inscrite au bilan.

Il est souvent utilisé dans les secteurs bancaires ou financiers, où le bilan constitue un indicateur central de performance. L'agrégat implicite est la valeur comptable des capitaux propres, ce qui suppose que ceux-ci reflètent de manière raisonnable la substance économique.

e) Multiple PSR Price to sales ratio ¹¹²

Le multiple du chiffre d'affaires (*en anglais : Price to Sales Ratio – PSR*) est utilisé pour estimer la valeur de l'entreprise sur la base de son chiffre d'affaires

Le multiple PSR est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et le chiffre d'affaires

$$PSR = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

Le multiple PSR est moins impacté par les règles comptables de l'entreprise, car la comptabilisation du chiffre d'affaires est moins sujette aux décisions de l'entreprise en matière comptable.

Le principe de cohérence n'est pas respecté ici, parce que le chiffre d'affaire rémunère l'ensemble des apporteurs de fonds, tandis que le numérateur est constitué seulement des capitaux propres.

3.1.3. La méthodologie pratique

La méthodologie suivie pour l'application de la méthode des multiples est généralement constituée de trois étapes.

- (a) La première étape consiste à sélectionner un échantillon d'entreprises considérées comme étant similaires à l'entreprise à évaluer, en basant généralement sur les critères suivants :
- ✓ Appartenance au même secteur d'activité ou à un autre secteur plus proche
 - ✓ Les entreprises sélectionnées devraient être de même taille
 - ✓ Appartenance au même marché ou zone géographique

¹¹² Abdelkader GLIZ, Op.cit. p.45 p.249

(b) Une fois l'échantillon constitué, le multiple retenu est calculé pour chacune des entreprises comparables, puis nous précédon's au calcul de la moyenne ou la médiane du multiple choisi des entreprises de cet échantillon.

(c) La troisième étape consiste à appliquer le multiple moyen retenu à l'agrégat financier correspondant de l'entreprise à évaluer afin d'obtenir une fourchette de valorisation. Cette fourchette constitue une estimation de la valeur de l'entreprise.

3.2. Les limites de l'approche analogique

L'approche analogique demeure cependant dépendante de la qualité du référentiel retenu. L'absence de comparables parfaitement homogènes peut générer des distorsions significatives. Des différences de taille, de structure financière, de gouvernance ou de dynamique de croissance peuvent affecter la pertinence des multiples appliqués.

Elle est également sensible aux cycles économiques. Les multiples boursiers peuvent refléter des phases de survalorisation ou de contraction financière indépendantes des fondamentaux propres à l'entreprise évaluée. Une application mécanique sans analyse critique peut ainsi conduire à une estimation excessive ou insuffisante.¹¹³

Par ailleurs, l'utilisation de multiples boursiers pour évaluer une entreprise non cotée nécessite généralement la prise en compte d'une décote d'illiquidité. De même, les multiples transactionnels peuvent intégrer des primes de contrôle ou des synergies spécifiques à l'acquéreur. Si l'évaluation porte sur une participation minoritaire ou sur une valeur autonome, une neutralisation méthodologique peut s'imposer afin de préserver la cohérence de l'analyse.

L'évaluation d'entreprise constitue l'un des exercices les plus exigeants de la finance moderne. Elle ne se réduit ni à un calcul mécanique, ni à l'application automatique d'une formule standardisée. Elle se situe à l'intersection de la théorie économique, de la modélisation financière et de l'analyse stratégique.

¹¹³ Hubert de La Bruslerie, Op.cit. p.46 p.358

CHAPITRE 02 : Impact de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions M&A

Section 01 : Présentation de l'entreprise d'accueil

Avant d'aborder l'analyse de la mission de due diligence financière qui constitue le cœur de notre étude empirique, il convient de présenter l'organisme d'accueil dans lequel s'est déroulé notre stage de fin d'études.

Cette section est consacrée à la présentation de KPMG Algérie, notre lieu de stage. Pour ce faire, nous allons procéder en trois étapes. D'abord, nous présenterons le groupe KPMG à l'échelle mondiale. Ensuite nous nous intéresserons plus particulièrement à KPMG Algérie en présentant ses activités et les secteurs dans lesquels il intervient.

Enfin nous passerons à présenter le département Deal Advisory, qui est le département où nous avons effectué notre stage et qui est directement concerné par les missions M&A et de due diligence financière.

Cette présentation nous permettra de mieux comprendre le contexte professionnel dans lequel la mission de due diligence que nous allons analyser a été conduite.

I. Présentation de KPMG Global

KPMG est un cabinet de conseil et d'audit et l'un des fameux Big-Four, qui propose un accompagnement du secteur privé ou public.

Présent dans 143 pays avec plus de 276.000 collaborateurs, KPMG est un des réseaux globaux d'audit et du conseil les plus étendus. Les cabinets membres sont affiliés à KPMG International, une entité de droit anglais, et sont légalement distincts et indépendantes les uns des autres.

En 1987, la fusion géante entre Peat Marwick International – PMI et Klynveld Main Goerdeler – KMG a été annoncée publiquement, donnant une naissance à **KPMG**. A cette époque, il s'agissait de la plus grande fusion jamais réalisée dans le secteur de la comptabilité.

Le nom KPMG est un acronyme formé à partir des quatre fondateurs qui signifie qui jouaient un rôle important dans les services professionnels depuis l'année 1891, KPMG se compose de :

- K : pour Klynveld, fondateur de Klynveld Kraayenhof & Co. en 1917 à Amsterdam
- P : pour Peat, du cabinet William Barclay Peat & Co. créé en 1870 à Londres
- M : pour Marwick, associé à Marwick, Mitchell & Co fondé en 1897 à New York
- G : pour Goerdeler, en hommage au Dr. Reinhard Goerdeler, ancien dirigeant de la Deutsche Treuhand-Gesellschaft – DTG et figure clé du réseau KPMG

Parmi les **500** premières entreprises mondiales, **91%** sont clients de KPMG ce qui lui a permis de réaliser un chiffre d'affaires de 35.8 milliards USD pour la seule année 2025. En effet, KPMG investit 5 milliards USD pour sa transformation autour de 3 axes : la technologie, la formation des talents et l'innovation

Il faut noter que ce cabinet a conclu des alliances stratégiques avec quatre sociétés de technologie de pointe : Microsoft, Oracle, IBM et Google

1. Valeurs de KPMG ¹¹⁴

Ces valeurs, préconisées à l'échelle mondiale, définissent KPMG en tant que cabinet aux yeux de son personnel, de ses clients et du public.

1.1. Intégrité (Faire ce qui est juste)

Personnel honnête et juste, ses paroles correspondent à ses gestes et à ses décisions, tant au travail qu'à l'extérieur.

1.2. Courage (Penser et agir avec audace)

¹¹⁴ KPMG documents internes

Ouvert aux nouvelles idées et conscient des limites de ses connaissances et de son expérience, le cabinet pratique le scepticisme.

1.3. Excellence (En quête perpétuelle d'apprentissage et d'amélioration)

KPMG livre sans relâche un travail de qualité qui respecte les normes professionnelles les plus élevées

1.4. Ensemble (Se respecter les uns les autres en puisant la force dans les différences)

Travailler en équipe, entre équipes, et avec autrui à l'extérieur du cabinet

1.5. Pour le mieux (faire ce qui compte)

Dans les choix de tous les jours, penser à long terme : rendre KPMG plus fort pour l'avenir.

Figure 7: Les valeurs de KPMG



Source : Documents internes KPMG

II. Présentation de KPMG Algérie

Membre du réseau KPMG International, KPMG Algérie a su s'imposer en tant que leader sur un marché fortement concurrentiel grâce à son niveau de compétences et de savoir-faire.

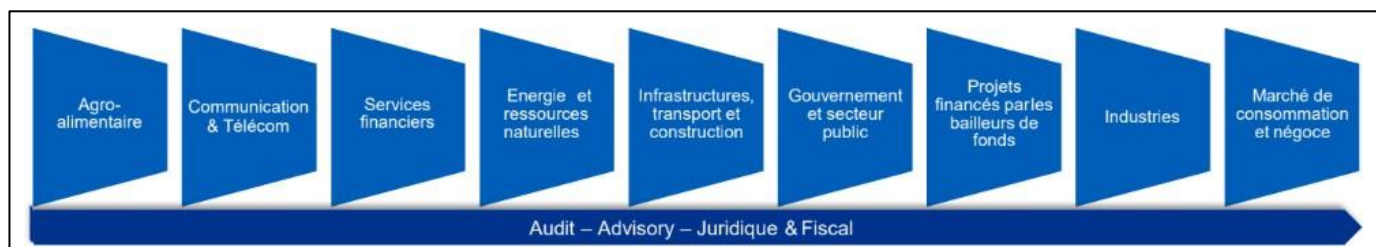
Conscient du mouvement vers l'économie du marché qui s'amplifie en Algérie et qui génère des besoins nouveaux pour les entreprises nationales, KPMG a décidé d'être le premier « Big Four » à s'y implanter, avec plus de 200 clients nationaux et étrangers

KPMG Algérie existe sous la forme d'une société de droit Algérien depuis 2002. Ses cadres dirigeants ont commencé à intervenir sur le territoire national depuis bien plus d'une dizaine d'années.

Grâce à la valeur ajoutée apportée à ses clients, le cabinet a bien évolué pendant ces dernières années et compte plus de trois cents - 300 experts formés aux normes universelles du label KPMG dans les disciplines de la finance, du conseil, de l'audit, des systèmes d'information et du droit des entreprises.

KPMG Algérie a ainsi acquis une connaissance des réalités historiques, culturelles et politiques locales qui sont indispensables à la bonne compréhension des problématiques algériennes ce que lui a permis de développer des compétences sectorielles et multidisciplinaires :

Figure 8: Secteurs d'activité KPMG Algérie



Source : Documents internes KPMG

Depuis une dizaine d'années, KPMG en Algérie Spa est intervenu sur de nombreuses missions. Ainsi, En mai 2009, pour se rapprocher de ses clients de l'ouest, KPMG Algérie a ouvert un bureau à Oran.

1. Structure organisationnelle ¹¹⁵

Le cabinet est organisé en 6 départements :

1.1. Département Audit

Le département Audit de KPMG Algérie fournit divers services dont les services d'audit. Il apporte à ses clients une révision intègre et objective de la situation financière de leurs entreprises, ce qui lui permet d'améliorer l'efficacité de leurs activités.

1.2. Le Département Advisory

Le département Advisory propose des services pour l'accompagnement des sociétés tout au long de leurs opérations stratégiques, notamment lors de projets de croissance externe.

Ce département est subdivisé en trois services clés :

1.2.1. Management Consulting

Ce service accompagne ses clients dans la définition et la conduite de leurs projets de transformation et d'amélioration de la performance dans les domaines opérationnels, l'organisation, la fonction finance et les systèmes d'information

¹¹⁵ KPMG Documents internes

1.2.2. Deal Advisory

Il accompagne ses clients dans le cadre de leur transactions en mettant à leur disposition des équipes spécialisées qui permettent de maximiser la valeur ajoutée créée pendant ces transactions.

1.2.3. Management des risques

Il apporte des solutions pour évaluer et optimiser le dispositif de contrôle interne et de management des risques en conformité avec les orientations stratégiques et les obligations légales et réglementaires.

1.3. Département Tax & Legal

Le département Tax & Legal propose des services en fiscalité mais aussi des services juridiques, regroupant ainsi les fonctions fiscales et juridiques au sein de l'entreprise.

1.3.1. Prestations fiscales

Il assure pour ses clients

- a) Revue des déclarations fiscales
- b) Audit fiscal
- c) Revue fiscale dans le cadre de l'exécution des contrats
- d) Assistance à la mise en place des procédures de conformité

1.3.2. Prestations juridiques

Il accompagne les clients dans le cadre de création de sociétés, études sur les formes d'implantation et la réalisation d'une opération, revue juridique de conformité et l'assistance en matière contractuelle.

1.4. Le Département AAS (Accountancy Advisory Services)

Le département AAS, autrement appelé département des services d'expertise Comptable, accompagne les entreprises dans la gestion des obligations comptables et financières.

Il a comme missions : La tenue de la comptabilité nationale et la conversion aux normes IFRS, élaboration des liasses fiscales et sociales, et la présentation des états financiers.

1.5. Département Advisory Offshore

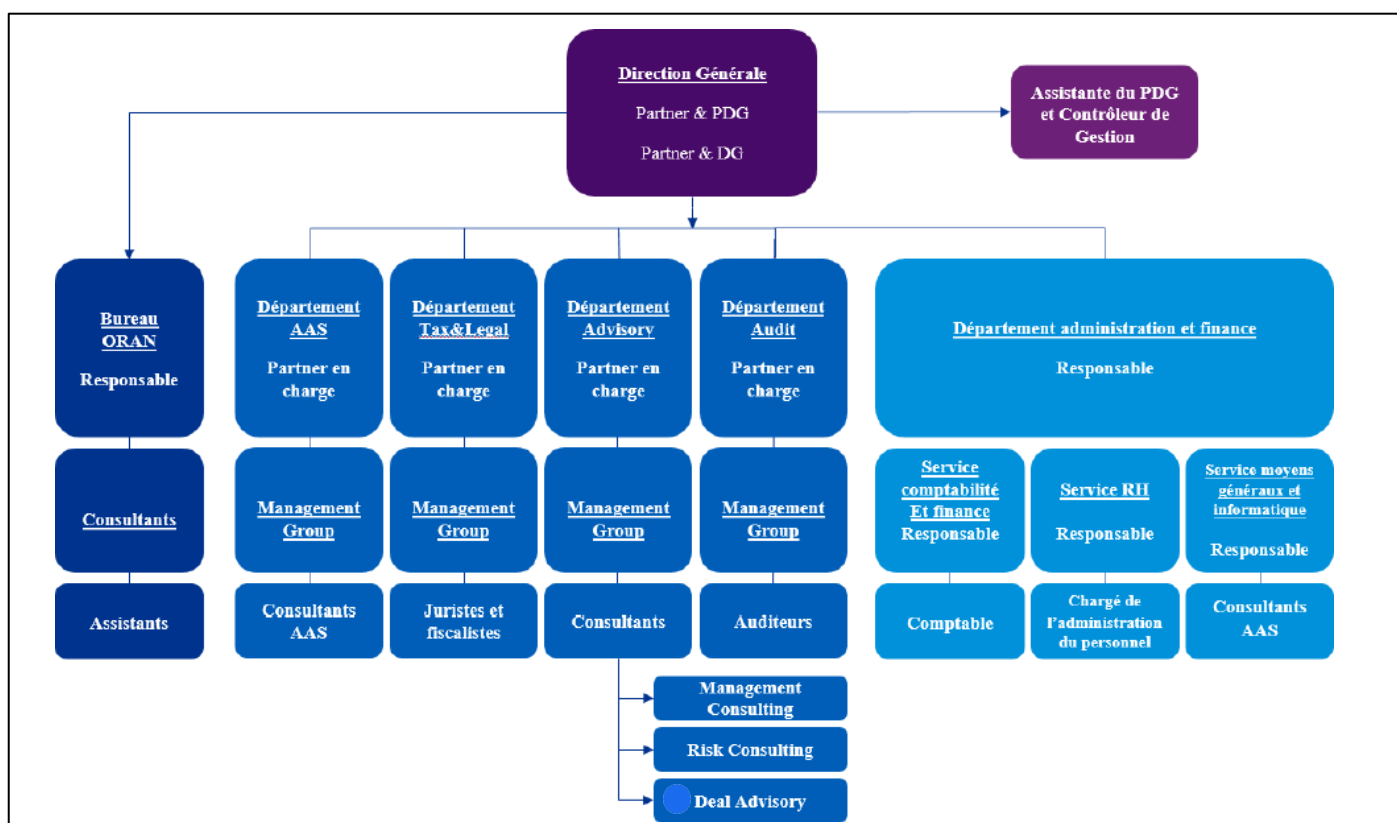
C'est le département qui se charge des transactions de fusions ou acquisitions pour l'activité Off-shore de KPMG Algérie SPA pour le compte de KPMG France.

1.6. Département Administration

Et enfin ce département est organisé en plusieurs services : Finances et Comptabilité, Ressources Humaines, Moyens Généraux, Risk Management et Informatique, en plus du secrétariat.

La direction de chaque département est confiée à un Associé (Partner).

Figure 9: Organigramme KPMG Algérie



Source : Documents internes KPMG

III. Présentation du département Deal Advisory – M&A

Au sein de KPMG, le département Deal Advisory est dédiée à l'accompagnement de sociétés de toutes tailles dans toutes les étapes de leurs stratégies de croissance externe et de cession, face à la complexité croissante de l'environnement économique.

Son périmètre d'intervention couvre la recherche de cibles, évaluation financière, due diligence, business plan, revue du contrat d'acquisition ou de cession, ainsi que dans la gestion des situations de fraudes et de litiges qui peuvent affecter le bon déroulement d'une transaction. C'est dans ce service que nous avons effectué notre stage dans le cadre du projet de fin d'étude.

1. Les activités du département :

Le service offre à ses clients ces activités suivantes :

1.1. Modélisation financière & Business plan

- Construction et revue de business plans intégrés pour la prise de décision et pour les dossiers de financement.
- Revue des hypothèses et scénarios, établissement des états financiers prévisionnels (P&L, Bilan et TFT) et calcul des ratios et indicateurs financiers.

1.2. Due diligence (Buy & Sell Side)

Analyse indépendante de la performance financière historique pour sécuriser les transactions et identifier les risques clés. Elle comprend l'analyse de la qualité des résultats (QoE), la normalisation de l'EBITDA, l'analyse de la dette nette (QoD), l'analyse du besoin en fonds de roulement

1.3. Valorisation d'entreprises

Détermination d'une fourchette de valeur via trois approches complémentaires :

- DCF (flux futurs actualisés)
- Méthode comparable (multiples EBITDA transactionnel et boursier)
- Actif Net Comptable Corrigé (approche patrimoniale)

1.4. Mandat M&A

Elle les travaux suivants :

- Préparation du Teaser et de l'information mémorandum
- Identification des investisseurs stratégiques et financiers
- Analyse et suivi des offres
- Accompagnement dans les négociations jusqu'à la clôture de la transaction

C'est dans ce cadre d'expertise Deal Advisory que KPMG Algérie a été mandaté pour conduire la due diligence financière Buy-Side de la transaction que nous allons présenter.

Section 02 : La réévaluation des entreprises dans le cadre de la due diligence

Cette section est consacrée à la présentation et à l'analyse d'une mission de due diligence financière, conduite par le cabinet KPMG Algérie dans le cadre d'une transaction d'acquisition. Elle constitue le passage de la théorie à la pratique.

Nous aborderons dans un premier temps le contexte général de l'opération, en présentant le secteur d'activité dans lequel elle s'inscrit ainsi que les parties prenantes de la transaction. Nous présentons ensuite les parties prenantes de la transaction, les objectifs assignés à la mission de la due diligence financière et les motivations stratégiques qui ont guidé la décision d'acquisition.

Enfin, nous décrivons de façon détaillée le déroulement concret de la mission de due diligence financière conduite par KPMG Algérie, en suivant les quatre phases successives qui la composent, depuis la planification initiale, jusqu'à la remise du rapport final et nous analyserons l'impact des travaux de due diligence financière sur la réévaluation de la transaction d'acquisition, en montrant comment les risques identifiés et les ajustements effectués se sont traduits concrètement dans la réévaluation de la société cible.

C'est à travers cette progression, nous serons en mesure de valider ou d'infirmer les hypothèses de recherche formulées en introduction et de répondre à notre problématique.

I. Présentation du contexte de la mission

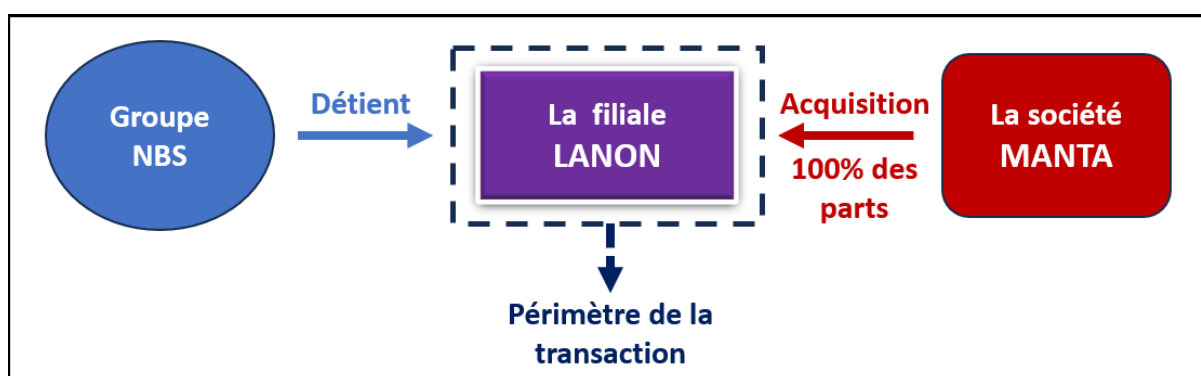
La mission qui fera l'objet de notre étude, touche le secteur de la grande distribution en Algérie, considérée comme ayant un fort potentiel de développement dans les marchés nord-africains, reste en retrait par rapport à ses voisins en matière de grande distribution. Cette situation est notamment marquée par l'inégalité de répartition des produits sur le territoire national.

Dans le cadre de l'élargissement de son portefeuille d'activités, la société MANTA souhaite acquérir la société LANON, filiale du groupe NBS. A cet effet, le cabinet KPMG Algérie a été mandaté par l'acquéreur potentiel MANTA afin de réaliser une due diligence financière coté acheteur (*Buy-Side due diligence*) ainsi qu'une valorisation de la société LANON.

Ces travaux permettront à MANTA d'éclairer sa décision finale concernant l'opération d'acquisition

Le schéma suivant présente le contexte de la transaction :

Figure 10: Contexte de la transaction



Source : Documents internes KPMG

La société MANTA est entreprise algérienne de transport située à Alger, qui offre des services à la livraison via une application mobile disponible sur les plateformes IOS et Android, dont l'activité principale est les services de VTC.¹¹⁶

L'entreprise opère dans neuf pays et 50 villes dans le monde (à compter l'Algérie avec 45 villes), où elle a accumulé plus de 8 millions d'utilisateurs du marché de transport à la demande au Maghreb.

Parmi les services que MANTA propose, nous trouvons :

VTC : La réservation d'un véhicule avec chauffeur depuis l'endroit choisit à n'importe quel moment avec une rapidité exceptionnelle

¹¹⁶ VTC : Voitures de transport avec chauffeur

Livraison des repas : MANTA a fait des partenariats avec plusieurs restaurants et fast-foods pour la livraison des repas à domicile ou même au travail via son application

Envoi des colis : L'entreprise offre également le service d'expédition à ses clients quelques soient des particuliers ou des entreprises avec une livraison rapide et un suivi en temps réel depuis l'application

Courses à domicile : MANTA a réfléchi à la place de ses utilisateurs et a mis en place une option permettant d'effectuer leurs achats quotidiens à leur place, ce qui leur fait gagner du temps et de l'effort

Services financiers : Ils sont destinés à aider ses utilisateurs à payer, économiser et emprunter numériquement ce qui répond aux besoins de l'ère numérique

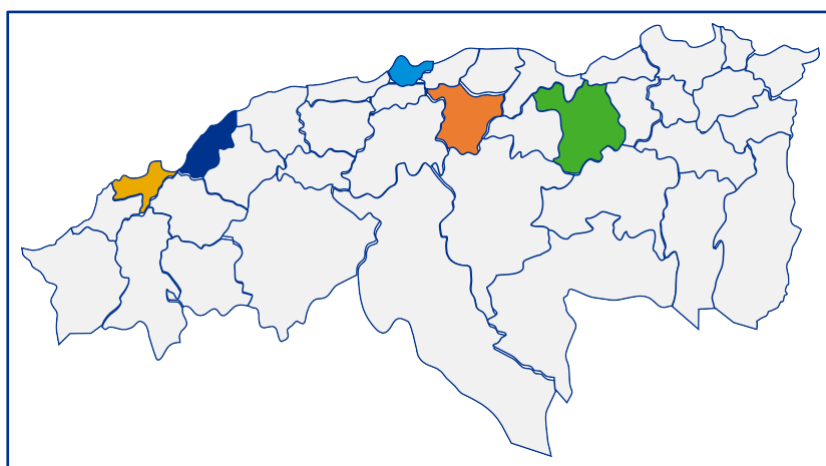
Toutes ces fonctionnalités sont disponibles et centralisées en une seule application uniquement, conçue pour offrir une meilleure expérience pour sa clientèle.

Le groupe NBS est un conglomérat algérien de l'industrie agroalimentaire, la grande distribution, l'industrie et les services, c'est un acteur majeur dans l'économie algérienne, il emploie plus de 18 000 salariés. Ses filiales sont présentes dans plusieurs wilayas de l'Algérie dont LANON est l'une de ses filiales.

La société LANON est une filiale du groupe NBS, spécialisée dans la grande distribution. Elle présente dans plusieurs régions de l'Algérie sous forme de hypermarchés, de supermarchés et de magasins de proximité. Son implantation stratégique couvre 11 zones à la fois des grandes villes et les régions moins urbanisées permettant de répondre efficacement aux besoins variés des consommateurs algériens.

Son modèle économique repose principalement sur une politique de vente avec des prix compétitifs et une offre de produits diversifiée pour une clientèle variée.

Figure 11: Emplacements géographiques des magasins LANON



Source : Management de LANON

1. Les objectifs de la mission de due diligence financière

De façon générale, les objectifs de cette mission où KPMG Algérie est mandaté consistent à analyser la cible LANON de manière objective et complète afin de fournir au potentiel acheteur MANTA une aide à sa décision d'acquisition.

Cette mission vise également à :

- Présenter des principaux drivers de performance financière de l'entreprise (chiffre d'affaires par famille de produits, la marge, l'évolution de l'EBITDA, évolution des charges de personnel)
- Normaliser les résultats (La qualité des résultats), savoir quelle est l'activité récurrente de l'entreprise
- Analyser et détailler le patrimoine de la cible et évaluer son niveau d'endettement afin d'apporter plus de visibilité et d'assurance à l'acheteur sur sa valeur
- Identifier les risques financiers potentiels susceptibles d'affecter la valeur de la société
- Evaluer le cycle d'exploitation de la cible (créances clients, dettes fournisseurs, stock, autres débiteurs, autres créditeurs) ce qui permet d'assurer de son équilibre financier et déterminer le niveau normatif de besoin en fonds de roulement
- Identifier les différents Deal Breaker, c'est-à-dire les conditions de négociation dont le non-respect peut entraîner l'abandon ou l'annulation de la transaction, il s'agit souvent de conditions suspensives ou de garanties de passif

2. Les motivations derrière l'acquisition

MANTA aimera réaliser cette acquisition afin d'atteindre des objectifs stratégiques. Une acquisition de type verticale poursuit plusieurs buts notamment :

- ❖ L'expansion du portefeuille d'activités et la diversification de source des revenus, et renforcer son positionnement concurrentiel à travers un marque déjà établie dans le secteur de la grande distribution
- ❖ Le renforcement de ses services comme les courses à domicile grâce à l'intégration en amont de la chaîne d'approvisionnement à travers la société LANON
- ❖ La constitution d'un important entrepôt de données, grâce aux plateformes digitales et physiques, permettant de collecter et d'analyser les comportements d'achat des consommateurs afin d'anticiper leurs besoins et de personnaliser davantage les offres commerciales.

- ❖ La réalisation des synergies opérationnelles et logistiques grâce à l'optimisation des coûts d'approvisionnement de stockage et de distribution
- ❖ Amélioration du pouvoir de négociation auprès des fournisseurs grâce à l'augmentation des volumes d'achat
- ❖ Le renforcement de la présence géographique et l'élargissement de la base clientèle permettant à MANTA d'accéder à de nouveaux marchés et segments de consommateurs

II. Le déroulement de la due diligence financière

Avant l'engagement effectif des travaux de due diligence, KPMG Algérie procède à un ensemble de démarches préliminaires indispensables à la bonne conduite de la mission, qui visent à en formaliser le cadre juridique, déontologique et organisationnel.

Préalablement à toute acceptation de mission, KPMG Algérie est tenue de soumettre un BSC (*Business Suitability Check*) à l'approbation de son équipe de gestion des risques. Cette procédure, obligatoire pour l'ensemble des missions du cabinet, vise à prévenir tout conflit d'intérêts potentiel susceptible de nuire l'indépendance et l'objectivité de l'équipe intervenante. À titre d'exemple, un membre de l'équipe de due diligence détient des parts dans l'une des sociétés parties à la transaction, ou encore que l'une de ces sociétés soit simultanément cliente des services d'audit de KPMG Algérie. En cas de détection d'un tel conflit, le cabinet refuse la mission.

Une fois le BSC validé, une lettre de mission sera rédigée par KPMG Algérie sur la base des différentes modalités d'intervention, qui est un document qui permet de formaliser le champ d'intervention pour chacun des acteurs concernés d'une part, de légitimer cette intervention d'autre part. Elle est considérée comme le kick-off de la mission.

Aussi, compte tenu de la nature hautement confidentielle des informations qui seront partagées dans le cadre de la mission, KPMG Algérie procède à la signature d'un accord de non-divulgaration (*en anglais : Non-Disclosure Agreement - NDA*) couvrant l'ensemble des documents et fichiers mis à disposition sur la *Data Room*. Cet accord engage contractuellement toutes les parties à maintenir la stricte confidentialité des informations échangées tout au long du processus.

Une réunion d'ouverture ou de lancement commence entre l'équipe de due diligence de KPMG Algérie et l'équipe du management de la société mandataire qui est dans notre cas la société MANTA qui va donner le coup d'envoi des travaux de due diligence.

Les travaux de la due diligence financière au sein de KPMG Algérie passe par ces phases citées ci-dessous

1. Une vue d'ensemble sur la cible

Ceci est un aperçu général de la société LANON, afin de mieux comprendre son activité et les spécificités qui ont orienté l'approche d'analyse adoptée par KPMG.

1.1. Contexte du basculement

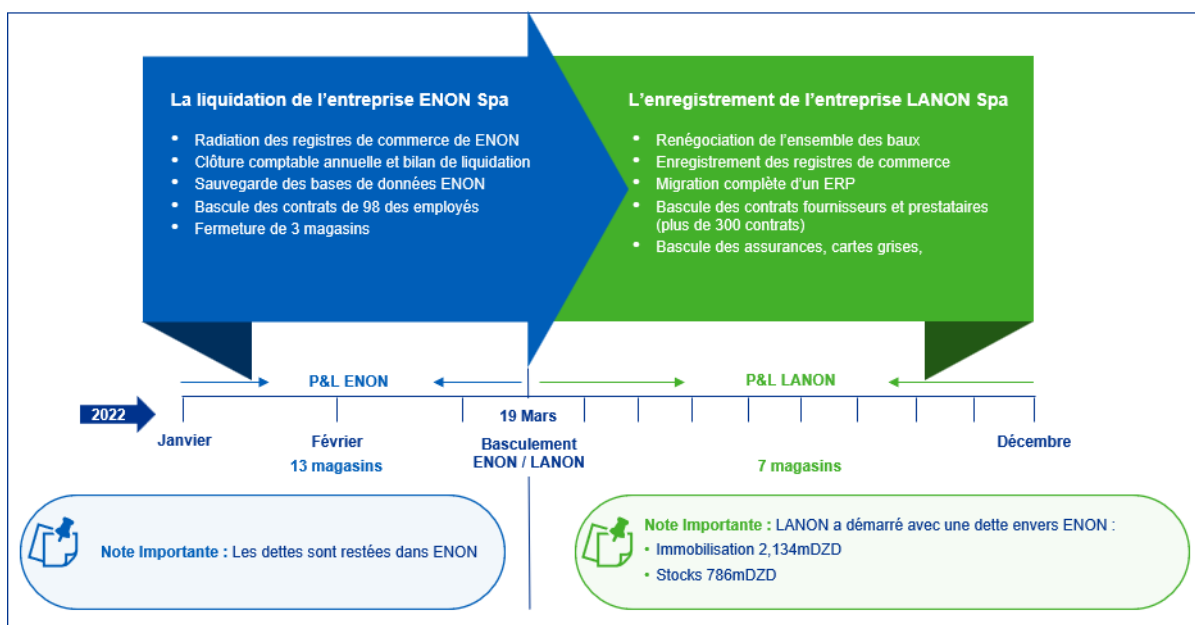
Avant la création de LANON, les magasins qui lui sont rattachés actuellement appartenaient à une société connue sous le nom de ENON. En mars 2022 ENON a basculé l'ensemble de ses activités et une grande partie de ses actifs à LANON dans le cadre d'un plan de liquidation.

Ce basculement a impliqué une restructuration à travers la fermeture de plusieurs magasins notamment 3 magasins en 2022 et 3 d'autres en 2023, actuellement la société compte 7 magasins ouverts.

A juin 2023, l'entreprise emploie 923 personnes répartis sur le siège (89 personnes) et sur 07 magasins (834 personnes).

La figure ci-dessous contextualise le basculement des deux sociétés.

Figure 12: Le basculement de ENON vers LANON



Source : Management de LANON

Il est nécessaire de mentionner que notre étude sera basée sur deux années 2022 (9 mois) et 2023 (6 mois), puisque la filiale LANON est nouvellement créée.

1.2. Familles de produits

L'activité de LANON est répartie en 6 familles de produits, présentées comme suit :

1.2.1. Produits de grande consommation – PGC

C'est la famille principale, Ils constituent 68% de son chiffre d'affaires global avec plus de 17,000 articles et regroupent principalement l'épicerie, les boissons, la droguerie, et les produits de cosmétiques

1.2.2. Produits frais transformé – PFT

Ils représentent 12% du chiffre d'affaires, avec plus de 2500 produits, et regroupent la charcuterie, les fruits et légumes, La boulangerie et pâtisserie, la boucherie, et enfin la poissonnerie

1.2.3. Produits de maison

Ils constituent 7% du chiffre d'affaires, répartis en deux catégories : confort de maison et blanc, avec plus de 4500 articles

1.2.4. Bazar

Dans cette famille nous retrouvons la papeterie, jouets, librairie et bricolage avec plus de 4000 produits

1.2.5. Produits électroménager, photo, ciné et son – EPCS

Il regroupe tout ce qui est petit électroménager, radiotéléphonie, l'image et son et les grands électroménagers avec un total de plus de 2000 articles.

1.2.6. Textile

Et enfin le textile, avec des vêtements pour toutes catégorie d'âge (bébés, enfants, hommes, femmes...) et accessoires et bijouterie avec plus de 2000 articles.

Figure 13: Les familles de produits de LANON



Source : Analyses de KPMG

1.3. Chaîne de valeur

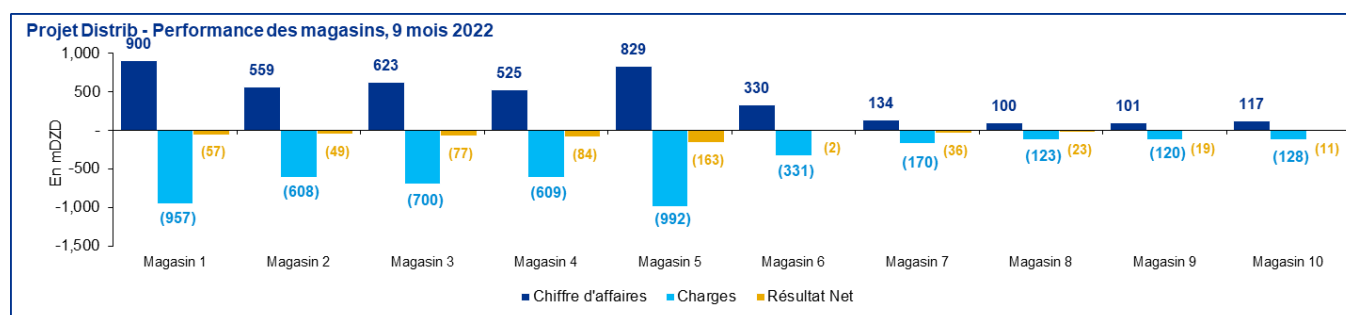
La chaîne de valeur chez LANON passe par cinq étapes :

- 1- **Approvisionnement** : Auprès des fournisseurs locaux groupe et hors groupes
- 2- **Stockage** : Pour les produits non fabriqués, c'est sous-traité avec partenaire de logistique au niveau de ses dépôts. Et pour la famille produits frais transformés s'est fait au niveau des magasins de LANON
- 3- **Gestion des stocks** : Assuré par la direction d'achat de LANON en collaborant avec l'équipe de sous-traitant
- 4- **Production** : Concerne uniquement la famille des produits non fabriqués, la transformation se fait dans les magasins
- 5- **Distribution** : Les produits de LANON sont distribués au niveau des différents magasins (Hyper, Super et proxy) et les ventes sont générées par passage en caisse

1.4. Performance et situation des magasins

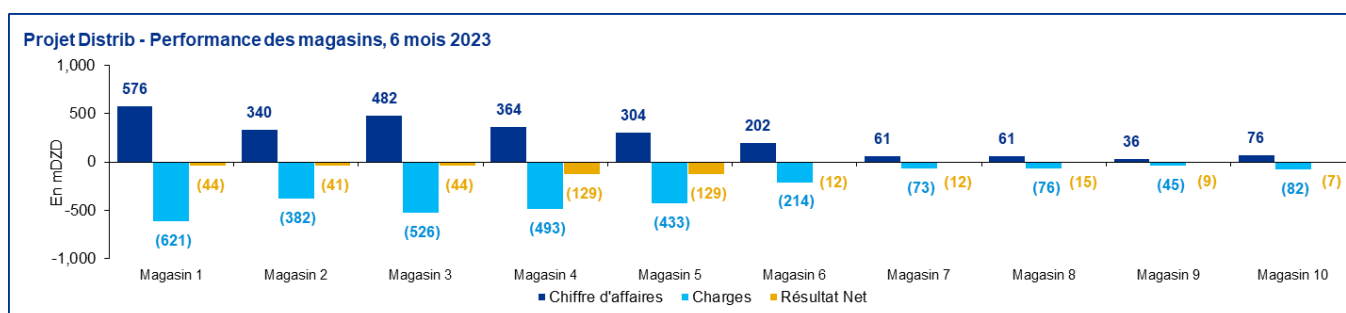
Nous avons mentionné déjà que LANON possède maintenant 10 magasins plus le siège social, après la fermeture d'autres magasins en raison du basculement. La performance financière en 2022 et 2023 des magasins restants se présente comme suit :

Figure 14: Performance financière des magasins en 2022



Source : Analyses de KPMG

Figure 15: Performance financière des magasins en 2023



Source : Analyses de KPMG

La situation des magasins de LANON sur les 9 mois 2022 et le 1^{er} Semestre 2023 montre des résultats nets négatifs sur l'ensemble des magasins, avec un taux de marge nette moyen de (14)% du chiffre d'affaires sur les 2022 et (19)% sur 2023. ¹¹⁷

2. Qualité de l'information financière :

Cette partie consiste à évaluer la fiabilité des données livrées par la cible, avant d'analyser le contenu. Elle comprend la vérification de la cohérence et de la qualité des systèmes d'information financières de la cible et d'identification des retraitements comptables inhabituels.

2.1. Opinions et observations du commissaires aux comptes

Nous allons présenter les rapports du commissaire aux comptes sur deux année 2021 et 2022.

2.1.1. Pour l'année 2021

- *Entité* : ENON

- *Opinion du CAC* : Certification sous réserves

- *Réserves et observations émises au titre de l'exercice 2021 :*

- a) **Frais de de développement immobilisables** : À hauteur de 392mDZD, représentent diverses charges, la nature de ses charges nécessitent une analyse approfondie et potentiellement un assainissement.
- b) **Nouvelles acquisitions d'immobilisations** : Absence de documents justifiants l'achèvement et la réception du projet magasin 5 pour 503mDZD, ainsi que son reclassement en immobilisation
- c) **Immobilisations non inventoriées en cours** : L'existence de certaines charges et provisions allouées dans le compte des Immobilisations en cours s'élevant à 982mDZD , relatives aux divers projets
- d) **Avances et acomptes sur immobilisations** : Opérations litigieuses et doubles paiements pour lesquelles la société n'a pas procédé à la constitution de pertes de valeur s'élevant à 313mDZD
- e) **Inventaire des immobilisations** : Un écart provenant de l'inventaire des immobilisations fait ressortir un écart de 12447 items pour une valeur brute de 426mDZD.
- f) **Paiement pour compte** : Décompté de la créance de ENON en totalité pour un montant de 1049mDZD

¹¹⁷ Analyses de KPMG

- g) Caution loyer logement de fonction :** Dépôt et cautionnement accordés durant les exercices 2011 à 2021 pour loyer de logement de fonction non régularisé
- h) Stocks et en cours :** Les comptes des stocks de marchandises abritent des soldes significatifs représentant des écarts d'inventaires non traités pour un montant de 2,436mDZD.
- i) Inventaires des stocks :** Les stocks de matières et fournitures pour un montant de 254mDZD n'ayant pas été inventoriés, ainsi qu'une perte de valeur antérieurement constatée n'ayant pas fait l'objet d'actualisation ; Incohérences entre les sorties de stocks et marchandises consommés
- j) Clients :** Créances clients n'ayant pas fait l'objet de reclassement en créances douteuses, et de ce fait n'ont pas donné lieu à la constitution d'une perte de valeur ; Assainissement pour le compte des clients locaux sur vente de marchandise pour un solde de 1.8mDZD

2.1.2. Pour l'année 2022

Entité : LANON

Opinion : Certification sous réserves

Réserves et observations émises au titre de l'exercice 2022 :

- a) Conventions réglementées :** L'article 628 du décret législatif n°93-09 du 25 Avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 26 Septembre 1975 portant Code de Commerce, stipule une obligation légale de soumettre toute convention entre la société LANON et l'un de ses administrateurs doit être soumise à l'autorisation de l'Assemblée Générale Ordinaire des associés, il en est de même pour des conventions établies entre la société et une entreprise.
- b) Capitaux propres :** En vue du solde négatif du résultat net figurant dans les capitaux propres de la SPA LANON, il est important de remédier la situation conformément au code de commerce, en se référant à l'article 715 Bis 20, par des mesure pour résoudre ce déficit et rétablir l'équilibre financier de la société LANON
- c) Immobilisations :** La prise d'inventaires des immobilisations fait ressortir un écart de 1705 items pour une valeur d'acquisition de 17DZD, ainsi il convient de signaler une perte de valeur constaté à cet effet, les cessions opérées, devraient être réajusté comptablement en prenant en compte une plus-value de l'ordre de 4mDZD.

2.2. Principes comptables

Les états financiers de LANON sont préparés conformément aux normes comptables algériennes (SCF) appliquées depuis le 1er janvier 2010.

a) Immobilisations

Les immobilisations incorporelles et corporelles sont comptabilisées à leurs coûts d'acquisition.

Les immobilisations sont amorties linéairement sur leurs durées de vie utiles. Les principaux taux d'amortissement appliqués sont les suivants :

- 5 % pour la construction ;
- 10% pour l'équipement industriel ;
- 20 % pour le matériel de transport ;
- 25 % pour les logiciels ;
- 15% pour le matériel de bureau;
- 33,33% pour le matériel informatique.

Les immobilisations en cours sont comptabilisées à leur coût d'acquisition et ne sont pas amorties.

Aucune réévaluation des actifs n'a été effectuée en 2022 ;

b) Immobilisations financières

Les immobilisations financières comprennent les cautions de garanties liées à la location des magasins

c) Stocks

Les stocks de matières premières et de marchandises sont évalués à leurs coûts d'achat (le coût de transport est assuré par le fournisseur). Et pour les stocks de marchandises sont évalués au coût moyen pondéré qui est le prix de vente diminué de la marge commerciale.

Les consommations pour la production sont évaluées au coût unitaire moyen pondéré, les stocks à l'extérieur sont comptabilisés conformément à la règle de transfert de risque.

Les stocks sont comptabilisés selon la méthode de l'inventaire permanent, les valeurs d'inventaire et les consommations sont mises à jour en permanence. Les stocks achetés et vendus sont comptabilisés directement dans les stocks au moment de la transaction.

d) Reconnaissance et évaluation des revenus

Les produits sont évalués sur la base du prix de vente hors taxes et sont comptabilisés lors du passage en caisse (Livraison effective au client c-à-d (transfert des risques et des avantages liés à la propriété)

Les remises sont liés aux promotions liées aux DLC proches sous forme des packs virtuels (une baisse de prix) suivant un fichier des promos interne. Le système plafonne la baisse des prix à pas moins du prix d'achat (la procédure est automatisée).

e) Comptes à recevoir

Les créances sont estimées à leurs valeurs recouvrables, après déduction des dépréciations, en tenant compte des possibilités réelles de recouvrement.

Une provision sur les créances est enregistrée sur la base du jugement de la direction quant à leur recouvrement, une provision sur les créances commerciales n'est enregistrée que lorsqu'elles sont reconnues comme des créances litigieuses et non sur la base de retards de paiement.

f) Comptes à payer

Les dettes des fournisseurs locaux sont enregistrées à leur valeur historique.

g) Provision pour risques et charges

Les provisions pour congés payés sont comptabilisées sur la base des états indiquant le nombre de jours de congés pris par les salariés, y compris les charges sociales correspondantes.

h) Emprunts

Les emprunts concernent les prêts à moyen et long terme obtenus. Ils sont évalués au montant encaissé moins les remboursements effectués. Ils sont liés à des prestations de trésorerie groupe.

Il n'y a pas de convention qui cadre les termes de remboursement des crédit groupe et le calcul des intérêts liés.

i) Taxe sur la valeur ajoutée

Le taux de TVA est soit de 9% (alimentaires, viande...) ou de 19% pour les autres; sauf pour les produits subventionnés qui sont exonérés.

j) Impôts différés

L'impôt différé résulte de la différence temporaire entre le résultat comptable et le résultat fiscal. Les principales sources de sa constatation sont la provision pour congés, la provision pour primes de fin d'année, les services extérieurs non payés, les honoraires non payés, la charge des intérêts courus non échus.

Nous citons ainsi que l'équipe de due diligence procède à la vérification de l'ensemble des informations et documents transmis par le vendeur, afin de s'assurer la fiabilité et de fonder son analyse sur des données cohérentes.

3. Présentation du compte de résultat et le choix de méthode d'évaluation

A partir de l'analyse du compte de résultat, nous pouvons savoir quel type d'analyse à faire et quelle méthode de valorisation de l'entreprise à utiliser.

Le Tableau de compte de résultat – TCR de la filiale LANON, se présente comme suit :

Figure 16: TCR de LANON

Projet Distrib - Compte de résultat			
En mDZD	LANON		Var. %
	FY22 9m.	FY23 S1	22-23
Chiffre D'Affaires	4 219	2 553	(26,6)%
Achats Consommés	(3 534)	(2 182)	(60,2)%
Marge brute	685	371	(52,1)%
Services Extérieurs	(712)	(430)	(58,9)%
Charges de Personnel	(602)	(374)	(56,3)%
Impôts et Taxes	(84)	(47)	(61,4)%
EBITDA	(713)	(479)	(61,6)%
Autres Produits opérationnels	26	45	38,2%
Autres Charges opérationnelle	(4)	(107)	(84,8)%
Dotations aux amort. et prov.	(324)	(162)	(85,6)%
Reprises sur pertes de val. et	-	5	(95,8)%
EBIT	(1 015)	(699)	(76,1)%
Produits Financiers	-	31	n.a
Charges Financières	(3)	-	(100,0)%
Résultat financier	(3)	31	(1 056,0)%
EBT	(1 019)	(668)	(77,2)%
Impôts différés	23	-	(100,0)%
IBS	-	-	(100,0)%
Résultat net	(996)	(668)	(74,9)%

Source : Analyses de KPMG

Nous constatons que l'EBITDA est négatif sur les deux années consécutives, et pour construire un DCF il est nécessaire de projeter un retour à la profitabilité dans le futur, ce qui ne serait pas faisable pour une société dont la trajectoire est une dégradation continue. La DCF perd sa fiabilité lorsque les flux de trésorerie historiques sont systématiquement négatifs car les projections futures reposent alors sur des hypothèses de la performance passée, ce qui rend difficile de prouver que la société réalisera un EBITDA ou un résultat net positif dans le futur.

C'est le même cas pour la méthode des multiples où ils utilisent généralement le multiple EV/EBITDA comme multiple de référence. Un EBITDA négatif rend ce multiple mathématiquement sans signification, un multiple négatif n'a aucune interprétation économique valide. Les autres multiples comme EV/CA pourraient théoriquement s'appliquer mais seraient très imprécis pour société déficitaire.

Et donc pour une entreprise en liquidation avec une entreprise qui possède un actif immobilisé aussi important comme LANON, nous trouvons que l'ANCC est la méthode la plus adaptée lorsque la valeur de la société indépendamment de sa capacité bénéficiaire.

Pour une entreprise déficitaire, la valeur économique maximale atteignable est la valeur liquidative de ses actif diminuée de ses dettes réelles.

4. Revue du bilan – Quality of Assets

L'analyse détaillée du bilan est considérée comme la source principale de l'évaluation de l'ANCC. La figure au-dessous provient des Balances générales des exercices 2022 et 2023 fournies par la direction, les états financiers de 2022 ont été rapprochés avec les comptes audités.

Figure 17: Bilan de LANON

Projet Distrib - Bilan			
En mDZD	LANON		Var .
	Déc22	juin-23	22/23
Immobilisations incorporelles	114	122	8
Immobilisations corporelles	1 806	1 428	(379)
Immobilisations en cours	34	-	(34)
Immobilisations financières	21	61	39
Actif Non Courant	1 976	1 610	(365)
Stocks et en cours	672	495	(177)
Clients	286	669	383
Fournisseurs	(1 915)	(1 817)	98
BFR d'exploitation	(957)	(653)	304
Autres débiteurs	224	176	(49)
Autres créditeurs	(2 474)	(2 716)	(243)
BFR	(3 206)	(3 194)	12
Capital Net Investi	(1 230)	(1 583)	(353)
Emprunts et dettes financières	(168)	(141)	27
Disponibilités	389	224	(165)
Trésorerie / Dette (Nette)	221	83	(138)
Provision pour risques	(7)	(3)	5
Impôts différés passif	(24)	(24)	-
Impôts différés actif	47	47	-
Actif net	(994)	(1 480)	(486)
Capital émis	2	184	182
Report à nouveau	-	(996)	(996)
Résultat de l'exercice	(996)	(668)	328
Capitaux propres	(994)	(1 480)	(486)
KPI's			
Actif Non Courant/CNI	(160,6)%	(130,9)%	
BFR d'exploitation/CNI	77,8%	41,2%	
BFR/CNI	260,6%	201,7%	
Capitaux propres/CNI	80,8%	93,5%	

Source : KPMG Documents internes

Au 30 Juin 2023, l'actif net comptable – ANC de LANON s'établit à (1,480)mDZD

4.1. Analyse de l'actif non courant

A juin 2023, l'actif non courant s'élève à 1610mDZD en VNC, et se compose principalement de :

4.1.1. Immobilisations corporelles / incorporelles

Les immobilisations incorporelles représentent 122mDZD (8% du total) et les immobilisations corporelles à hauteur de 1428mDZD en VNC soit (89% du total), composées principalement de :

Figure 18: Répartition des immobilisations incorporelles / corporelles par magasin

Projet Distrib - Immobilisations corporelles/incorporelles par magasin, Juin23													
En mDZD	Magasin 5	Magasin 7	Magasin 8	Magasin 10	Magasin 9	Magasin 1	Magasin 2	Magasin 3	Entrepot	Magasin 6	Siège	Magasin 4	VNC
Frais de développement	80	-	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	80
Logiciels	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42	-	42
Immobilisations incorporelles	80	-	-	-	-	0	-	-	-	-	42	-	122
Installations techniques	525	226	130	87	58	20	32	22	12	1	-	(0)	1,113
Matériels	83	23	14	5	12	25	17	27	26	8	-	(1)	240
Agencements et aménagements	24	0	1	0	2	15	5	4	-	1	-	-	51
Matériel informatique	4	0	0	0	-	2	0	1	2	2	0	-	11
Mobilier de bureau	0	0	0	0	0	8	0	0	0	0	-	0	10
Véhicules	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	3	-	4
Immobilisations corporelles	635	249	145	93	72	71	55	54	40	11	3	(1)	1,428
Total	715	249	145	93	72	72	55	54	40	11	45	(1)	1,550

Source : Fichier des immobilisations, Juin23

Source : Fichier des immobilisations

a) Frais de développement

Ils ont une valeur nette comptable de 80mDZD à Juin 2023, et sont composés de :

- Frais de près ouverture du magasin (5) d'une VB de 139mDZD, représentant 99% du total, amorti à 43%. Ces frais étaient constatés chez ENON avant le basculement

Nous considérons que ces frais ne sont pas immobilisables et devraient donc faire l'objet d'un ajustement ANC.

b) Logiciels

Au 30 Juin 2023, les logiciels s'élèvent à 42mDZD, par rapport à une valeur brute de 47mDZD, soit un taux d'usure de 11%. Ils sont principalement constitués de ce qui suit (en VNC) :

- License MICROSOFT pour 32mDZD ;
- Licence METI pour 4mDZD ;
- Maintenance METI pour 2mDZD ;

c) Installations techniques

Ils ont une VNC de 1,113mDZD à juin 2023 et sont constitués de :

- **Agencements généraux** de 1002mDZD, principalement liés à :
 - Des agencements généraux d'une valeur de 752mDZD, représentant 75% du total.

- Des travaux d'aménagement, représentant 25% du montant total des installations, équivalant à 250mDZD

Dans cette section, il y a eu des cessions à hauteur de 94mDZD en VNC liées à la cession du site de magasin (4)

- **Les chambres froides** s'élèvent à 68mDZD en VNC

Des cessions à hauteur de 2mDZD en VNC ont eu lieu en Avril 2023 pour cette rubrique, liées à l'entrepôt

- **Installations d'eau, d'électricité et de gaz** d'une VNC de 23mDZD, avec un taux d'usure de 13% au 30-Juin23.

D'autre part, il y a eu des cessions pour une VNC de 90mDZD liées à la cession du site de magasin (4)

- **Installations de sécurité** de 9mDZD principalement liés au site de la zone (5)
- **Installations chauffage et climatisation** d'une VNC de 6mDZD, avec un taux d'usure de 17%, elles sont à 98% liées à la climatisation de l'entrepôt
- **Installations de réseaux informatiques** correspondante à des serveurs informatique avec une VNC de 5mDZD situées au magasin (1) et à l'entrepôt

d) Matériels

Ils sont de l'ordre de 240mDZD en VNC au 30 Juin 2023, avec un taux d'usure moyen de 15%, ils sont composés de :

- **Matériels de production** d'une VNC de 109mDZD. Ces équipements représentent 45% de l'ensemble des matériels. Ils sont essentiellement constitués de :
 - Fours pour 52mDZD, représentant 48% du total matériel de production
 - Machines à cafés pour une VNC de 14mDZD,
 - Chambres de fermentation, des pétrins et diviseuses d'une VNC de 17mDZD

Dans cette section, il y a eu des cessions à hauteur de 34mDZD concernant l'entrepôt (66%) et le magasin 4 (34%).

- **Matériels commerciales** d'une valeur nette comptable de 95mDZD, équivalant à 40% du total, et qui sont constitués principalement de:
 - Meubles réfrigérés et frigo d'une VNC de 54mDZD
 - Les bacs surgelés et vitrines sont de l'ordre de 14mDZD
 - Présentoir d'une VNC de 10mDZD et un taux d'usure moyen de 13%.

Dans cette catégorie il y'a eu des cessions à hauteur de 46mDZD en VNC liées à l'entrepôt (69%) et au magasin 4 (31%).

- **Matériels généraux** d'une VNC de 36mDZD au 30-Juin23. Ils sont constitués principalement de paniers d'achat d'une VNC de 8mDZD

Dans cette section, il y a eu des cessions pour 3mDZD en VNC concernant l'entrepôt et le magasin (4)

e) Aménagements et Agencements

Ils s'élèvent à 51mDZD en VNC au 30-Juin23, et sont constitués de :

- D'agencements et aménagements pour les super et hyper s'élevant à 42mDZD, représentant 82% du total.
- Des aménagements pour stands publicitaires s'élevant à 9mDZD, équivalant à 18% du total

Dans cette section, il y a eu des cessions pour 7mDZD liées à l'opération de cession du magasin (4)

f) Matériels informatiques

Le matériel informatique de LANON s'élève à 11mDZD en VNC au 30-Juin23, comparé à une valeur brute de 14mDZD soit un taux d'usure de 19%, il est composé de téléphones, Onduleurs, d'unités centrales et d'imprimantes principalement.

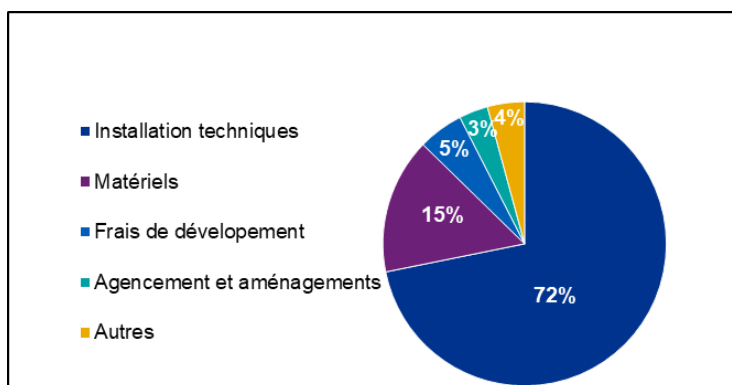
g) Mobilier de bureau

Les mobiliers de bureaux s'établissent à 10mDZD au 30-Juin23, Ces mobiliers sont principalement localisés à la zone (1) avec une valeur de 8mDZD.

h) Véhicules

La VNC des véhicules s'élève à 3.6mDZD contre une VB de 4.1mDZD, se constituant de véhicules touristiques type Hyundai, qui sont affecté principalement au siège

Au-dessous, une figure qui représente la répartition des immobilisations corporelles et incorporelles

Figure 19: Répartition des immobilisations corporelles et incorporelles

Source : Analyse de KPMG

À Juin23, les immobilisations corporelles et incorporelles de LANON s'élèvent à 1530mDZD en VNC, et sont essentiellement composées de :

- i. Installations techniques pour une VNC de 1113mDZD, représentant 72% du total.
- ii. Matériels pour une VNC de 240mDZD (15%);
- iii. Les frais de développement à hauteur de 80mDZD en VNC. Nous considérons que ces frais ne devraient pas être immobilisés. Ils seront ajustés dans l'ANC.

Il est nécessaire de noter que la VNC des immobilisations basculées est surestimée, car ces dernières ont été basculées avec leur durée de vie initiale comme si elles étaient neuves, alors que ces dernières ont déjà subis des amortissements.

4.1.2. Immobilisations financières

À juin23, les immobilisations financières s'élèvent à 61mDZD, et sont constituées de ce qui suit :

Figure 20: Immobilisations financières

Projet Distrib - Immobilisations financières, Déc22-Jui23			
En mDZD	Déc22	Jui23	Var
			22-23
Créances rattachées à des part. grp.	0	39	39
Cautions de garantie	22	22	0
Immobilisations financières	22	61	39

Source : Balance générale, Juin23

a) Créances rattachées à des participations groupe

Elles concernent la cession d'un groupe électrogène et de son réservoir gasoil pour une valeur totale de 39mDZD, au groupe à la suite de la cession du magasin (4)

b) Cautions de garantie

De l'ordre de 22mDZD à Juin23, elles sont liées essentiellement à la location de la zone (1)

L'actif non courant s'élève à 1610mDZD en VNC, majoritairement constitué d'immobilisations corporelles pour 1351mDZD

4.2. Analyse du besoin en fonds de roulement – BFR

A Juin23 le besoin en fonds de roulement s'élève à (3194)mDZD constitué de :

4.2.1. Stock et encours

Les stocks de LANON sont valorisés à leur coût d'achat. Le coût de transport vers les entrepôts est assuré par le fournisseur.

La perte de valeur enregistrée concerne :

- Ecart de symétrie : lié à des problèmes de discordance entre les deux systèmes d'information utilisés METI et SAGE.
- Ecart sur démarque : lié à la casse (connue) et au vol ou consommation sur place (inconnue)

Une provision démarque, à hauteur de 1.2% du chiffre d'affaires de chaque magasin, est constatée chaque fin du mois et annulée une fois que les inventaires sont effectués et que la perte de valeur réelle est constatée.

Les stocks de LANON sont de l'ordre de 495mDZD en net au 30 Juin 2023, composés de :

a) Stocks de marchandises

Ils s'élèvent à 387mDZD en net dont 519mDZD de valeur brute et (132)mDZD de perte de valeur, ils incluent uniquement les stocks présents au niveau de 7 magasins. Les stocks de marchandises sont répartis comme suit :

Figure 21: Répartition des stocks de marchandise

Projet Distrib - Stocks de marchandises, Juin23									
En mDZD	Magasin 1	Magasin 3	Magasin 2	Magasin 6	Magasin 8	Magasin 10	Magasin 5	Exp.	Total
Produits de grandes consommations	75	46	33	36	11	11	5	0	217
Bazar	23	12	16	9	1	0	(0)	-	60
E.P.C.S	17	11	8	11	-	0	0	-	47
Maison	17	10	5	4	0	1	0	-	37
Produits frais transformés	7	4	10	3	1	0	0	0	26
Textile	6	4	3	0	0	0	(0)	-	14
Provision pertes de valeur sage									(16)
Total	145	88	76	62	13	13	6	1	387

Source : Détail stock METI, Juin23

1) Produits de grande consommation

Ils sont de l'ordre de 217mDZD au 30 juin 2023, et ils sont composés de :

- **Rayon épicerie** : d'une valeur de 137mDZD
- **Rayon cosmétique** : d'une valeur de 64mDZD
- **Rayon droguerie** : il s'élève à 44mDZD
- **Rayon des produits libre-service** : ils sont d'une valeur de 29mDZD
- **Rayon boissons** : il est de l'ordre de 21mDZD

2) Produits de bazar

Ils s'élèvent à 60mDZD au 30 juin 2023, et sont composés de :

- **Rayon jouet et sport** : d'une valeur de 28mDZD
- **Rayon papeterie** : les stocks relatifs à ce rayon s'élèvent à 20mDZD
- **Rayon bricolage** : les stocks de ce rayon sont d'une valeur de 5mDZD
- **Rayon automobile** : de l'ordre de 3mDZD
- **Rayons jardin, animalerie et librairie** : d'une valeur globale de 4mDZD

3) E.P.C.S

Les stocks d'Electroménagers, Photos, Cinéma, Son (E.P.C.S) s'élèvent à 47mDZD à Juin23 et sont constitués de :

- **Rayon image et son** : les stocks liés à ce rayon sont de 19mDZD.
- **Rayon P.E.M** : il regroupe des stocks d'une valeur de 18DZD reparti
- **Rayon G.E.M** : les stocks de ce rayon s'élèvent à 9mDZD à Juin23
- **Rayons radio, téléphonie et micro-informatique** : pour une valeur totale de 0.8mDZD

4) Produits de maison

A Juin23, les stocks de produits de maison sont de l'ordre de 37mDZD, ils regroupent deux rayons :

- **Rayon confort de la maison** : ils sont de l'ordre de 31mDZD
- **Rayon des produits blancs** : ils ont une valeur globale de 6mDZD

5) Produits frais transformés

Ils ont une valeur globale de 26mDZD, ces stocks sont destinés à être transformés et sont repartis comme suit :

- **Rayon fruits et légumes** : ce rayon s'élève à 9mDZD au 30 Juin 2023
- **Rayon Boulangerie pâtisserie** : ce rayon regroupe principalement des achats pour la préparation de pâtisserie et de boulangerie 9mDZD.
- **Rayon charcuterie - fromage** : ce stock est réparti entre fromage et charcuterie à la coupe d'une valeur de 3mDZD et 1mDZD, respectivement
- **Rayon traiteur** : il s'élève à 2mDZD
- **Rayon Boucherie volaille** : d'une valeur de 2mDZD à Juin 2023

6) Produits textiles

Ils sont de l'ordre de 14mDZD à Juin23, et sont repartis comme suit :

- **Rayon Bébé** : ces stocks ont une valeur globale de 4mDZD
- **Rayon enfants** : représente une valeur globale de 3mDZD.
- **Rayon accessoires** : il s'élève 3mDZD.
- **Rayon homme** : pour une valeur de 2mDZD
- **Rayon chaussures** : ce rayon s'élève à 2mDZD en total

La perte de valeur des stocks de marchandises de 16mDZD représente 4%, calculés sur la base d'une provision de 1.2% du C.A de chaque magasin, la provision est reprise une fois que la perte réelle est constatée lors des inventaires physiques.

b) **Stocks à l'extérieur**

Ils s'élèvent à 85mDZD en net au 30 Juin 2023 et sont constitués de :

Figure 22: Stocks à l'extérieur

Projet Distrib - Stocks à l'extérieur	
En mDZD	juin-23
Epicerie	38
Droguerie	15
Boissons	12
Cosmétiques	11
Produits de grande consommation	77
Confort de la Maison	3
Maison	3
Petit électroménager	1
Electroménager, photo, cinéma et son	1
Ecart non expliqué	4
Stocks à l'extérieur	85
Source : Fichier des stocks2023.	

- **Produits de grande consommation** : ces stocks ont une valeur globale de 77mDZD et regroupent des articles reliés aux rayons suivants : Epicerie, Droguerie, Boissons et cosmétiques
- **Maison** : ils sont de 3mDZD et sont complètement reliés aux articles de confort de la maison.
- **Electroménager** : s'élevant à 1mDZD, ce rayon est composé de stocks de petits électroménagers.

Nous avons constaté un écart non expliqué pour 4mDZD entre la comptabilité (Sage) et METI logiciel de suivi réel

c) Stocks de consommables

Les stocks de consommables sont de l'ordre de 23mDZD en net à Juin 2023 représentant 5% de la valeur des stocks, ces derniers sont essentiellement constitués de:

Figure 23 : Stocks de consommables

Projet Distrib - Stocks de consommables	
En mDZD	juin-23
Effets vestimentaires	7
Consommable Uno express	5
Matériels informatique	5
Entretien et nettoyage	3
Etiquettes	3
Rouleaux de caisse	1
Emballages perdus	1
Affichage et décoration	1
Fournitures de bureau	1
Quincaillerie	1
Stocks de consommables brute	27
Perte de valeur sur stocks de consom.	(3)
Stocks de consommables	24

Source : Balance générale, Juin23.

- Effet vestimentaires de 7mDZD soit 26% du total ;
- Consommable Uno express de 5mDZD représentant 24% du total;
- Matériel informatique de 5mDZD soit 21% ;
- Entretien et nettoyage à 2mDZD représentant 11% du total.

Avec une perte de valeur des stocks de consommables de (3)mDZD

4.2.2. Créances clients

Au 30 Juin 2023, les créances s'élèvent à 669mDZD, et sont essentiellement composées de :

Figure 24: Créances clients

Projet Distrib - Créances		
En mDZD	LANON	
	déc-22	déc-23
Clients Intra - groupe	221	519
Factures à établir	54	112
Bons d'achat Unodis	7	23
Clients B2B	0	11
Espace promos	2	3
Clients CIB	2	-
Clients	284	669
KPI's*		
DSO Clients groupe	270	180
DSO Clients hors groupe	4	180

Source : Balance générale, Déc22.

(*) Les DSO ont été calculés pour 9 mois sur la base des mouvements Débit de la B. auxiliaire clients pour chaque type.

a) Clients intra-groupe

A Juin23, les créances clients intra - groupe s'élèvent à 519mDZD, et sont essentiellement liées à :

- La vente de marchandises à ENON pour 415mDZD pour le magasin (5)
- Des prestations de services pour la gestion commerciale du magasin (5) après le transfert pour 79mDZD, calculé sur la base de 16% de CA réalisé par ce dernier, tel que définit sur le contrat qui lie les deux parties
- La filiale TAL pour 2mDZD

b) Factures à établir

A Juin23, les FAE à hauteur de 112mDZD, sont relatives à des bons d'achat établis et encaissés par ENON, et consommés chez LANON

Selon le management, ces FAE n'ont pas encore fait l'objet d'une validation formelle par le liquidateur de ENON

c) Bons d'achat LANON

Ils s'élèvent à 23mDZD au 30 Juin 2023, ils ont été émis par LANON et concernent principalement les clients

d) Clients B2B

Il s'agit des créances relatives à des clients business pour un total de 11mDZD

e) Espace promos

Cette rubrique concerne les créances vis-à-vis des locataires d'espace de promotion au 30 Juin 2023 pour 3mDZD

4.2.3. Dettes fournisseurs

Au 30 Juin 2023, les dettes fournisseurs s'élèvent à 1817mDZD composées de 52% de dette groupe et 48% hors groupe :

Figure 25: Répartition dettes fournisseurs

Projet Distrib - Dettes fournisseurs, Juin23			
	LANON		Var.
En mDZD	déc-22	juin-23	22-23
Fournisseurs de stocks I/C	714	805	91
Factures non parvenues	319	584	265
Fournisseurs de marchandises	589	239	(350)
Fournisseurs de services I/C	131	135	4
Fournisseurs de services	145	52	(93)
Fournisseurs de matières et de fournitures	18	2	(16)
Dettes fournisseurs	1,915	1,817	(98)
KPI's*			
DPO fin de période (Groupe)	113	293	
Fournisseur de Stocks	109	284	
Fournisseurs de service	142	357	
DPO fin de période (Hors Groupe)	57	36	
Fournisseur de Stocks	56	26	
Fournisseurs de service	70	38	

Source : Balance générale, Déc22-Juin23.

(*) Les DPO ont été calculés pour 9 mois sur 2022 et 6 mois sur 2023 sur la base des mouvements crédit dans la B. auxiliaire fournisseurs hors #408.

a) Fournisseurs de stocks I/C

Au 30 Juin 2023, les dettes fournisseurs de stocks intra-groupe s'élèvent à 805mDZD. Elles sont liées aux achats de marchandises effectués avec Groupe NBS, et ses filiales pour des montants de 798mDZD et 7mDZD, respectivement.

Ces dettes apparaissent dans les fiches de réconciliation inter-coûts avec les filiales cédantes et sont validées par les personnes habilitées

b) Factures non parvenues

A Juin23, le solde des FNP est de 584mDZD, composé principalement de ce qui suit :

- **Fournisseurs de services** : sont de l'ordre de 244mDZD
- **Fournisseurs de stocks** : s'élevant à 204mDZD
- **Fournisseurs de service intra-groupe** : elles s'élèvent à 92mDZD à Juin 2023
- **Fournisseurs de stock intra-groupe** : Il s'agit principalement des dettes envers groupe NBS

c) Fournisseurs de marchandises

A Juin23, les dettes fournisseurs de marchandises, hors groupe, sont de l'ordre de 240mDZD

d) Fournisseurs de services I/C

Les dettes de fournisseurs de services intra-groupe s'élèvent à 134mDZD et concernent principalement :

- Liés aux loyers, eau et électricité de Magasin 3 et 2 pour un montant de 93mDZD
- La manutention pour 41mDZD

e) Fournisseurs de services

Les dettes de fournisseurs de services s'élèvent à 52mDZD

f) Fournisseurs de matières et fournitures

Ils s'élèvent à 2mDZD au 30 Juin 2023, et sont principalement liées à:

- Fournisseur des produits consommables, pour 0,6mDZD ;
- Fournisseur des Vêtements de travail et professionnels, pour 0,7mDZD ;
- Fournisseur de dattes, pour 0,3mDZD;

Au 30 Juin 2023, les dettes fournisseurs s'élèvent à 1817mDZD composées de 52% de dette groupe et 48% hors groupe :

- Les dettes fournisseurs de stocks représentent 58% du total, dont 44% sont liés à des fournisseurs intra-groupe, et 14% hors groupe.
- Les factures non parvenues représentent 32% du total des dettes, dont 77% sont liées à des fournisseurs hors groupe.
- Les dettes fournisseurs de services représentent 10% du total, dont 3% sont hors groupe.

4.2.4. Autres débiteurs

Au 30 Juin 2023, les autres débiteurs s'élèvent à 176mDZD vs 224mDZD à décembre 2022, ils sont composés essentiellement de :

Figure 26: Répartition autres débiteurs

Projet Distrib - Autres débiteurs		
En mDZD	LANON	
	déc-22	déc-23
Charges constatées d'avance	103	27
Remises à obtenir	89	56
Avances et acomptes	19	26
TVA	11	1
Créances sur cession d'immobilisation	2	65
Autres débiteurs	224	176

Source : Balance générale FY21, FY22 contributive

a) Créances sur cessions d'immobilisations

Elles sont de l'ordre de 65mDZD à Juin23 contre 2mDZD à Déc22, augmentant de 63mDZD. Elles sont liées à l'opération de cession du magasin (4) qui a eu lieu en 2023

b) Remises à établir

Elles sont de l'ordre de 89mDZD à Déc22 et elles passent à 57mDZD en Juin23 avec une réduction de 32mDZD

c) Charges constatées d'avance

A Juin23, les charges constatées d'avances s'élèvent à 27mDZD, elles concernent principalement :

- Les locations et les charges communes des magasins pour 19mDZD
- Droits d'enregistrements du magasin (1) pour 4mDZD concernant les exercices 2023-2025;
- Assurance flotte Fév-Déc23 pour 2mDZD;

- Honoraires du notaire pour contrat de magasin (1) pour 2mDZD
- Abonnement Sage et Fortigate pour 1mDZD chacun
- Compensés par des provision de loyer complémentaire pour (3)mDZD

d) Avances et acomptes

À Juin23, les avances et acomptes s'élèvent à 26mDZD, elles se détaillent principalement comme suit :

- Avances et acomptes envers groupe NBS pour la fourniture d'emballages (palettes en plastique / bleu) pour 20mDZD ;
- Avances auprès des fournisseurs de stocks pour 3mDZD
- Avances et acomptes de fournisseurs de service pour un montant de 2mDZD

e) TVA

Il s'agit de la TVA récupérable du mois de juin 2023, qui sera déclarée et payée avant le 20 Juillet 2023.

4.2.5. Autres créditeurs

Au 30 Juin 2023, les autres créditeurs s'élèvent à 2716mDZD, augmentant de 243mDZD par rapport à Déc2022. Ils sont composés essentiellement de :

Figure 27: Répartition autres créditeurs

Projet Distrib - Autres créditeurs		
En mDZD	LANON	
	déc-22	déc-23
Fournisseurs d'immobilisations intra-groupe	(2,140)	(2,140)
Comptes courants d'associés	(167)	(314)
Avances et acomptes reçus	(66)	(130)
Personnel - Congés payés	(40)	(53)
Personnel - Charges sociales	(31)	(40)
Autres comptes créditeurs	(22)	(28)
Taxe d'apprentissage	(2)	(6)
Autres créditeurs	(2,474)	(2,716)

Source : Balance générale FY21, FY22 contributive

a) Fournisseurs d'immobilisations I/C

À juin23, les dettes fournisseurs d'immobilisations intra-groupe sont maintenues à 2140mDZD depuis déc22, elles sont relatives au basculement des immobilisations de la SPA ENON vers LANON en mars 2022.

b) Encaissements pour comptes

Ils sont de l'ordre de 292mDZD, et concernent essentiellement les recettes des locataires d'espaces versés en caisse ainsi que les recettes du magasin (5)

À noter que LANON prend une commission en % des recettes des locataires d'espaces.

c) Avances et acomptes reçus

À Juin23, ils s'élèvent à 130mDZD et sont principalement liées à des encaissements reçus en contrepartie de bons d'achats par les clients

d) Dettes personnel

Elles s'élèvent à 93mDZD à Juin23, et sont principalement composées de :

- Provisions congés payés pour 53mDZD, représentant le solde des reliquats des employées de LANON à cette date.
- Dettes sociales de la paie du mois de Juin23, à hauteur de 40mDZD qui seront payées en mois de juillet.

e) Autres comptes créditeurs

Ils sont de l'ordre de 28mDZD et concernent principalement :

- Des dettes envers LANON liés à la partie en dinar des salaires de Juin, Juillet, Août, Septembre et Octobre 2022 de l'ancien DG d'un total de 16mDZD ;
- Loyer du magasin (9) pour 3mDZD ;
- Et une Dette vis-à-vis de SIG solution pour 1mDZD ;
- Un encaissement en plus de la part de banque A due à une erreur de versement de leur part de 3mDZD, qui a été régularisé en mois de juillet 23 ;

f) Comptes courant I/C

Ils sont de 21mDZD en Juin23 contre 132mDZD à déc22. Cette variation est due à l'abandon de dettes à hauteur de 111mDZD de la part du groupe destinés à l'augmentation du capital en mai23. Le solde restant est constitué de :

- Prestations de trésorerie de 18mDZD de la part de groupe NBS. Il n'y a pas de convention qui cadre les termes de remboursement de ces prestations et le calcul des intérêts liés.
- Les intérêts courus s'élèvent à 3mDZD à juin23, liées aux prestations de trésorerie reçus de la part du groupe NBS

g) Dettes fiscales

Les dettes fiscales s'élèvent à 12mDZD à Juin23 et sont composées de dettes liées à la Taxe d'apprentissage et de la formation du 1^{er} semestre 2023.

Le BFR de la société est structurellement négatif de (3194)mDZD constitué essentiellement d'autres créiteurs de (2716)mDZD et de dettes fournisseurs à hauteur de (1817)mDZD compensés par des créances de 668mDZD, de stocks pour 495mDZD et d'autres débiteurs pour 176mDZD

4.3. Analyse de la trésorerie nette

Au 31 Juin 2023, LANON présente une trésorerie nette de 83mDZD composée de :

4.3.1. Trésorerie

Au 30 Juin 2023, la trésorerie s'élève à 224mDZD composée comme suit :

- Compte banque A pour 155mDZD représentant 69% du total trésorerie ;
- Caisses pour 63mDZD représentant 28% du total trésorerie;
- Compte banque B pour 6mDZD représentant 2% du total.

4.3.2. Emprunts et dettes financières

Ils s'élèvent à 141mDZD au 30 Juin 2023, et sont complètement reliés au groupe NBS dans le cadre du paiement des charges diverses pour le compte de LANON. Ces dettes sont essentiellement réparties comme suit :

- Paiement de la TVA à verser du mois de Mars 2022 et de Juin 2023 pour un total de 61mDZD ; Paiement de licences Microsoft pour 50mDZD ;
- Assurances pour une valeur de 33mDZD
- Dettes vis à vis de l'ancien DG pour 34mDZD
- Dettes rattachées aux salaires du DRH et du DFC pour 9mDZD et 2mDZD respectivement
- Transfert d'une voiture Tucson CRDI d'une valeur de 3mDZD.

La baisse de ces dettes de 27mDZD par rapport à Déc22 est expliquée par une augmentation du capital par compensation d'une partie de ces dernières pour 71mDZD, compensée par la constatation de nouvelles dettes à hauteur de 43mDZD.

En résumant Au 30 Juin 2023, l'actif net comptable de LANON s'établit à (1480)mDZD, il est principalement composé de :

Actif non courant pour 1610mDZD majoritairement constitué d'immobilisations corporelles pour 1427mDZD ;

Un BFR structurellement négatif de (3193)mDZD constitué essentiellement d'autres créiteurs de (2716)mDZD et de dettes fournisseurs à hauteur de (1817)mDZD compensés par des créances de 668mDZD et de stocks pour 495mDZD

Une trésorerie nette de 83mDZD composée de disponibilités à hauteur de 224mDZD et d'emprunts vis-à-vis du groupe NBS à hauteur de (141)mDZD

5. Revue du Tableau des flux de trésorerie – TFT

Au 30 juin 2023, la trésorerie de clôture s'élève à 224mDZD, cette dernière est principalement générée par :

- La trésorerie d'ouverture de 389mDZD;
- Les flux d'investissement de 238mDZD expliqués par la cession du magasin (4)
- Les flux de financement de 302mDZD dont 182mDZD en augmentation de capital par compensation de dettes et 147mDZD financement groupe.
- Compensés par des flux opérationnels négatifs de (705)mDZD, générés par un EBITDA déficitaire de (479)mDZD et un impact d'aggravation du BFR de (195)mDZD.

Figure 28: Tableau des flux de trésorerie

Projet Distrib - Tableau des flux de trésorerie			
En m DZD	Ouverture	FY22 9 mois	FY23 6 mois
EBITDA		(713)	(479)
Var.BFR		798	(195)
Var. Stocks et encours		(773)	142
Var. Clients		(286)	(383)
Var. Fournisseurs		1 915	(99)
Var. Autres débiteurs		(224)	49
Var. Autres créditeurs		166	96
IBS		-	-
Autres Produits et Charges		22	(31)
Flux opérationnels	-	107	(705)
Investissements		(2 192)	239
Fournisseurs d'immobilisation		2 140	(1)
Flux d'investissement	-	(52)	238
Free cash-flow	-	55	(467)
Comptes courants I/C		167	147
Emprunts		168	(27)
Intérêts		(3)	-
Variation des capitaux		2	182
Flux de financement	-	334	302
Variation de trésorerie	-	389	(165)
Trésorerie d'ouverture		-	389
Trésorerie de clôture		389	224

Source : Balance Générale 2022-2023.

Après la revue du bilan et du tableau des flux de trésorerie, l'équipe de due diligence a pu identifier plusieurs risques pouvant être considérés comme des deal breakers et susceptibles d'entraîner l'annulation de la transaction.

Nous présenterons prochainement l'impact de ces risques sur la valorisation de la société LANON

6. Risques identifiés à la suite de l'opération de due diligence

L'analyse détaillé du bilan (Quality of assets) et du TFT de la société cible a abouti à l'identification de certains risques que la société mandatrice n'aurait jamais pu les détecter sans une due diligence financière

Le tableau au-dessous présente les risques qui ont été identifiés

Tableau 8 : Les risques identifiés

Éléments	Risques	Niveau
Équilibre Financier	- L'actif immobilisé de la société est financé par des dettes fournisseurs, ce qui génère un Fond de Roulement Net Global négatif, et un BFR négatif découlant sur une trésorerie positive - En termes d'équilibre financier, cette situation est dangereuse, car la société a une forte dépendance de ses fournisseurs, qui peuvent retirer leur confiance à tout moment	
Immobilisations	- À Juin 2023, elles sont comptabilisées des frais de développement d'une VNC de 80mDZD. Ces derniers correspondent principalement à des frais de location et de services de préouverture du magasin (5) - Les frais de développement sont de nature charges qui ne devaient pas être capitalisés. (Aj. ANC) - À Juin 2023, la VNC des immobilisations basculées est surestimée, car ces dernières ont été basculées avec leur durée de vie initiale comme si elles étaient neuves, alors que ces dernières ont déjà subi des amortissements. (Aj. ANC)	
Créances	- Sur la période Mars22-Nov22 le magasin (5) a été géré et exploité par LANON (CA constaté chez LANON). En Déc22, il y'a eu un basculement de propriété de ce dernier vers ENON (CA constaté chez ENON), en contrepartie d'un contrat de service entre les deux de 3 mois renouvelables qu'avec écrit - Le contrat de service a pour objet de mise à disposition du matériel et du personnel, ainsi que la vente de marchandises de la part d'LANON, en contrepartie de percevoir 16% du chiffre d'affaires réalisé par le magasin. (Ça ne rentre pas dans le cadre des activités de LANON, risque juridique). - Selon le Management, ENON a un contrat de location du magasin (5) de 10 ans jusqu'à 2029. - Les créances de ENON liées au basculement du magasin (5) sont à hauteur de 517mDZD, sur lesquelles y'a un risque de recouvrement, vue que la société est en liquidation. (Aj. ANC) - LANON a aussi des créances de ENON par rapport à des bons d'achats émis et encaissés chez cette dernière et consommés chez LANON pour 108mDZD. Risque de recouvrement, vue que la société est en liquidation. (Aj. ANC)	

Fournisseurs	- Les dettes sur immobilisations basculées, à hauteur de 2140mDZD, ne sont pas encore payées à ENON - Délais de paiement des fournisseurs groupe moyen de 293 jours sur les 6mois de 2023, contre un délai moyen de 36 jours pour les fournisseurs hors groupe.	
Emprunts et compte courant I/C	- À Juin23, LANON enregistre 141mDZD de dettes financières envers le groupe, principalement liées au paiement de charges diverses par ce dernier pour le compte de LANON (TVA 58mDZD, assurance 33mDZD, licence Microsoft 47mDZD, Ancien DG pour 33mDZD...) - À Juin23, le compte courant I/C s'élève à 21mDZD, qui correspondent à des prestations de trésorerie pour 17mDZD de la part du groupe, et des intérêts pour 3mDZD. - Il n'y a pas de convention qui cadre les termes de remboursement des crédits groupe et le calcul des intérêts liés.	
Capitaux – Actif Net	- L'actif net comptable reporté de la société est à hauteur de (1480)mDZD, et qui fait 8 fois son capital émis. L'ANC ajusté s'élèvent à (2281)mDZD 12 fois le capital - Selon l'article 715 - Bis20 du code de commerce, si l'actif net de la société devient inférieur au quart du capital social, le conseil d'administration est tenu de décider s'il y'a lieu de la dissolution anticipée de cette dernière (4 mois suivant la clôture), ou d'absorber la perte, au plus tard, à la clôture du deuxième exercice suivant l'exercice de sa constatation - À défaut de l'application des procédures stipulées par l'article 715 – Bis20, tout intéressé peut demander en justice la dissolution de la société.	

 **Risque Élevé**
 **Risque Moyen**
 **Risque Faible**

Source : Analyses de KPMG

Donc, l'analyse a servi à l'identification de 7 risques au total, dont 4 classés comme des risques élevés et 3 considérés comme des risques modérés. L'ensemble de ces risques fera l'objet d'ajustements dans la section suivante.

7. L'actif net comptable ajusté – ANCC

Après l'identification des risques, nous précédon à mesurer l'impact de ces risques à partir des ajustements des postes de bilan, lesquels auront un impact sur la valeur de la société.

Cinq ajustements ont été identifiés et jugés nécessaires, lesquels nous présentons ci-dessous :

Aj. 1 : Frais de développement

Ces derniers correspondent principalement à des frais de location et de services de préouverture du magasin (5). Ils sont de nature charges qui ne devaient pas être capitalisés.

Aj. 2 : VNC des immobilisations corporelles / Incorporelles

Cet ajustement est lié à la surestimation des immobilisations nettes à Juin23.

La VNC des immobilisations basculées est surestimée, car ces dernières ont été basculées avec leur durée de vie initiale comme si elles étaient neuves, alors que ces dernières ont déjà subi des amortissements.

Nous avons pu retracer et estimer l'impact pour uniquement 60% des immobilisations basculées.

Aj. 3 : Perte de valeur

Cet ajustement correspond essentiellement à la comptabilisation des pertes de valeurs liées à des immobilisations cédées.

Aj. 4 : Créances de ENON

Cet ajustement concerne les créances liées à la vente de marchandises et la facturation de 16% du CA du magasin (5) pour 518mDZD, ainsi qu'aux créances sur bons d'achats émis et encaissés chez cette dernière et consommés chez LANON pour 108mDZD.

Aj. 5 : Stock et encours

Il s'agit d'un écart identifié entre le suivi du stock réel enregistré sur le logiciel METI (logiciel de gestion) et le logiciel Sage (comptabilité) affichant une image théorique.

La figure suivante présente les ajustements qui ont été effectués dans le cadre de la due diligence financière :

Figure 29: Les ajustements de l'actif net comptable

Projet Distrib - Actif Net Comptable ajusté, Juin23								
En m DZD	juin-23	Aj. 1	Aj. 2	Aj. 3	Aj. 4	Aj. 5	Total Aje	juin-23 Ajusté
Immobilisations incorporelles	122	(80)	(7)	-	-	-	(86)	36
Immobilisations corporelles	1 428	-	(88)	3	-	-	(85)	1 343
Immobilisations financières	61	-	-	-	-	-	-	61
Impôts différés actif	47	-	-	-	-	-	-	47
Actif Non Courant	1 657	(80)	(95)	3	-	-	(171)	1 486
Stocks et en cours	495	-	-	-	-	(4)	(4)	491
Clients	669	-	-	-	(626)	-	(626)	42
Fournisseurs et comptes rattachée	(1 817)	-	-	-	-	-	-	(1 817)
BFR Opérationnel	(653)	-	-	-	(626)	(4)	(630)	(1 283)
Autres débiteurs	176	-	-	-	-	-	-	176
Autres créditeurs	(2 716)	-	-	-	-	-	-	(2 716)
BFR	(3 194)	-	-	-	(626)	(4)	(630)	(3 824)
Capital Net Investi	(1 536)	(80)	(95)	3	(626)	(4)	(801)	(2 338)
Emprunts et dettes financières	(141)	-	-	-	-	-	-	(141)
Disponibilités	224	-	-	-	-	-	-	224
Trésorerie / Dette (Nette)	83	-	-	-	-	-	-	83
Prov. et prod. comptabilisés d'avanc	(3)	-	-	-	-	-	-	(3)
Impôts différés passif	(24)	-	-	-	-	-	-	(24)
Actif net	(1 480)	(80)	(95)	3	(626)	(4)	(801)	(2 281)

Source : Balance Générale Juin23, informations du management, et analyses de KPM G

L'actif net comptable corrigé affiche une valeur négative de (2281)mDZD à Juin 2023, alors que le reporté est de (1480)mDZD, soit un total d'ajustements s'élevant à (801)mDZD.

Un ANCC négatif signifie que les dettes réelles de l'entreprise dépassent la valeur réelle de ses actifs. Dans cette situation, l'entreprise est en état d'insolvabilité patrimoniale.

Pour l'acquéreur MANTA, cette situation constitue un élément particulièrement dissuasif pour l'acheteur et peut conduire à l'abandon de l'acquisition. Il s'agit ainsi d'un véritable "deal breaker" qui ne peut généralement être résolu qu'à travers des négociations portant sur des conditions suspensives ou des garanties spécifiques que nous verrons dans la prochaine partie.

8. Actif net comptable ajusté – La suppression de l'impact de l'endettement

Un ANCC avec une valeur négative à mener les parties de la transaction à négocier des conditions suspensives pour la continuation de l'opération d'acquisition, il s'agissait de l'abandon de certaines dettes, dans le cadre de due diligence financière

Sinon la transaction d'achat n'aura pas lieu puisque l'ANCC de la société cible est négatif

L'équipe de KPMG Algérie a révélé et proposé 7 ajustements supplémentaires liés aux abandons de dettes dans le cadre de due diligence, à savoir :

Aj. 6 : Dettes fournisseurs d'immobilisations

Ces dernières correspondent principalement aux dettes constatées sur le basculement des actifs immobilisés de ENON vers LANON.

Cet ajustement est justifié dans le cadre que l'acheteur n'est pas dans l'obligation de supporter des dettes de la filiale envers son groupe.

Aj. 7 : Dettes fournisseurs groupe

Il s'agit de la normalisation des dettes fournisseurs groupe par rapport à un délais de règlement considéré comme normal au business de LANON.

Nous avons aligné le DPO groupe avec le DPO des fournisseurs hors groupe, ce qui mène à une proposition d'abandon de dette d'un total de 803mDZD.

Aj. 8 : Dettes sur encaissements pour comptes

Il s'agit des dettes envers ENON liées aux encaissements, chez LANON, concernant l'exploitation du magasin (5).

Vue que ENON est en liquidation, cet ajustement vient compenser l'ajustement du risque de recouvrement des créances de cette dernière.

Aj. 9 : Emprunts

Il s'agit des dettes envers le groupe sur des charges qui ont été payées par ce dernier pour le compte LANON. Nous avons proposé d'ajuster les anciennes dettes qui aurait dû être payées dans un cadre normal de l'activité, parce qu'il s'agit dans ce cas des dette âgées.

Aj. 10 : Factures non parvenues ENON

Cette proposition d'abandon de dette concerne les factures non parvenues de ENON concernant principalement des régularisations sur bons d'achats consommés au magasin (5), et des provisions sur loyers des magasins (8) et (7).

Cet ajustement vient compenser l'ajustement du risque de recouvrement des créances de cette dernière, vue que ENON est en liquidation.

Aj. 11 : Autres dettes envers ENON

Ce sont des dettes âgées envers ENON liées au basculement, concernant principalement des salaires de l'ancien DG, ainsi que le loyer du magasin (9).

Cet ajustement vient compenser l'ajustement du risque de recouvrement des créances de cette dernière, vue que ENON est en liquidation.

Aj. 12 : Prestation de trésorerie et intérêts

Il s'agit des avances de trésoreries reçues par le groupe ainsi que les intérêts cumulés. Nous avons proposé de les abandonner vu que le business de LANON est générateur de cash par défaut, et que dans un cadre normal de son activité LANON n'aurait pas fait recours à des prestations de trésorerie.

La figure prochaine présente les principaux ajustements de ANCC – post abandon de dettes :

Figure 30: ANCC post abandon de dettes

Projet Distrib - Actif Net Comptable ajusté post abandon de dettes, Juin23															
En mDZD	Jui23	Aj. 1	Aj. 2	Aj. 3	Aj. 4	Aj. 5	Aj. 6	Aj. 7	Aj. 8	Aj. 9	Aj. 10	Aj. 11	Aj. 12	Total Aje	Jui23 Ajusté
Immobilisations incorp.	122	(80)	(7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(86)	36
Immobilisations corp.	1 428	-	(88)	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(85)	1 343
Immobilisations fin.	61	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	61
Impôts différés actif	47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	47
Actif Non Courant	1 657	(80)	(95)	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(171)	1 486
Stocks et en cours	495	-	-	-	-	(4)	-	-	-	-	-	-	-	(4)	491
Clients	669	-	-	-	(626)	-	-	-	-	-	-	-	-	(626)	42
Fournisseurs	(1 817)	-	-	-	-	-	-	803	-	-	-	-	-	803	(1 014)
BFR Opérationnel	(653)	-	-	-	(626)	(4)	-	803	-	-	-	-	-	173	(480)
Autres débiteurs	176	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	176
Autres créditeurs	(2 716)	-	-	-	-	-	2 140	-	292	-	26	22	21	2 501	(215)
BFR	(3 194)	-	-	-	(626)	(4)	2 140	803	292	-	26	22	21	2 674	(520)
Capital Net Investi	(1 536)	(80)	(95)	3	(626)	(4)	2 140	803	292	-	26	22	21	2 502	966
Emprunts et dettes fin.	(141)	-	-	-	-	-	-	-	-	118	-	-	-	118	(22)
Disponibilités	224	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	224
Trésorerie / Dette (Net)	83	-	-	-	-	-	-	-	-	118	-	-	-	118	202
Provision pour risques	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(3)
Impôts différés passif	(24)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(24)
Actif net	(1 480)	(80)	(95)	3	(626)	(4)	2 140	803	292	118	26	22	21	2 621	1 141

Source : Balance Générale Juin23, informations du management, et analyses de KPMG

L'ANCC poste abandon de dettes, affiche une valeur positive de 1141mDZD à Juin23, alors que le reporté et l'ajusté étaient de (1480)mDZD et (2281)mDZD respectivement, soit un total d'ajustements additionnels de 3,422mDZD.

L'abandon de dettes est une recapitalisation indirecte c'est à dire que le passif diminue sans que l'actif change, ce qui améliore mécaniquement ANCC.

Ainsi, l'abandon de dettes sont des conditions suspensives à la réalisation de la transaction Cela signifie que la transaction ne peut pas se clôturer tant que ces abandons n'ont pas été formellement accordés par LANON. C'est une protection juridique majeur pour l'acheteur MANTA

III. Impact de la due diligence financière sur la réévaluation de la transaction d'acquisition

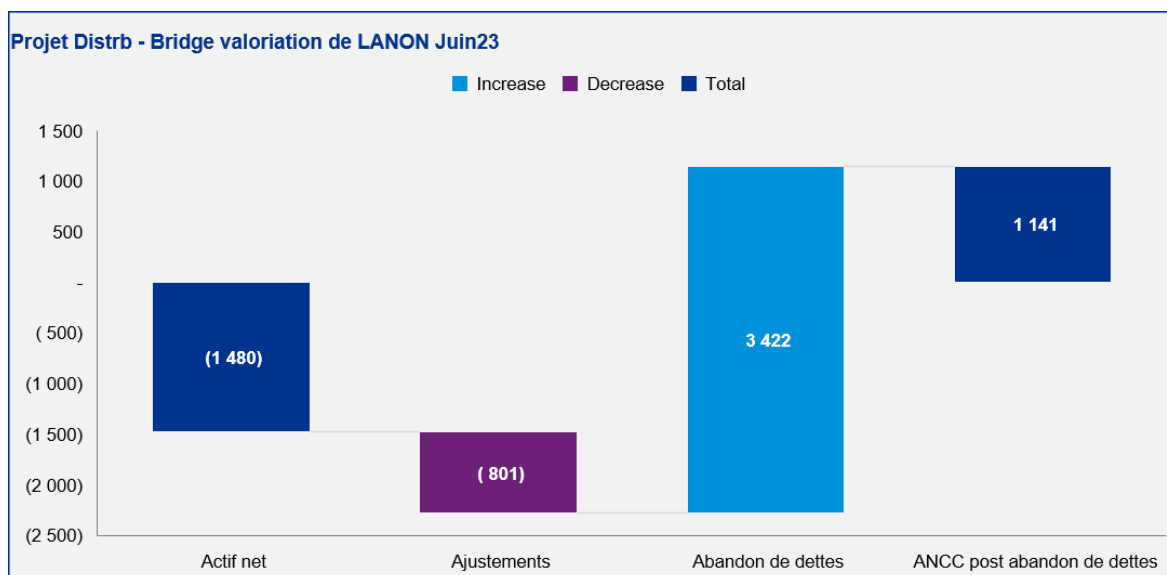
Un impact significatif sur la valeur de l'entreprise a été constaté, les deux figures suivantes montrent l'impact de la due diligence sur la valeur de la société :

Figure 31: Résumé des ajustements

Projet Distrib - Actif Net Comptable ajusté post abandon de dettes, Juin23															
En mDZD	Jui23	Aj. 1	Aj. 2	Aj. 3	Aj. 4	Aj. 5	Aj. 6	Aj. 7	Aj. 8	Aj. 9	Aj. 10	Aj. 11	Aj. 12	Total Aje	Jui23 Ajusté
Actif net	(1 480)	(80)	(95)	3	(626)	(4)	2 140	803	292	118	26	22	21	2 621	1 141

Source : Balance Générale Juin23, informations du management, et analyses de KPMG

Figure 32: Impact des ajustements sur la réévaluation de LANON



Source: Elaboration personnelle

D'après le graphique, nous pouvons constater, que les travaux de la due diligence financière ont mené à présenter la société cible LANON sous sa véritable réalité économique et financière.

La due diligence réalisée a contribué à identifier les risques liés à la transaction, les ajustements nécessaires en réponse à ces risques, ainsi que la définition de conditions suspensives pour la poursuite de la transaction, notamment dans notre cas l'abandon des dettes.

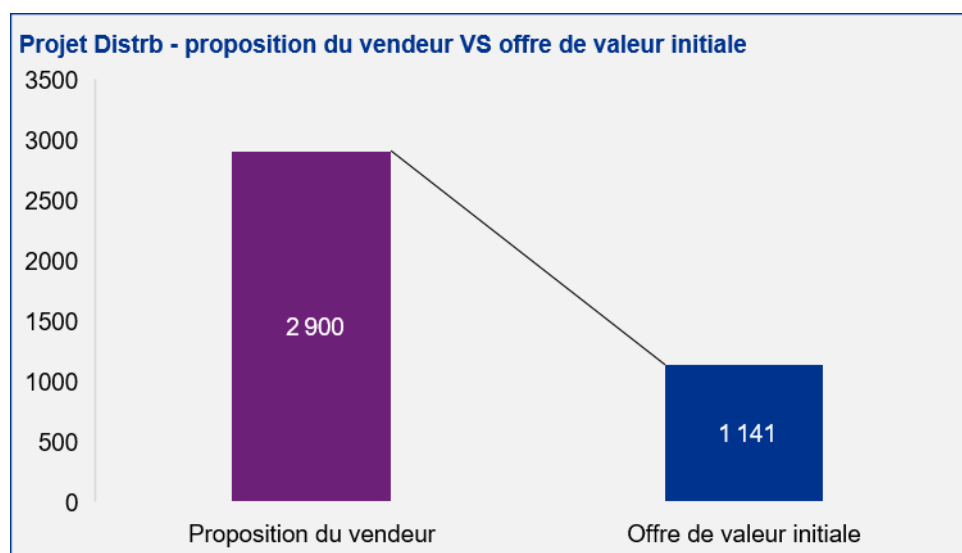
L'impact de la due diligence a conduit même à une réévaluation du prix de la transaction d'acquisition. Le vendeur groupe NBS avait initialement proposer une valeur de cession de 2900mDZD pour la vente de sa filiale LANON. Mais nous constatons que à la suite des résultats de la due diligence, les négociations ont pris une autre orientation, ce qui a permet de proposer une offre de valeur :

Figure 33: Proposition de valeur

Projet Distrib - Proposition de valeur, Juin23	
En m DZD	Juin 2023
Valeur patrimoniale reportée	(1 480)
Risque de non-recouvrement des créances ENON	(626)
Surestimation des immobilisation	(95)
Frais de développement	(80)
Perte de valeur immos	3
Surestimation stock	(4)
Valeur patrimoniale Ajustée	(2 281)
Dette fournisseurs d'immobilisations	2 140
Dettes Fournisseurs Groupe	803
Dettes sur encaissements pour comptes	292
Emprunts	118
FNPENON	26
Autres dettes envers ENON	22
Prestation de trésorerie et intérêt	21
Offre de valeur initiale	1 141

Source : Analyses de KPMG

La figure suivante présente L'impact des travaux de la due diligence financière effectués sur la réévaluation des prix de transaction d'acquisition :

Figure 34: Comparaison entre la proposition du vendeur et l'offre de valeur

Source: Élaboration personnelle

Ce graphique met en évidence l'impact significatif des travaux de due diligence financière sur l'évaluation de la société cible, en passant d'une valeur initiale de 2900mDZD proposée par le vendeur groupe NBS, à une proposition de valeur de 1141mDZD, soit une différence 1957mDZD.

Sans une due diligence l'acquéreur MANTA aurait payé 2900mDZD pour une société dont la valeur réelle est 1141mDZD, soit un sur paiement de 154%. Sans une due diligence la transaction aurait été conclue à un prix injustifiable.

L'analyse du cas pratique de la due diligence financière conduite par KPMG Algérie dans le cadre de l'acquisition de la société LANON par MANTA permet de dégager 3 dimensions complémentaires à travers lesquelles la due diligence a exercé un impact déterminant sur la réévaluation de la transaction d'acquisition :

1. Un outil d'identification des risques

La première dimension de l'impact de la due diligence se manifeste dans sa fonction fondamentale de l'identification des risques. L'analyse approfondie du bilan et du tableau des flux de trésorerie de la société LANON a permis à l'équipe KPMG de révéler un ensemble de risques matériels que l'acquéreur MANTA n'aurait jamais détecté par ses propres moyens, en l'absence d'une due diligence financière structurée.

Ces risques de nature diverse concernaient notamment la surestimation des immobilisations basculées depuis la société ENON, le risque de non-recouvrement des créances envers cette dernière qui était en liquidation, les anomalies de la gestion des stocks, ainsi que la fragilité de l'équilibre financier structurel de la cible, caractérisé par un besoin en fonds de roulement négatif, et une forte dépendance aux dettes fournisseurs.

2. Un outil de réévaluation patrimoniale fiable et cohérente

La deuxième dimension de l'impact concerne l'évaluation de la société cible. La situation financière particulière de LANON, caractérisée par des exercices dont l'EBITDA est négatif et un actif net comptable négatif (1480)mDZD à juin 2023 rendait inapplicables les méthodes de valorisation fondée sur les revenus, telles que la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) et la méthode des multiples de transactions comparables. En absence de bénéfices positifs ou prévisibles à court terme, ces approches n'auraient produit aucune valeur défendable.

C'est dans ce contexte que la due diligence financière a joué un rôle central en permettant la mise en œuvre rigoureuse de la méthode l'ANCC, seule approche applicable à une cible en liquidation. Les travaux de due diligence ont conduit à l'identification de 5 ajustements significatifs portant sur les postes d'actif et de passif du bilan, pour un montant total de (801)mDZD, ramenant l'ANCC ajusté à (2281)mDZD contre (1480) en valeur comptable reportée

Loin d'être un résultat défavorable, cet ANCC encore plus négatif constitue précisément la valeur ajoutée de la due diligence, il présente la société cible sous sa véritable réalité économique et financière, corrigeant les surévaluations d'actifs et les sous-évaluations de passifs que les états financiers ne reflétaient pas. Sans ces retraitements, l'acquéreur aurait fondé sa décision sur une valeur patrimoniale inexacte, sous estimant le déficit réel de la cible de (801)mDZD.

3. Un outil de négociation et de protection juridique

La troisième dimension réside dans le rôle de la due diligence comme outil structurant de la négociation et instrument de protection juridique pour l'acquéreur.

Face à un ANCC négatif de (2281)mDZD, rendant toute valorisation positive impossible et la transaction non viable en l'état, l'équipe de KPMG a procédé à l'identification des dettes dont l'abandon conditionnel constituait la seule voie permettant de dégager une valeur positive pour la cible. Sept ajustements supplémentaires portant sur des dettes intra-groupe ont été identifiés pour un montant total de 3422mDZD.

L'abandon de ces dettes, formulé comme condition suspensive à la réalisation de la transaction, a produit un double effet, d'une part il a transformé l'ANCC en une valeur positive de 1141mDZD constituant la proposition de prix d'achat. D'autre part il a conféré à ces conditions suspensives la nature des véritables deal breaker, c'est à dire que la transaction serait annulée si ces abandons n'étaient pas formellement accordées par le groupe NBS.

Conclusion Générale

Dans un contexte économique en évolution constante, les opérations de fusion-acquisition (M&A) sont devenues un moyen important pour les entreprises de se développer et de créer de la valeur. Ces transactions impliquent souvent des montants élevés et peuvent avoir des conséquences durables pour les parties concernées. Cependant, elles comportent des risques importants, liés à l'asymétrie d'information entre les acquéreurs et les vendeurs.

Face à cette réalité, la due diligence s'est progressivement imposée comme un mécanisme incontournable de sécurisation des décisions d'investissement, permettant de réduire l'incertitude, d'identifier les risques cachés et de fonder la valorisation sur une base fiable et vérifiée. Son rôle dépasse aujourd'hui la simple vérification comptable pour devenir un instrument stratégique à part entière dans la structuration et la négociation des transactions M&A.

Cette mission de due diligence a produit des résultats riches et structurés, qui s'articulent autour de trois dimensions d'impact de la due diligence sur la transaction. Ces résultats permettent de répondre à notre problématique centrale et de valider l'ensemble des hypothèses formulées en introduction.

La première hypothèse est confirmée, contrairement à l'audit comptable qui vise à certifier la conformité des comptes annuels, la due diligence financière s'est orientée vers l'identification des risques matériels susceptibles d'affecter la valeur de la cible et éclairer la décision d'acquisition de MANTA à travers la production d'une information fiable. Cette distinction réside dans des analyses qui ont dépassé une simple vérification comptable.

La deuxième hypothèse est confirmée, les travaux de la due diligence conduits par KPMG se sont traduits par des ajustements mesurables sur les principaux agrégats financiers de la société LANON. Cinq ajustements ont conduit à un ANCC retraité de (2281)mDZD, révélant un déficit réel supérieur de 801mDZD à la valeur comptable reportée de (1480)mDZD. Ces ajustements démontrent que la valeur présentée par le cédant ne reflète pas la réalité économique et financière de la cible, et que l'intervention de la due diligence a conduit à une réévaluation significative et chiffrée de sa valeur.

La troisième hypothèse est confirmée, les risques identifiés lors de la due diligence financière ont également aidé à la définition de mécanismes de protection pour l'acquéreur. Sept conditions suspensives d'abandon de dettes intra-groupe, pour un montant total de 3422mDZD ont été formulées sur la base directe des conclusions des travaux de due diligence. Ces conditions suspensives constituent une protection pour MANTA et une condition essentielle à la réussite de la transaction, leur réalisation a permis de faire passer l'ANCC d'une valeur négative à une valeur positive de 1141mDZD fournissant ainsi une base plus fiable pour la négociation du prix final.

En réponse à notre problématique centrale, nous pouvons donc conclure que la due diligence financière exerce un impact significatif et mesurable sur la réévaluation des

transactions M&A. Dans le cas étudié, cet impact s'est traduit non seulement par un ajustement quantifiable du prix de transaction, mais également par la redéfinition des conditions structurelles rendant la transaction possible là où elle était initialement non viable.

Il est nécessaire de préciser que la proposition de valeur de 1141mDZD issue des travaux de due diligence financière constitue une base de négociation initiale et non un prix d'acquisition définitif. Cette valeur sera consolidée avec les conclusions des autres types de la due diligence effectués, avant que les parties s'engagent sur un prix final lors de la phase de négociation et de closing.

Sur le plan académique, ce mémoire apporte une contribution à la littérature sur la due diligence en faisant un cas empirique dans un contexte peu étudié. Sur le plan professionnel, ce mémoire offre aux praticiens des transactions M&A une grille d'analyse structurée de l'impact de la due diligence. Sur le plan personnel, la conduite de cette recherche nous a permis d'intégrer des compétences académiques acquises au cours de notre cursus dans un monde professionnel.

La principale limite de cette recherche réside dans son fondement méthodologique, l'étude d'un cas unique ne permet pas de généraliser les conclusions à l'ensemble des transactions M&A. Un test sur un échantillon élargi de transactions comparables, de même taille, de même secteur aurait considérablement renforcé la portée des résultats, cependant, cela est difficile à réaliser, surtout dans le contexte algérien, où les transactions M&A sont rares et restent très confidentielles.

Les résultats de ce mémoire ouvrent plusieurs perspectives de recherches futures qui méritent d'être effectuées ; la première perspective consiste à étudier l'impact de l'intelligence artificielle sur les travaux de la due diligence, en analysant comment les outils d'automatisation et d'analyse de données massives transforment la rapidité et la fiabilité des investigations préalables aux transactions M&A. Une deuxième perspective réside dans une étude comparative des pratiques de due diligence entre le marché algérien et les autres marchés dans le monde. La troisième perspective consiste à conduire une étude empirique sur un échantillon de transactions M&A.

Bibliographie

I. Ouvrages

- Berkman Jeffrey W. (2013), *Due Diligence and the Business Transaction: Getting a Deal Done*, Apress, New York
- Bragg Steven M. (2008), *Mergers & Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley & Sons Inc., Hoboken
- Cartwright Sue et Cooper Cary L. (2000), *HR Know-How In Mergers and Acquisitions, Developing Practice*, Institute of Personnel and Development, Londres
- Chatterjee B. D. (2020), *A Practical Guide to Financial Due Diligence*, Bloomsbury Publishing India, New Delhi
- Coté André C. (1989), « Aspects et implications juridiques des restructurations » [dans] *Acquisition ou Fusion d'Entreprises et Emplois*, Editions Yvon Blais, Montréal, Québec
- La Bruslerie Hubert (2010), *Analyse Financière*, collection Gestion – Finance, DUNOD, Paris
- DePamphilis Donald M. (2018), *Mergers Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Elsevier, Cambridge, Massachusetts
- Gliz Abdelkader (2020), *L'Evaluation de L'Entreprise*, BERTI Editions, Alger
- Howson Peter (2003), *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing Limited, Aldershot, Hampshire
- Legros Georges (2015), *L'évaluation des entreprises*, collection Gestion – Finance, DUNOD, Paris
- Meier Olivier et Schier Guillaume (2008), *Fusions Acquisitions : Stratégie – Finance – Management*, Gestion Sup / Management Sup, DUNOD, Paris
- Rosenbaum Joshua et Pearl Joshua (2009), *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey

II. Articles scientifiques

- Araz Nilgün Dinçer (2020), « Duty of Diligence (Diligentia) as a Contractual Responsibility Criteria in the Roman Law », *Revue de la faculté de droit de university Dokuz Eylül*, n°1, vol. 22, p. 171.
- Bartolini Giulio (12/2020), « The Historical Roots of the Due Diligence Standard » [dans] *Due Diligence in the International Legal Order*, Oxford University Press, pp. 23-41.

CHERIFI Mouldjillali, « Les opérations de fusions des sociétés en Algérie », *Revue Finance et Marchés*, pp. 74-97.

Davey J.A., Kinicki A., Kilroy J. et Schenk C. (1988), « After the Merger: Dealing with People's Uncertainty », *Training and Development Journal*.

Peters Anne, Krieger Heike et Kreuzer Leonhard (2020), « Due Diligence: The Risky Risk Management Tool in International Law », *Cambridge International Law Journal*, n°02, vol. 9, pp. 121-136.

Viesturs Janis et Auzins Armands (05/03/2015), « Real Estate Due Diligence Process in International Real Estate Transactions in Latvia », *Baltic Journal of Real Estate Economics and Construction Management*, n°2015/3, vol. 3, pp. 91-102

III. Rapports et documents institutionnels

OCDE (2018), *Guide OCDE sur le devoir de diligence pour une conduite responsable des entreprises*, Paris.

IV. Articles en ligne

Anteagroup (2022), « La Due Diligence Environnementale, un processus clé dans les transactions immobilières », disponible sur : <https://www.anteagroup.fr>, consulté le 05/05/2026

Black's Law Dictionary, « Due Diligence », disponible sur : <https://thelawdictionary.org>, consulté le 04/05/2026

Deloitte Czech Republic, « IT Due Diligence », disponible sur : <https://www.deloitte.com>, consulté le 09/05/2026.

European Institute of Management & Finance, « What's the Difference Between Due Diligence and an Audit? », disponible sur : <https://eimf.eu/whats-the-difference-between-due-diligence-and-an-audit/>, consulté le 23/02/2026

Goldman Sachs, « M&A Volume Expected to Surge This Year Despite Economic Uncertainty », disponible sur : <https://www.goldmansachs.com>, consulté le 23/04/2026

PwC France, « Conseil en due diligence financière », disponible sur : <https://www.pwc.fr>, consulté le 06/05/2026

V. Divers

KPMG Algérie, *Documents internes et analyses*, Alger

Table des matières

Sommaire.....	I
Dédicaces.....	II
Remerciements.....	III
Liste des figures.....	IV
Liste des tableaux.....	V
Liste des abréviations.....	VI
Résumé	VII
Abstract.....	VIII
Introduction générale	1
CHAPITRE 01 : Fondements théoriques de la due diligence et de valorisation d'entreprises...	4
Section 01 : Cadre conceptuel de la due diligence	5
I. Généralités sur la due diligence	6
1. Définition de la due diligence	6
2. Evolution historique de la Due Diligence.....	7
3. Les objectifs de la due diligence	9
4. Les principes de la due diligence	10
II. La différence entre un audit et une due diligence	11
III. Les types de la due diligence	13
1. Selon la partie qui initie la transaction.....	13
2. Selon la nature des travaux	15
IV. Les acteurs, le processus et les outils de la due diligence.....	21
1. Les acteurs de la due diligence	21
2. Le processus de la due diligence.....	22
3. Les outils de la due diligence.....	25
Section 02 : Les transactions de fusions-acquisitions et la due diligence financière	28
I. Les fusions et acquisitions (M&A)	29
1. Fusion de sociétés	29
2. Acquisition de sociétés	31
3. Les types de fusions-acquisitions.....	32
4. Les motifs derrière les fusions-acquisitions	34

5. Processus de fusion-acquisition	120
II. La due diligence financière	35
1. Définition de la due diligence financière	40
2. Les travaux d'une due diligence financière	41
3. Avantages et limites de la due diligence financière	44
III. Les différentes méthodes de valorisation d'une entreprise	45
1. Approche patrimoniale.....	45
2. Approche par les revenus.....	52
3. Approche analogique	60
CHAPITRE 02 : Impact de la due diligence financière sur la réévaluation des transactions M&A.....	65
Section 01 : Présentation de l'entreprise d'accueil	66
I. Présentation de KPMG Global	67
1. Valeurs de KPMG	67
II. Présentation de KPMG Algérie.....	68
1. Structure organisationnelle.....	69
III. Présentation du département Deal Advisory – M&A	72
1. Les activités du département.....	72
Section 02 : La réévaluation des entreprises dans le cadre de la due diligence	74
I. Présentation du contexte de la mission	75
1. Les objectifs de la mission de due diligence financière.....	77
2. Les motivations derrière l'acquisition.....	77
II. Le déroulement de la due diligence financière	78
1. Un vue d'ensemble sur la cible.....	79
2. Qualité de l'information financière.....	82
3. Présentation du compte de résultat et le choix de méthode d'évaluation	86
4. Revue du bilan – Quality of Assets.....	87
5. Revue du Tableau des flux de trésorerie – TFT	103
6. Risques identifiés à la suite de l'opération de due diligence.....	104
7. L'actif net comptable ajusté – ANCC	107
8. Actif net comptable ajusté – La suppression de l'impact de l'endettement.....	108
III. Impact de la due diligence financière sur la réévaluation de la transaction d'acquisition.....	111
1. Un outil d'identification des risques	113

	121
2. Un outil de réévaluation patrimoniale fiable et cohérente	113
3. Un outil de négociation et de protection juridique.....	114
Conclusion Générale.....	115
Bibliographie.....	117