

## Louvain School of Management

# Identification d'indicateurs de succès des fusions et acquisitions

Mémoire projet réalisé par  
**Baptiste Knops**  
en vue de l'obtention du titre de  
**Master 120 crédits en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée**

Promoteur(s)  
**Luc Henrard**

Année académique 2017-2018



**Avant-propos**

Au terme de ce travail, je souhaiterais remercier mon promoteur, le professeur Luc Henrard, pour son expertise, ses conseils judicieux et ses feedback encourageants. Je remercie aussi l'équipe de Private Equity chez BNP Paribas Fortis, chez qui j'ai réalisé mon stage et dont les discussions et l'expérience partagée ont contribué à construire ma réflexion autour du sujet de mon mémoire. Je remercie également les personnes de mon entourage qui ont accepté de faire une relecture finale de mon mémoire.

## Table des matières

|                                                                                                |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Introduction .....</b>                                                                      | <b>1</b>  |
| <br><b>PARTIE 1 : REVUE DE LITTÉRATURE .....</b>                                               | <b>2</b>  |
| <b>1. Caractérisation des M&amp;A.....</b>                                                     | <b>2</b>  |
| 1.1. Qu'entend-t-on par M&A ? .....                                                            | 2         |
| 1.2. Les motivations des entreprises à s'engager dans des M&A .....                            | 5         |
| 1.3. Les étapes classiques d'une M&A .....                                                     | 9         |
| 1.4. Évolution des M&A au cours des dernières décennies .....                                  | 12        |
| <b>2. L'efficacité d'une M&amp;A, un pilier essentiel de la vie d'une entreprise .....</b>     | <b>14</b> |
| <b>3. Les critères de réussite d'une M&amp;A .....</b>                                         | <b>16</b> |
| 3.1. Définition des différentes dimensions considérées lors de l'évaluation<br>d'une M&A ..... | 16        |
| 3.2. Définition des mesures permettant d'évaluer le succès d'une M&A.....                      | 19        |
| <b>4. Comment les entreprises parviennent-elles à un succès lors d'une M&amp;A ? .....</b>     | <b>23</b> |
| 4.1. Des points d'attention tout au long du processus .....                                    | 23        |
| 4.2. La reproductibilité d'un modèle.....                                                      | 26        |
| <b>5. Conclusion : des indicateurs pour évaluer le succès des M&amp;A.....</b>                 | <b>30</b> |
| <br><b>PARTIE 2 : DÉMARCHE EMPIRIQUE .....</b>                                                 | <b>32</b> |
| <b>1. Méthodologie.....</b>                                                                    | <b>32</b> |
| 1.1. Question de recherche et paradigme épistémologique.....                                   | 32        |
| 1.2. Démarche qualitative et étude de cas .....                                                | 32        |
| 1.3. Critères de sélection des cas étudiés .....                                               | 33        |
| 1.4. Cadre d'analyse .....                                                                     | 36        |
| <b>2. Focus sur des opérations performantes et d'autres moins performantes.....</b>            | <b>37</b> |
| 2.1. <i>Deal</i> performant : Pfizer – Wyeth (2009) .....                                      | 37        |
| 2.2. <i>Deal</i> performant : Merck & Company – Schering Plough (2009) .....                   | 40        |
| 2.3. <i>Deal</i> non performant : Perrigo – Omega Pharma .....                                 | 43        |

|                                                                             |               |
|-----------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>3. Analyse des facteurs de succès et d'échecs de ces opérations.....</b> | <b>46</b>     |
| 3.1. Premier <i>deal</i> : Pfizer-Wyeth .....                               | 46            |
| 3.2. Deuxième <i>deal</i> : Merck-Schering Plough .....                     | 53            |
| 3.3. Troisième <i>deal</i> : Perrigo-Omega Pharma .....                     | 62            |
| <b>4. Conclusion.....</b>                                                   | <b>72</b>     |
| <br><b>Bibliographie .....</b>                                              | <br><b>78</b> |
| <b>Annexes.....</b>                                                         | <b>82</b>     |

## Introduction

À travers ce travail, nous allons nous intéresser à une pratique ancienne et extrêmement répandue dans le monde financier : les opérations de fusions et acquisitions. En effet, celles-ci ne sont pas nouvelles et le contexte économique actuel laisse penser qu'elles vont continuer à être de plus en plus importantes dans les années à venir. Bien que leurs motivations aient changé au cours des années, nous allons tenter ici d'explorer l'impact des fusions et acquisitions sur les performances d'une entreprise, et également examiner la manière de mesurer ces performances. L'objectif de ce travail est de proposer et de tester des indicateurs de succès ou d'échec de ce type d'opérations financières. La réflexion est organisée autour de deux axes, d'une part, la construction d'un modèle analytique exploratoire et, d'autre part, son application à des cas concrets choisis en fonction de critères de pertinence au regard des objectifs de l'analyse et du climat actuel de l'activité M&A.

Dans un premier temps, une revue de littérature scientifique permet de préciser les éléments clés d'une fusion et/ou acquisition, ainsi que les contours d'un processus classique de mise en œuvre. Cette synthèse analytique met en évidence plusieurs paramètres de base mobilisables pour caractériser toutes les M&A étudiées. Elle conduit également à identifier des indicateurs financiers et opérationnels qui apparaissent pertinents pour évaluer la performance. Ces divers éléments sont utilisés pour élaborer un cadre analytique qui articule la caractérisation des opérations et l'examen d'une série d'indicateurs. Dans un second temps, ce modèle analytique est appliqué à trois études de cas choisies au sein d'un même secteur : l'industrie pharmaceutique. Cette partie empirique met la construction théorique à l'épreuve des faits. Enfin, un regard critique sur la démarche conduit à en préciser la portée, les limites et les points de développement.

L'objectif de ce mémoire n'est pas de proposer une analyse quantitative pointue de l'activité M&A, mais bien de proposer un modèle exploratoire d'analyse qu'il serait possible de généraliser à terme via d'autres études, notamment dans différents secteurs et dans un échantillon plus diversifié d'opérations.

## PARTIE 1 : REVUE DE LITTÉRATURE

### 1. Caractérisation des M&A

#### 1.1. Qu'entend-t-on par M&A ?

Lorsque l'on évoque une M&A, on fait référence à ce que l'on appelle en français une fusion ou acquisition qui est la traduction de « *Merger & Acquisition* » ou « M&A » en anglais. Une M&A est donc une opération réalisée entre deux entreprises pouvant être cotées en bourse ou non, et présentant la particularité de regrouper en réalité deux actions que l'on peut qualifier de différentes. En effet, comme le définissent Georgios et Georgios (2011), dans une fusion, deux entreprises (l'acquéreur et la cible) ou plus se rapprochent et deviennent une seule entreprise tandis que lors d'une acquisition, une grande entreprise financièrement solide (l'acquéreur) achète la petite entreprise (la cible). Cette décision peut être motivée par différentes raisons allant d'aspects purement financiers à des aspects uniquement managériaux ou concurrentiels (qui seront développés dans le point suivant). Ce processus peut entraîner différents résultats selon le type de M&A réalisé et les décisions prises par les deux entreprises.

Avant d'analyser en détail les distinctions entre les différents types d'opérations M&A, il est d'abord essentiel de bien distinguer ce qui différencie une **fusion** (*Merger*) et une **acquisition** (*Acquisition*). Dans un premier temps, comme définit par le site *Investopedia* (2015), lorsque l'on évoque une fusion dans le cadre d'une M&A, cela fait référence à une opération où à la fois le conseil d'administration de l'acquéreur et celui de la cible décident de combiner les actifs de leurs entreprises afin que la cible soit intégrée par l'acquéreur. Cette opération entraîne alors la disparition de la cible qui est effectivement intégrée dans les actifs de l'acquéreur et voit théoriquement son nom disparaître. Dans un second temps, une acquisition réalisée dans le cadre d'une M&A est également définie comme étant une opération où le conseil d'administration de l'acquéreur décide d'acquérir une part majoritaire de la cible. Cela n'entraîne pas la disparition de la cible mais un véritable tournant dans son management. En effet, suite au changement de majorité, la cible peut voir toute sa structure, ses stratégies et ses objectifs changer radicalement.

Une première importante clarification à apporter est celle concernant l'impact des décisions prises par les conseils d'administration sur le résultat de l'opération. Effectivement, lors de la conclusion de la transaction, les deux entreprises peuvent décider soit que la cible va être intégrée au sein de l'organisation de l'acquéreur dans le cadre d'une fusion ou qu'elle restera une entité unique avec une majorité différente dans le cadre d'une acquisition, soit qu'une nouvelle entreprise sera constituée. Cette dernière option apparaît lorsque les actionnaires des deux compagnies s'accordent pour consolider leurs entreprises et donc former une nouvelle entité. Cela ne peut toutefois se réaliser que lorsqu'ils sont parvenus à un accord commun où ils définissent la répartition des parts de la nouvelle entreprise.

Il est également nécessaire de mentionner la distinction entre deux types généraux de M&A, indépendant du fait que la M&A concerne une fusion ou une acquisition. Ces deux types de transactions sont appelés ***Scale Deal*** et ***Scope Deal***. Le premier est réalisé lorsque l'acquéreur désire, en fusionnant avec ou en acquérant la cible, étendre sa présence sur son marché ou un marché très proche (Rouse et Frame, 2009). En effet, cette opération est réalisée lorsque l'acquéreur désire asseoir encore plus sa position sur le marché, éliminer un potentiel compétiteur, ou bien profiter d'une technologie développée par la cible et qui coûterait trop cher à l'acquéreur de développer. Le second *deal*, lui, est réalisé dans le cadre d'un désir d'expansion dans de nouveaux marchés, produits ou chaînes de distribution de la part de l'acquéreur (Rouse et Frame, 2009). L'acquisition ou fusion de/avec la cible lui permet alors d'avoir accès à un ensemble de possibilités dont l'entreprise ne disposait pas auparavant avec son business originel.

Maintenant que ces différents points ont été éclaircis, il est intéressant de préciser aussi les quatre types généraux possibles de M&A. En effet, lorsque l'on discute des cas de M&A, on tente de distinguer s'il s'agit d'un *scope deal* ou d'un *scale deal*, mais également si l'opération étudiée constitue une M&A horizontale, verticale, concentrique ou conglomérat. Cette distinction, qui fut notamment mise en évidence par Tremblay et Tremblay (2012), est importante car elle permet de cerner plus clairement quels sont les objectifs poursuivis par l'acquéreur.

Une opération peut être définie comme étant une **M&A horizontale** lorsque l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une société opérant sur le même marché et qui offre des produits ou services similaires ou très proches de ceux offerts par l'acquéreur. Ces M&A horizontales ont donc lieu entre des entreprises opérant dans la même industrie, et qui sont à la même étape de production. Ce type d'opérations est entrepris généralement pour deux raisons : bénéficier d'économies d'échelle et/ou éliminer un concurrent. Elles peuvent permettre de réduire les coûts en éliminant des activités inutiles et coûteuses qui peuvent être redondantes dans la nouvelle entité.

Un autre type d'opérations sont les **M&A verticales**. Elles apparaissent lorsque l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise présente dans la même chaîne de valeur mais se situant à une étape de production différente. Cela apparaît, par exemple, lorsque l'acquéreur décide d'acquérir ou de fusionner avec un de ses fournisseurs ou un de ses détaillants. Ce type de transaction est souvent motivé par l'opportunité de réduire significativement ses coûts, et donc potentiellement d'augmenter sa marge de profit. L'acquéreur peut également vouloir réaliser une telle opération afin de s'assurer d'être approvisionné (ou distribué dans le cas d'un détaillant) sans perturbation, ou bien parce que l'opération lui permet de restreindre la flexibilité de ses concurrents.

Une troisième sorte de M&A est ce qu'on appelle les **M&A concentriques**. Ces opérations apparaissent lorsque l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise opérant dans la même industrie et fournissant à la même clientèle un produit ou service différent. En effet, la complémentarité existant entre ces deux offres différentes est souvent ce qui motive l'acquéreur d'entreprendre de telles opérations. Cette complémentarité entre les produits ou services peut permettre, dans le cadre d'une M&A concentrique, d'accroître les ventes des deux produits en les proposant aux consommateurs sous un format groupé. De plus, ce genre d'opération permet aussi à l'acquéreur de se diversifier au sein de son industrie, et donc d'augmenter potentiellement ses profits.

Enfin, le dernier type de M&A identifié est **l'opération conglomérat**. Ce type d'opération peut être défini comme étant l'ensemble des opérations n'entrant pas dans les critères des trois profils de M&A définis plus haut. Effectivement, ce qu'on appelle une M&A

conglomérat est une opération où l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise opérant dans une industrie totalement différente de la sienne, et qui n'a aucun lien dans la chaîne de valeur de l'acquéreur. Comme le précise Higgins et Schall (1975), alors que les fusions horizontales et verticales concernent des entreprises opérant dans des marchés communs ou liés, les opérations conglomérats ont lieu entre deux entités qui n'ont aucun lien entre elles. Cet ensemble d'opérations conglomérats est souvent motivé par un désir de diversification qui peut permettre d'une certaine façon de réduire l'exposition au risque de l'acquéreur.

### **1.2. Les motivations des entreprises à s'engager dans des M&A**

Lorsqu'il est question de M&A, le panel d'entreprises pouvant être impliquées dans ce genre d'opération peut s'avérer très large. Cela peut concerner deux entreprises majeures cotées en bourse, comme cela peut concerner deux entreprises beaucoup plus petites et qui n'ont encore jamais réalisées d'introduction en bourse. Cette énorme diversité de possibilités a évidemment des conséquences significatives sur les différentes motivations entraînant de telles opérations. En effet, une entreprise considérée comme leader de son marché ne réalisera évidemment pas une M&A pour les mêmes raisons qu'une petite ou moyenne entreprise désirant s'étendre sur son marché. Ainsi la diversité en termes de raisons poussant des entreprises à réaliser une M&A est très large. Cela est notamment démontré dans l'étude de Hankir et al. (2011) où l'on aperçoit que même la dimension de pouvoir de marché, pourtant intuitivement considérée comme la plus fréquente, n'apparaît que pour 10.8% seulement des cas étudiés comme la raison de la M&A.

Il existe toutefois certaines raisons qui apparaissent très fréquemment lorsqu'une entreprise envisage une M&A (peu importe sa situation). Ces différentes motivations ont déjà été identifiées dans de multiples articles scientifiques ou revues de littérature dont notamment la synthèse de Goedhart et al. (2017). Ces motivations peuvent être considérées comme des « références » lorsque l'on traite les M&A et peuvent poursuivre un de ses six objectifs suivants (Goedhart et al., 2017) :

### 1. *Améliorer la performance de la cible*

Cela fait référence à des stratégies établies par l'acquéreur afin souvent de réduire drastiquement les coûts de la cible, et ainsi d'augmenter les marges et les cash-flows. Cependant, dans ce genre de stratégies, il est important d'avoir bien identifié la cible et de bien connaître le type d'entreprise il s'agit. En effet, ces types de stratégie peuvent se révéler très efficaces lorsqu'on les réalise sur des compagnies disposant de faibles marges et d'un faible retour sur capital investi (ROIC). Elles le sont en particulier lorsque l'objectif est d'améliorer les marges et les cash-flows d'une cible disposant déjà de marges et cash-flows importants. On remarque que ce type d'objectif est très souvent poursuivi par les fonds de Private Equity car il représente un moyen plus ou moins simple d'accroître la valeur de la cible via une réduction de ses coûts.

### 2. *Obtenir un accès plus rapide pour les produits (de la cible ou de l'acquéreur) dans de nouveaux marchés*

C'est une raison très fréquente qui permet à de nombreuses petites ou moyennes entreprises disposant de produits innovants de résoudre un problème récurrent, celui d'atteindre son potentiel total. Effectivement, beaucoup d'entreprises de ce genre ne disposent malheureusement pas des ressources nécessaires pour s'assurer que leurs produits soient présents sur l'ensemble des marchés possibles, et donc de réaliser leur potentiel maximum. Une M&A devient donc intéressante car elle va permettre à la fois à l'acquéreur d'utiliser ses importantes capacités de vente à grande échelle pour augmenter les ventes des produits de la cible, mais également dans certains cas parvenir à augmenter ses propres revenus. Une opération de M&A permet donc à la cible de pénétrer des nouveaux marchés avec ses produits de manière beaucoup plus rapide et moins coûteuse.

### 3. *Enlever de la capacité excédentaire dans le secteur*

Ce type de stratégies apparaît très majoritairement dans des marchés matures, où il existe une offre excédentaire empêchant soit des entreprises leaders d'étendre

encore plus leur présence, soit des entreprises de taille plus moyenne de continuer à croître. Cette opportunité/motivation représente une alternative très intéressante pour de nombreuses compagnies car elle leur permet, en se regroupant via une fusion ou une acquisition et/ou une consolidation, de fermer plusieurs sites de production. Ceci est plus compliqué lorsqu'une entreprise décide seule de fermer un (ou plusieurs) site(s) car cela réduit directement sa taille et peut l'affaiblir à terme vis-à-vis de ses concurrents.

Cette méthode présente toutefois des inconvénients. En effet, bien qu'elle permette de créer de la valeur de manière intrinsèque, elle ne crée cette valeur que pour les actionnaires de la cible principalement et non pour ceux de l'acquéreur (ce qui est souvent le cas dans une M&A). De plus, ce type de stratégies constitue également un point positif pour les autres concurrents du marché qui eux aussi bénéficient d'une réduction de l'offre.

#### *4. Acquérir des compétences ou des technologies plus vite et à un moindre prix*

Lorsqu'une société opère dans un marché où les innovations peuvent représenter des investissements très conséquents et donc des coûts importants pour l'entreprise, une opération M&A constitue une parfaite solution pour faire face à ce problème. Effectivement, elle permet à la fois d'obtenir ces innovations de manière plus rapide et à un coût moins élevé (par rapport à son développement complet), mais également d'éviter qu'un concurrent s'empare de la technologie, et/ou aussi de payer des royalties à la société cible qui a développé la technologie. Il est toutefois nécessaire de faire très attention à ne pas surpayer la cible lors de l'opération, au risque de payer finalement plus cher le prix total de la technologie.

#### *5. Exploiter les opportunités d'économies d'échelle propre à un business*

Cette cinquième raison représente un important leitmotiv de nombreuses M&A. Elle touche aux économies d'échelle, qui sont un moyen aisément identifiable pour créer de la valeur. Toutefois, une certaine prudence reste indispensable. En effet, une opération de fusion ou d'acquisition réalisée dans le but d'exploiter certaines

économies d'échelle dans un marché peut constituer une opération très intéressante lorsqu'une grande entreprise décide d'acquérir une entreprise plus modeste avec laquelle elle entretient une relation commerciale. Cependant, là où la prudence est requise, c'est lorsque deux entreprises importantes en taille décident de réaliser une M&A dans le but d'exploiter des économies d'échelle. Cela peut paraître paradoxal car deux grandes entreprises reflètent à priori une certaine stabilité. Néanmoins elles opèrent très souvent déjà avec des économies d'échelle presque maximales, rendant ainsi la M&A quasiment incapable de créer plus de valeur à terme. En effet, il est fréquent qu'une M&A uniquement motivée par une volonté de réduction des coûts tende à échouer. Une étude Wharton réalisée au cours de la période la plus dense en termes d'activité M&A avait mis en évidence cette tendance, pointant que les M&A motivées uniquement par cette raison réalisaient des réductions de coûts inférieures à celles réalisées par les entreprises restées indépendantes (Martin Roll Company, 2016).

6. *Acquérir des jeunes sociétés présentant d'intéressantes perspectives de croissance et les aider à croître*

Cette dernière motivation représente sans doute la raison la plus intéressante pour un acquéreur, mais également la plus compliquée à réaliser parfois car il faut être capable d'identifier une jeune entreprise qui possède les atouts suffisants pour une croissance future significative. Il est important de noter qu'une telle stratégie requiert une approche managériale bien définie. L'acquéreur doit, en effet, être clairement disposé à faire des investissements dans les premières étapes de la cible, être prêt à voir certains de ses investissements échouer, et disposer des capacités et de la patience nécessaires pour faire croître la jeune cible.

Bien que ces six motivations représentent probablement les raisons les plus fréquentes poussant des entreprises à vouloir réaliser une M&A, il est nécessaire de préciser que chaque opération est unique et cela nécessite qu'elle soit appréhendée à l'aide d'une

logique stratégique propre. En effet, comme l'explique Goedhart et al. (2017), chaque équipe de management dans les opérations les plus réussies ont « *des idées de création de valeur bien structurées et spécifiques* ». Cela leur permet d'éviter toute définition d'une stratégie, ou d'un élément de la stratégie de M&A, pouvant entraîner des points d'ombre et d'interrogations quant à certaines actions à entreprendre ou non, et selon quelles modalités. Pour parvenir à cela, il faut donc appréhender l'opération de manière unique et établir une stratégie propre établissant précisément quelles sont les motivations derrière l'opération. Effectivement, se calquer sur une logique stratégique utilisée lors d'une précédente opération réussie ne ferait que créer ces zones d'ombre et d'interrogation mentionnées plus haut.

### **1.3. Les étapes classiques d'une M&A**

Les opérations de fusion/acquisition ont l'avantage d'avoir un processus de réalisation particulièrement commun, qui se présente quasiment chaque fois. Comme le précise Melhem et al. (2009), peu importe la taille des entreprises impliquées, le processus d'une M&A restera le même, seule sa complexité variera. Ce processus comporte six étapes majeures qui peuvent, d'un modèle à l'autre, changer de dénomination et/ou changer un peu de définition. Parmi ces six étapes, on en retrouve cinq décrites par Weber et al. (2014) qui sont les étapes une à quatre et la sixième. En effet, la transaction est parfois introduite dans la *due diligence* ou dans l'étape d'intégration. Toutefois, il semblait pertinent de la mentionner ici.

Ces étapes représentent la base du processus opérationnel d'une M&A et donnent lieu à différentes actions permettant aux deux entreprises concernées, l'acquéreur et la cible, de réaliser l'opération dans les meilleures conditions (données précises, asymétrie d'information la plus faible possible, respect des politiques d'entreprise, etc.).

Ce processus est représenté par le schéma ci-dessous et comporte les étapes suivantes : l'élaboration d'une stratégie de fusion/d'acquisition, la recherche d'une cible adéquate, la négociation, la *due diligence*, la transaction et enfin l'intégration. On réalise aisément à quel

point ce modus operandi reflète une suite logique entre les différentes étapes, dans le but d'assurer une intégration la plus réussie possible.

### *Schéma 1 – Processus d'une M&A*



Ces six étapes sont expliquées ici sur base de l'article de Dewey (2015).

#### *1. L'élaboration d'une stratégie M&A*

Cette étape est évidemment une étape primordiale car elle définit vers quoi l'entreprise va organiser sa recherche, mais également sur base de quoi l'entreprise devra se référencer pour voir si elle réalise bien une opération en phase avec la stratégie de l'entreprise.

#### *2. Recherche d'une cible adéquate*

Après avoir établi une stratégie claire, l'entreprise peut alors débiter sa recherche d'une cible. Cette recherche commence par l'identification de cibles potentielles qui pourraient représenter d'intéressantes options. L'entreprise doit ensuite analyser à quel point ces différentes cibles potentielles répondent aux critères établis dans la stratégie de M&A.

#### *3. Négociation*

Une fois qu'une cible est identifiée et qu'elle remplit les différents critères, l'entreprise peut alors organiser une (ou plusieurs) rencontre(s) avec le conseil d'administration de la cible afin de discuter une possible opération M&A. S'ils parviennent à se mettre d'accord sur une possible opération, des documents de confidentialité sont rédigés afin de protéger les deux parties et la *due diligence* peut alors commencer.

#### 4. *Due diligence*

Cette étape est souvent considérée comme cruciale et représente peut-être l'étape la plus complexe au niveau légal et en termes de négociation car elle requiert un niveau de détail très important. En effet, elle étudie la cible en profondeur afin de déterminer s'il existe des éléments en son sein qui pourrait provoquer la fin de l'opération. Un expert externe est souvent appelé par l'acquéreur et/ou la cible afin d'assurer une grande exactitude dans la rédaction des documents légaux. Une fois les documents valorisant l'entreprise et définissant les termes de l'opération (le prix, les éventuels points d'attention, etc.) terminés, les deux conseils d'administration, ainsi que les différents comités d'intégration, les révisent et déterminent s'ils sont d'accord de réaliser l'opération sur les bases établies. Si un accord est trouvé, la transaction en tant que telle peut alors commencer.

#### 5. *Transaction*

La transaction comprend principalement la valorisation de la cible. Elle détermine la valeur exacte que l'acquéreur va payer afin de pouvoir fusionner ou acquérir la cible. Une fois cette partie de valorisation établie, la transaction va également permettre de déterminer les rôles précis du management de l'acquéreur au sein de la cible (ou de l'entité consolidée), d'appréhender la gestion des défis culturels qui pourraient apparaître, de définir une gestion claire des défis opérationnels, et enfin de répondre aux problèmes légaux possibles.

#### 6. *L'intégration*

Cette dernière étape implique la mise en place d'un planning clair et précis, ainsi que son exécution afin d'assurer une intégration la plus réussie possible.

Pour ce faire, ce planning doit donc traiter un ensemble très large d'aspects de la nouvelle entreprise. Il doit déterminer à quelle vitesse l'intégration va se réaliser, quels sont les deadlines, quelles sont les actions requises et à quel moment elles seront entreprises. Il doit également traiter la méthode à utiliser pour communiquer les nouveaux objectifs et les directives aux employés. Il doit faire en sorte d'assurer une

parfaite communication entre le nouveau management et les employés de la cible acquise (ou fusionnée). Ces démarches ont pour but d'éviter au maximum toutes formes de réticence de la part des employés. Il est évidemment crucial d'établir des objectifs clairs à court et long terme afin d'assurer un suivi quotidien permettant d'atteindre les objectifs plus importants sur le long terme.

L'intégration de la stratégie de fusion ou d'acquisition représente une étape clé pour la réussite de l'opération (N. Steigenberger, 2017). Il est fréquent de voir des M&A échouer à cause d'une mauvaise intégration de la stratégie, se répercutant par des objectifs non atteints, une réticence des nouveaux employés, etc.

#### **1.4. Évolution des M&A au cours des dernières décennies**

Les *mergers and acquisitions*, ou fusions et acquisitions en français, ne sont pas des manœuvres nouvelles pour les entreprises. Elles existent depuis des dizaines d'années et ont permis à de nombreuses compagnies de réaliser des stratégies diverses et variées au cours du temps. Cette importante diversité dans la réalisation des M&A provient du fait qu'elles ont la particularité d'être de nature cyclique (Cretin et al., 2014). En effet, comme l'a démontré l'enquête « *A Century of Corporate Takeovers : What Have We Learned and Where Do We Stand ?* » réalisée par Martynova et Renneboog en 2005 (cité par Crétin et al., 2014), l'activité des M&A s'intensifie par vagues. À l'heure actuelle, on identifie six vagues étant apparues au cours de l'histoire de l'activité des M&A (Cretin et al., 2014). La première, appelée la « *Great Merger Wave* », eut lieu à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle et « vit l'émergence de grandes sociétés monopolistiques dans les principaux secteurs de l'économie ». La deuxième vague est apparue, elle, à la fin de la seconde guerre mondiale et se caractérisa par « une meilleure application des lois antimonopoles » qui permit aux petites sociétés, initialement mises de côté, de se consolider. La vague suivante commença elle bien plus tard, dans les années 50, mais elle fut la plus longue et se termina avec le choc pétrolier des années septante, s'étalant ainsi sur plus de vingt ans. Elle se caractérisa par « des opérations de diversification horizontale aboutissant à la création des grands conglomérats ». La quatrième vague fut plus courte et couvrit les années quatre-vingt. Elle se caractérisa par la

réalisation « de nombreux LBO<sup>1</sup> hostiles sur les conglomérats passés de mode car devenus de grosses structures financières inefficaces ». Enfin la cinquième vague se déroula sur la période allant de 1993 à l'éclatement de la bulle internet en 2000. Cette vague se caractérisa principalement par son aspect international ; elle permit « pour la première fois au marché européen de devenir aussi important que le marché américain ». Après cela, la sixième et dernière vague historique prit forme. Elle débuta peu après la cinquième vague, en 2003, et prit fin lors de la crise économique de 2008. Elle se caractérisa par son focus sur le secteur financier et son aspect international similaire à la vague précédente. Ainsi, ces nombreuses vagues démontrent la diversité existante entre les M&A selon le contexte économique, social et politique dans lequel elles ont lieu.

À l'heure actuelle, nous pouvons considérer que nous sommes dans la septième vague des M&A. Celle-ci semble avoir débuté en 2013 avec une valeur du marché M&A ayant augmenté de 15% par rapport à l'année précédente et de 60% par rapport au point bas de 2009 (Cretin et al., 2014). Suite à cela, on a pu remarquer au cours des dernières années un changement de stratégie par rapport aux M&A. En effet, alors que celles-ci représentaient historiquement un moyen d'étendre sa présence à l'international, elle constitue aujourd'hui une alternative immédiate pour faire face à l'environnement économique global confronté à des changements toujours plus importants et rapides (Caiazza et Volpe, 2015). Aujourd'hui, les M&A représentent effectivement un moyen de faire face à une compétition toujours plus présente et oppressante. Pour l'année 2018, les attentes par rapport à l'activité du marché M&A sont plutôt bonnes avec une probable « stabilisation des conditions économiques et financières, un renforcement des bénéfices des entreprises et un affaiblissement des incertitudes politiques » comme le mentionne le rapport de Baker McKenzie (cité par Guinot, 2017). Tout cela permettrait alors au marché des M&A d'atteindre jusqu'à \$3000 milliards cette année, ce qui constituerait une hausse significative comparé aux \$2500 milliards de 2017. Toutefois, le rapport Baker McKenzie mentionne que « cette embellie risque d'être de courte durée et la hausse attendue des taux d'intérêt devrait jouer les trouble-fêtes en 2019 et 2020 » (Guinot, 2017).

---

<sup>1</sup> LBO : Leverage Buyout

## 2. L'efficacité d'une M&A, un pilier essentiel de la vie d'une entreprise

Les points évoqués jusqu'ici montrent que les M&A sont des composantes déterminantes dans la stratégie d'une entreprise. Elles permettent aux entreprises d'avoir un panel beaucoup plus large d'opportunités et d'actions envisageables pour créer de la valeur. C'est justement cette création de valeur qui va nous intéresser dans ce point. Directement liés aux stratégies des entreprises, les éléments qualitatifs qui déterminent comment l'entreprise crée de la valeur sont une suite logique aux motivations encourageant les entreprises à entreprendre une M&A.

La première façon de créer de la valeur pour l'acquéreur est tout d'abord l'amélioration de ses performances. Comme le suggère Campa et Hernando (2006), la création de valeur peut se faire via une amélioration de l'efficacité. On peut entendre par là une augmentation des ventes ou une production semblable mais à des coûts moindres. L'amélioration des performances est une des raisons principales qui poussent les entreprises à entreprendre des M&A, mais également un des moyens les plus évidents et directs pour créer de la valeur. En effet, la réalisation de *scale deal* permet généralement assez facilement de bénéficier d'économies d'échelle importantes ou bien d'augmenter les revenus. La création de valeur passe également, dans ce cas-ci, par la nouvelle entité. Celle-ci est capable d'avoir un impact bien plus important sur le marché et d'obtenir une part de marché plus conséquente, provoquant une augmentation des revenus et, en principe, des marges.

La croissance de la part de marché peut être en effet, comme mentionné juste avant, l'élément créateur de valeur. L'amélioration de la position de l'entreprise sur le marché peut aussi lui ouvrir des opportunités de *cross-selling* (Campa et Hernando, 2006). L'intérêt pour la part de marché apparaît plus spécialement dans certains secteurs où la base de clients peut parfois être très fidèle à des entreprises. Cela rend ainsi très compliqué pour une entreprise la prise de parts de marché sur ses concurrents. Une des seules options est alors l'acquisition (ou fusion avec) d'une entreprise opérant sur le même marché. Cela permet de gagner un nombre important de clients, qui n'auraient pas transféré leur fidélité sans cette action, et ainsi d'améliorer les performances de l'entreprise, par une réduction des coûts via des économies d'échelle ou par une augmentation des revenus.

Par rapport à cela, il est pertinent de mentionner qu'une création de valeur va être réalisée des deux côtés, à la fois chez l'acquéreur et chez la cible. En effet, l'acquéreur va, grâce à la M&A, avoir accès à des marchés de niche et ainsi renforcer sa présence. De l'autre côté, la cible va, quant à elle, profiter de l'expérience et de l'expertise de l'acquéreur via cette M&A.

Un deuxième élément permettant de créer de la valeur est la suppression de capacité de production excédentaire. En effet, un moyen de freiner la baisse des prix offerts due à la surproduction sur le marché est la combinaison de deux entreprises actives sur le marché. Comme le suggère Goedhart et al. (2017), la création d'une nouvelle entité permet alors la fermeture de sites de production devenus non-rentables suite à la diminution des prix. La création de valeur apparaît alors à travers cette réduction de la capacité de production, dans le ralentissement de la baisse des prix – et donc des revenus des entreprises – mais également dans le besoin d'apporter plus d'attention à la qualité des produits/services plutôt qu'à la quantité.

Il est toutefois important de mentionner qu'un acquéreur ne crée de la valeur que par une amélioration de ses performances ou une diminution de ses coûts, via des synergies ou des économies d'échelle. En effet, il peut également créer de la valeur en acquérant des compétences ou des technologies qui lui étaient inaccessibles avant car trop cher à développer (Goedhart et al., 2017). Cette création de valeur à travers l'acquisition de compétences et/ou technologies peut être analysée sous deux aspects différents. Soit à travers une réduction du coût d'opportunité car le coût d'achat de ses compétences/technologies est moins élevé que le coût de développement. Soit à travers une amélioration des performances de l'entreprise grâce à l'accès à ses nouvelles connaissances, qui permettent de produire plus ou de produire une qualité supérieure.

Ce type d'opération, bien qu'elle crée de la valeur pour l'acquéreur, présente cependant le risque de bénéficier à l'ensemble de l'industrie. Effectivement, l'apparition de nouvelles connaissances permettant une hausse de qualité ou de quantité des produits ou services risque d'entraîner une prise de conscience des concurrents, les poussant à s'aligner sur ces nouvelles compétences et/ou technologies.

### 3. Les critères de réussite d'une M&A

Une M&A peut être motivée par de nombreuses raisons différentes, qu'ont tenté d'identifier Hankir et al. (2011). En effet, comme expliqué dans les points précédents, un acquéreur peut décider de réaliser une M&A afin d'accroître sa présence sur un marché ou bien parce qu'il désire acquérir une technologie et/ou un savoir-faire, par exemple. Cela nécessite d'établir différents moyens d'évaluation car ces opérations ne peuvent se mesurer à travers les mêmes indicateurs étant donné qu'elles n'ont pas les mêmes objectifs. Dans cette section, différentes dimensions d'une M&A pouvant faire l'objet d'une évaluation seront dégagées. Ensuite, une série d'indicateurs applicables à ces différentes dimensions seront examinés, tout en pointant leur potentiel et leurs limites.

#### 3.1. Définition des différentes dimensions considérées lors de l'évaluation d'une M&A

Afin d'établir des critères d'évaluations, Campa et Hernando (2006) ont tenté de mesurer la performance de nombreuses transactions à l'aide de critères provenant de dimensions différentes telles que la dimension purement financière, la dimension opérationnelle, etc.

Dans un premier temps, il est donc intéressant de présenter la dimension la plus largement considérée lorsqu'on évalue une M&A, c'est-à-dire **la dimension financière**. Cette dimension englobe évidemment les considérations relatives principalement à la rentabilité de l'entreprise, mais aussi à sa liquidité et à sa solvabilité. Dans le cadre des M&A, il est pertinent d'opérer une distinction avec la génération de cash-flows. Ce critère entre effectivement dans la dimension financière en théorie. Toutefois, dans le cadre des M&A, il est souvent examiné comme une dimension à lui seul. La génération de cash-flows sera développée plus loin. La dimension financière va donc s'intéresser principalement à la rentabilité de la nouvelle entité, car c'est cela généralement qui intéresse le plus les actionnaires, managers et les potentiels investisseurs. Elle est notamment étudiée via le *shareholder return* dans les études de Campa et Hernando (2006), Lin et Lee (2010), Yilmaz et Tanyeri (2016) et Asimakopoulou et Athanassoglou (2012). Pour les autres aspects examinés dans le cadre de la dimension financière de l'opération, la liquidité et la solvabilité

sont probablement les aspects les plus pertinents après la profitabilité. Bien qu'il ne soit probablement jamais utilisé pour déterminer le succès, ou non, d'une M&A à lui seul, la liquidité est utilisée plutôt comme un complément d'analyse. Les différents agents peuvent s'intéresser à la quantité de cash dont dispose la nouvelle entité, par exemple. Cela leur permet alors de savoir comment la nouvelle entité pourrait faire face à ses obligations à court terme. Il est évidemment intéressant de prendre en considération la génération de cash-flows de l'entreprise dans l'analyse. La solvabilité est également analysée car elle permet de nuancer considérablement la situation que l'on étudie. En effet, même si une société présente une amélioration de ses performances et/ou une hausse des returns qu'elle offre à ses actionnaires, il se peut également que son niveau d'endettement ait augmenté de manière très importante, rendant ainsi la compagnie bien plus risquée et fragile qu'elle ne l'était auparavant. L'intérêt de l'analyse de la solvabilité est donc vraiment de nuancer la situation que l'on analyse afin d'éviter en partie certaines conclusions hâtives.

Une seconde dimension très largement utilisée est **la dimension opérationnelle**. Elle est notamment utilisée dans l'étude de Lin C.Y. et Lee H.T. (2010) et d'Asimakopoulou et Athanasoglou (2012). Cette dimension est relative à la performance de la nouvelle entité et établit le lien entre ses performances et le succès de la M&A. Cet aspect opérationnel va être utilisé pour analyser le succès d'une M&A généralement lorsque celle-ci est motivée par des économies d'échelle permettant une réduction significative des coûts, ou par l'obtention d'un accès plus aisé et rapide à des nouveaux marchés pour les produits de l'acquéreur, entraînant une hausse des revenus de la nouvelle entité, ou par l'acquisition de nouvelles technologies et/ou connaissances permettant à l'entreprise d'être plus efficace. C'est lorsque de telles situations se présentent que l'aspect opérationnel de la nouvelle entité semble plus pertinent à analyser que l'aspect purement financier, ceci afin d'évaluer la réussite de l'opération. L'analyse des performances de la nouvelle entité va principalement s'axer autour de deux angles différents. Le premier est l'analyse des marges de la nouvelle entité et comment l'opération impacte les coûts de l'entreprise : comment la M&A permet à la nouvelle entité de diminuer ses coûts. Cette analyse semble spécialement pertinente dans le cadre d'une M&A motivée par une économie d'échelle ou par l'acquisition de nouvelles technologies. En effet, la réduction des coûts constitue

généralement un objectif clair de ce genre d'opération. Ensuite, l'autre point d'analyse est l'évolution des revenus. Il permet facilement d'évaluer comment la M&A a permis à la nouvelle entité d'améliorer ses performances. Toutefois, cette analyse doit s'utiliser à titre indicatif et non comme analyse définitive. En effet, une hausse des revenus, par exemple, est un élément bien trop léger et pas assez pertinent pour déterminer la réussite d'une M&A.

Une troisième dimension pouvant également être considérée pour l'évaluation d'une M&A est l'évolution de **la génération de cash-flows** de l'entreprise. En effet, de nombreux investisseurs et actionnaires estiment que l'analyse des cash-flows, à travers plusieurs ratios, permet d'obtenir une représentation fidèle de la réalité des opérations de la nouvelle entité. De plus, certains ratios relatifs aux cash-flows permettent également de discerner plus clairement la réelle génération de cash par la nouvelle entité et donc, en confrontant cela avec les performances historiques de l'acquéreur, de déterminer l'influence de la M&A sur l'entreprise. L'analyse des cash-flows permet effectivement de distinguer la capacité de la nouvelle entité à générer du cash à partir de ses performances et donc de savoir, dans une certaine mesure, à quel point l'entreprise est efficiente. Il est toutefois évident que cette dimension ne constitue pas à elle seule un outil d'analyse suffisant pour déterminer le succès ou non d'une opération. Elle constitue une étape nécessaire dans l'analyse d'une M&A.

D'autres dimensions doivent évidemment être considérées lorsque l'on désire évaluer une M&A. **L'évaluation de l'intégration** constitue une dimension majeure du succès d'une telle opération. Cependant, l'intégration globale reste très difficile à évaluer concrètement. Il n'existe pas de réels ratios ou indicateurs permettant de mesurer son évolution. On peut estimer indirectement son évolution à travers la réduction des coûts de l'entreprise, à travers l'augmentation des revenus, ou bien encore l'augmentation des parts de marché de l'entreprise. Effectivement, tous ces aspects observeront une variation positive en grande partie grâce à une intégration réussie. Enfin, une autre dimension que l'on peut considérer lorsque l'on évalue une M&A est le **développement des nouveaux produits et/ou des nouveaux marchés**. C'est une des raisons pour laquelle une compagnie entreprend une

M&A et l'analyse de son évolution constitue donc un élément pertinent à analyser. Toutefois, bien qu'il soit possible d'analyser les chiffres des ventes de ces nouveaux produits ou au sein de ces nouveaux marchés, les conclusions tirées de cette analyse restent cependant difficilement généralisables à l'ensemble de l'opération.

### **3.2. Définition des mesures permettant d'évaluer le succès d'une M&A**

Une opération M&A est par définition un processus relativement long et qui implique nombreux éléments différents et très variables d'une opération à l'autre. Il est donc difficile de définir précisément des éléments clés qui permettent, lors de chaque opération, de mesurer le succès d'une M&A. Comme mentionné dans le point précédent, différentes dimensions sont à considérer lorsque l'on désire évaluer une M&A. À travers ces dimensions, différents éléments sont utilisés pour mesurer concrètement le succès de l'opération. Malgré cette diversité, certains éléments sont cependant récurrents dans les analyses scientifiques, comme le *shareholder return* dans les études de Yilmaz et Tanyeri (2016), d'Asimakopoulos et Athanasoglou (2012), de Lin et Lee (2010) et de Hankir et al. (2011) ou la profitabilité, la *Net Financial Margin*, la solvabilité utilisés dans l'article de Campa et Hernando (2006).

Avant de mentionner ces différents éléments utilisés pour mesurer le succès d'une M&A, il faut savoir que ceux-ci peuvent donner des résultats variables selon les paramètres que l'on retiendra au moment de la mesure. Trois paramètres peuvent alterner sensiblement les résultats de l'analyse : la date à laquelle on commence à étudier l'élément relatif à l'entreprise (un mois, six mois, un an, etc. avant l'opération), la date à laquelle l'étude de cet élément s'arrête (un mois, six mois, un an, etc. après la clôture de l'opération), et enfin, la base sur laquelle on étudie l'élément – par rapport aux anciennes performances de l'entreprise, ou du marché, ou de l'industrie, etc.

Afin de garder une certaine clarté dans la présentation de ces éléments, la structure utilisée lors de la définition des différentes dimensions considérées va être réutilisée. Ainsi, lorsque l'on examine la dimension financière, l'élément de mesure qui vient directement à l'esprit,

et qui est sans doute le plus utilisé, est l'évolution du rendement des actionnaires (*shareholder return* en anglais). Cet élément est notamment utilisé dans l'étude de Yilmaz et Tanyeri (2016) et dans celle d'Asimakopoulos et Athanasoglou (2012). Il est souvent utilisé afin de mesurer la profitabilité de la nouvelle entité et parce qu'il présente une facilité de calcul permettant des analyses rapides. Il permet de refléter de façon simple comment une M&A parvient à créer de la valeur dans la nouvelle entité. Cependant, certaines études ont montré que le rendement des actionnaires, et spécialement celui de l'acquéreur, affiche rarement une hausse significative (Asimakopoulos et Athanasoglou, 2012). C'est souvent le rendement des actionnaires de la cible qui se voit le plus influencé positivement par l'opération (Asimakopoulos et Athanasoglou, 2012). Néanmoins, il n'a encore jamais été prouvé avec certitude qu'une M&A permettait d'augmenter significativement de manière récurrente le rendement des actionnaires.

L'analyse de la liquidité et de la solvabilité peut se faire généralement à l'aide de trois ratios financiers : le *cash ratio* pour la liquidité, le *solvency ratio* et le *debt-equity ratio* pour la solvabilité. Le premier se révèle intéressant car il permet aux actionnaires et investisseurs de connaître la disponibilité de cash dont dispose l'entreprise. Ce ratio semble toutefois plus indicatif que réellement décisif tant les actionnaires se concentreront plus sur la génération de cash-flows. Toutefois, le *cash ratio* permet de mettre en lumière une situation qui semblerait critique, dans laquelle l'entreprise serait exposée à un risque très élevé par rapport à ses obligations à court terme. Enfin, afin de nuancer encore plus l'analyse, la solvabilité peut donc être analysée à travers le *solvency ratio* et le *debt-equity ratio*. Le premier permet de déterminer si la génération de *cash-flows* de l'entreprise est suffisante pour répondre aux exigences de court terme et de long terme de ses dettes. Un niveau faible de ce ratio permet donc de supposer une probabilité plus grande de l'entreprise de ne pas répondre à ces attentes. Le *debt-equity ratio* est, lui, étudié par les actionnaires et les investisseurs afin de connaître le niveau d'endettement de la compagnie et surtout de savoir, en fonction de l'industrie et de la position de la firme, si elle ne fait pas l'objet d'un sur(ou sous)-financement de ses actifs par des dettes. Plus le ratio est élevé, plus l'entreprise est financée par des dettes et au plus le risque est grand qu'elle soit, à un moment, en incapacité de rembourser. Toutefois, un niveau trop faible signifierait aussi que

l'entreprise ne profite pas de tout son potentiel de croissance, et donc offre des *returns* plus faibles que ce qu'elle pourrait réellement offrir.

Lorsque l'on examine la dimension opérationnelle de la nouvelle entité. Une première méthode pour mesurer le succès d'une M&A, largement utilisée, est d'analyser l'évolution des **prix de l'action**. C'est une alternative fréquemment utilisée car elle est, intuitivement, souvent considérée comme le meilleur indicateur de réussite d'une M&A. En effet, en supposant que le marché fonctionne parfaitement et que le prix de l'action reflète fidèlement la situation de l'entreprise, l'évolution du prix de l'action de l'acquéreur permettrait alors de savoir à quel point l'opération d'achat ou de fusion avec la cible a été intégrée avec succès et se répercute sur les performances de l'entreprise. En théorie, cela peut sembler très sensé. Toutefois, il est nécessaire de nuancer le propos car il n'a pas encore été prouvé que les performances, suite à une M&A, augmentaient significativement sur une certaine période (Lin et Lee, 2010). Il n'a pas encore été prouvé clairement que l'impact d'une M&A peut s'observer à travers l'évolution du prix de l'action. De plus, cet élément dépend fortement des paramètres retenus pour l'analyse. Effectivement, le délai sur lequel l'impact de la M&A va se répercuter sur le prix de l'action est totalement inconnu et peut grandement varier d'une entreprise à l'autre (selon le marché, la position de l'entreprise dans ce marché, etc.). Il faut donc être prudent dans ce type d'analyse. Le délai d'étude peut, par exemple, être trop court pour déterminer pleinement si l'opération est une réussite ou non.

Un autre élément d'évaluation fréquemment utilisé est le **Return on Investment ratio**, ou ROI. Il permet effectivement de voir si la M&A a été intégrée avec succès et de distinguer comment cette intégration se répercute sur les performances de l'entreprise. Il est souvent utilisé grâce à sa simplicité de calcul et à son large spectre d'application. Il permet d'évaluer la rentabilité de l'entreprise directement liée à l'évolution de ses performances. Ainsi, il permet de distinguer comment l'opération M&A a permis, ou pas, d'améliorer les performances de l'entreprise, et donc d'améliorer sa rentabilité. Bien que son usage soit très fréquent, l'utilisation de ce ratio doit évidemment se faire avec précaution, comme avec les autres éléments de mesure. En effet, l'intégration réussie d'une M&A peut ne pas

se répercuter directement sur la rentabilité de la compagnie. Dès lors, baser son jugement d'évaluation simplement sur le ROI pourrait s'avérer trompeur.

Deux autres éléments peuvent être aussi analysés lorsque l'on s'intéresse à la performance de l'opération. **L'analyse des revenus** peut s'avérer intéressante pour déterminer si la nouvelle entreprise parvient vraisemblablement à améliorer sa position sur le marché. Cette analyse ne doit cependant pas être considérée comme suffisante. En effet, une amélioration des revenus ne signifie pas automatiquement une réussite de la M&A. De nombreuses autres variables peuvent évoluer négativement (le *leverage* de dettes, les marges, etc.) et rendre ainsi l'opération néfaste pour l'entreprise. **L'analyse de la marge bénéficiaire nette** (*Net Financial Margin* en anglais) représente une troisième mesure de succès d'une M&A. Effectivement, elle est définie comme étant « le ratio des bénéfices nets provenant des revenus d'une entreprise ou d'un secteur d'activité ». Une amélioration de ce ratio peut généralement se produire via une diminution des coûts de l'entreprise, ce qui peut se traduire par la réussite de l'intégration de la M&A. Effectivement, si l'intégration de la M&A a été réalisée avec succès, la répercussion peut se voir via différentes réactions dont, très souvent, une augmentation des marges bénéficiaires due à des économies d'échelle ou à l'obtention de technologies et/ou services qui permettent, par exemple, de diminuer les coûts.

La troisième dimension fréquemment analysée, **l'analyse de l'évolution des cash-flows**, constitue un élément d'évaluation à elle seule. Bien qu'elle semble moins utilisée en pratique, la génération de cash-flow peut être utilisée comme un indicateur de succès d'une M&A. En effet, si suite à l'opération, la nouvelle entité parvient à générer substantiellement plus de cash-flow que l'acquéreur avant l'opération, certains gestionnaires estimeront que la M&A est un succès. Cependant, cet élément doit être nuancé. Bien qu'une augmentation des cash-flows générés par une entreprise soit indubitablement une bonne chose, cela ne veut pas pour autant dire que l'entreprise fonctionne parfaitement. Si, suite à l'acquisition ou la fusion, la nouvelle entité présente, par exemple, un niveau de dettes bien plus conséquent que le niveau affiché par l'acquéreur et que les cash-flows, bien qu'ayant augmentés, ne suffisent pas à rembourser la dette, la nouvelle entité se retrouve dès lors

dans une situation extrêmement délicate. Il faut donc être très prudent lorsque l'on utilise les cash-flows comme élément de mesure du succès d'une M&A.

Néanmoins, il n'a toutefois toujours pas été démontré que ces indicateurs reflétaient avec une quasi-certitude la performance de la firme et l'influence d'une M&A sur celle-ci. De nombreuses études, telles que Lin et Lee (2010), Campa et Hernando (2006) ou Asimakopoulos et Athanasoglou (2012), invitent à la prudence et recommandent de bien nuancer l'utilisation de ces mesures de succès d'une M&A.

D'autres **éléments qualitatifs**, tels que la qualité des nouveaux produits/services ou l'expansion sur les nouveaux marchés, peuvent aussi être pris en compte lorsque l'on désire évaluer une M&A. Cependant, la difficulté réside évidemment ici dans le fait d'établir des critères clairs et indiscutables permettant d'évaluer ces différents points. Leur caractère qualitatif les rend donc impossible à utiliser comme unique élément de mesure du succès de l'opération. Toutefois, lorsque cela est possible, ils peuvent être utilisés.

#### **4. Comment les entreprises parviennent-elles à un succès lors d'une M&A ?**

Le succès d'une M&A va dépendre de nombreux facteurs tout au long de son processus. Dans les points suivants, la nécessité d'une stratégie claire et l'importance du facteur humain seront en particulier développés. Ensuite, la capacité des entreprises à construire des modèles de M&A reproductibles sera discutée.

##### **4.1. Des points d'attention tout au long du processus**

Afin de bien visualiser l'impact des différentes actions à entreprendre pour accroître les chances de réussite d'une M&A, nous allons structurer cette analyse autour des étapes constitutives du processus d'une M&A. Nous distinguons également comment certaines actions particulières, prises lors de ces étapes, peuvent impacter positivement le succès d'une M&A. Dans cette partie, nous reprenons les éléments développés par David Braun (2015), fondateur et CEO de *Capstone Strategy*.

Dans un premier temps, lorsqu'un futur acquéreur désire réaliser une M&A et qu'il établit une stratégie en concordance avec les objectifs de l'entreprise, il est primordial qu'il définisse, avant d'entrer dans les négociations, ce à quoi il veut arriver et quels sont les points constituant des éléments clés pour son développement. C'est évidemment en lien avec la nécessité d'établir **une stratégie claire** et bien déterminée, avant même de commencer une telle opération, comme mentionné dans le point définissant les étapes d'une M&A. Cette clarification est essentielle pour le futur acquéreur. Elle va lui permettre de savoir à l'avance quels sont les points de la négociation sur lesquels il ne peut se permettre aucun compromis afin d'atteindre son objectif. De plus, cela lui permet d'identifier quels sont les points potentiellement discutables et ouverts à compromis. C'est de cette façon que l'entreprise sera en position de négocier adroitement ce qu'elle désire, tout en tenant compte des revendications de l'autre partie.

L'autre partie est justement un élément déterminant à prendre en considération lorsque l'on établit une stratégie M&A. Il est effectivement indispensable d'avoir une vision bien précise et complète lorsque l'on désire réaliser une M&A. Ce genre d'opération n'est pas simplement similaire à un achat/vente classique. L'acquéreur doit très clairement considérer l'autre partie, la cible, comme un futur partenaire ou collaborateur.

Se concentrer uniquement sur la négociation d'un prix qu'on considère juste, ou bien sur la volonté de « gagner » la négociation globale pourrait apporter à l'acquéreur certaines satisfactions financières, mais, à long terme, cela pourrait être grandement préjudiciable à l'entreprise. Effectivement, si l'acquéreur n'a, à aucun moment, écouté l'autre partie, considéré ses intentions et ses valeurs, ou n'a jamais été apte à réaliser un compromis, il risque de souffrir d'une énorme réticence de la part des membres de la cible acquise. Cette réticence élevée peut évidemment avoir d'énormes répercussions dans le futur pour la nouvelle entité. Et si l'idée de remplacer l'ensemble des membres réticents peut sembler une solution théoriquement réalisable, elle ne constitue en aucun cas une option envisageable en pratique.

**L'aspect humain** représente donc un élément essentiel lorsque l'on définit sa stratégie M&A. Il l'est également lorsqu'on recherche une cible pour réaliser sa stratégie. En effet,

comme le mentionne Braun (2015) : « *Acheter une entreprise n'est pas comme acheter une voiture où il est possible de négocier le prix le plus bas et ensuite partir avec la voiture sans jamais revoir le vendeur. Ici, dans cette situation, vous finissez par conduire la voiture avec de nombreux vendeurs* ». Il entend par là qu'il est primordial d'entretenir, dès le début, une bonne relation avec l'entreprise cible. En effet, lorsqu'un acquéreur vise une entreprise, il est nécessaire qu'il présente des arguments stratégiquement pertinents pour lui et pour elle. Soit une entreprise n'est à la base pas à vendre et c'est donc à l'acquéreur de la convaincre avec des arguments pertinents. Soit, il ne faut pas oublier que si l'acquéreur cible cette entreprise, d'autres l'ont sans doute fait aussi. L'entreprise en question a donc plusieurs offres à disposition et choisira la plus intéressante.

Ensuite, lorsque l'on recherche une entreprise à cibler, la compréhension de la vision et des attentes du conseil d'administration de l'entreprise visée est également très importante. Elle permet de mieux distinguer ce qui motive le conseil d'administration au travers de l'entreprise ciblée, et ainsi de créer une relation de confiance entre les deux parties.

La bonne relation entre les deux parties est essentielle dans la bonne réalisation d'une M&A. Elle démontre d'autant plus son impact lors de la négociation entre les deux parties, dont elle peut grandement influencer le résultat. Il faut savoir qu'une négociation lors d'une opération M&A est très différente d'une négociation classique où les individus tentent simplement de recevoir/payer le plus/moins possible. Lors d'une M&A, il faut retenir que la partie en face n'est autre qu'un potentiel futur partenaire ou collaborateur. Il est donc primordial d'entretenir une bonne relation avec les membres de la cible tout au long des négociations. Comme lors de la recherche d'une cible, si l'on ne considère que très faiblement l'autre partie, le risque de faire face à une grande réticence de sa part par après est très élevé. Pour éviter cela, il faut garder à l'esprit l'opération dans son ensemble et bien sélectionner les points sur lesquels on est prêt à se battre, à négocier, et les points sur lesquels on est prêt à accepter des compromis.

Si ces trois premières étapes sont réalisées avec succès, les deux entreprises entrent alors dans la *due diligence*. Cette étape est souvent considérée, avec la négociation, comme étant la plus stressante lors d'un processus M&A. Effectivement, c'est lors de cette étape que

l'acquéreur risque inévitablement de découvrir certains problèmes qui empêchent la bonne réalisation de l'opération. Toutefois, cela ne doit pas signifier la fin de l'opération, bien au contraire. Cela signifie simplement que l'acquéreur doit demander à renégocier ces différents points problématiques avec la cible et convenir d'accords communs les résolvant. Pour arriver à résoudre ces problèmes tout en gardant une bonne relation avec l'autre partie, il existe différentes actions à entreprendre. Il est tout d'abord primordial d'être bien organisé, comme lors de la définition de la stratégie. Il est très important de référencer tous les points que l'on considère importants (en tant qu'acquéreur) et quels sont les éventuels points problématiques. Dans un second temps, l'acquéreur doit inévitablement se baser sur la stratégie M&A qu'il a développée avant le début de l'opération et toujours garder une vue globale sur l'opération. Cela lui permet ainsi d'éviter toute réaction émotionnelle pouvant provoquer des décisions néfastes à la réussite de l'opération.

Enfin, afin de faciliter les relations entre les deux parties et permettre à celles-ci de se prononcer plus librement, l'appel à un **conseiller externe** est souvent utilisé et est généralement recommandé. Un conseiller externe permet en premier lieu, comme mentionné avant, de faciliter la communication. Il permet aux parties prenantes d'exprimer leurs opinions plus librement que s'ils devaient le faire en face-à-face. En effet, il est parfois difficile de transmettre ses positions lorsque l'on sait que l'opération va aboutir à une relation de pouvoir entre la partie en face et vous. De plus, le conseiller externe permet évidemment d'apporter une expertise souvent très pertinente et qui permet d'assurer la bonne exécution de la due diligence.

#### **4.2. La reproductibilité d'un modèle**

Lors de la dernière étape d'une M&A, l'intégration, une entreprise peut grandement améliorer ses chances de réussite en utilisant ce qu'on appelle un modèle reproductible (*a repeatable model* en anglais). Ce concept a été développé par Rouse et Frame (2009). Le modèle est construit sur base des fusions ou acquisitions précédemment réalisées par l'entreprise et lors desquelles le management de l'entreprise est parvenu à distinguer quels ont été les facteurs influençant négativement ou positivement leurs opérations. Ils

développent ainsi une sorte de cadre applicable aux futures opérations et qui leur permet d'éviter de reproduire des erreurs pouvant influencer négativement la réussite de l'opération. Un tel modèle varie évidemment d'une compagnie à l'autre en fonction de leurs spécificités. Cependant, une base théorique se dégage quand même des nombreux modèles déjà développés. Cette base se compose de dix lignes directrices (Rouse et Frame, 2009) qui rendent l'opération plus gérable et susceptible d'aboutir à un succès.

1. La première idée est celle de **suivre l'argent** (*Follow the money*). Cette idée consiste à identifier où il est possible pour l'acquéreur de générer de l'argent au sein de la cible, via l'opération. Elle permet également d'identifier explicitement quels sont les risques liés à l'opération. Tout cela se réalise à l'aide d'un plan qui définit clairement comment l'opération est appelée à améliorer la stratégie globale de l'acquéreur. Ce plan permet également de définir des objectifs qualitatifs, et non-financiers, qui permettront à l'ensemble des membres de l'entreprise de distinguer les objectifs et comment ils peuvent y parvenir.
2. Une seconde ligne directrice est de **personnaliser ses actions** sur base de la nature de l'opération. Cette idée semble évidente mais elle ne constitue cependant pas une réalité absolue. Effectivement, nombreuses sont les entreprises qui, au lieu de définir un plan d'intégration sur base du type d'opération qu'elles réalisent, tentent d'adapter l'opération de façon à ce qu'elle corresponde le plus possible à un modèle d'intégration ayant eu du succès par le passé. Il est donc important de définir quelle est l'opération la plus intéressante pour l'acquéreur, un *scale* ou *scope deal*, et ensuite d'établir un plan d'action personnalisé assurant la réussite de l'intégration.
3. Lors de l'intégration d'une M&A, il est primordial de **résoudre rapidement les problèmes relatifs au pouvoir** au sein de la nouvelle entité, ainsi que les problèmes liés **aux personnes**. Il est important d'établir une structure de la nouvelle entité en relation avec la vision développée par l'acquéreur pour cette entité, ainsi qu'avec le plan de la transaction. Cette structure doit être établie rapidement afin de pouvoir faire face à la fuite potentielle de certains clients ou de talents au sein de l'entité. La meilleure façon de faire face à ce type de problèmes est de s'imposer des deadlines assez proches où l'acquéreur doit alors fournir la structure du haut management de

l'entreprise. Cette étape permet d'établir plus facilement par la suite le reste de l'organigramme et ainsi de faire face aux différents problèmes précédemment cités.

4. Une quatrième ligne directrice à suivre est de **commencer l'intégration le plus tôt possible**, dès que l'acquéreur annonce l'opération. Cela implique évidemment une importante organisation avant la clôture de la transaction et le début réel de l'intégration. L'acquéreur doit alors essayer de réaliser un maximum de décisions importantes avant même la clôture, de manière à être suffisamment flexible une fois la transaction entérinée. Tout cela nécessite inévitablement la création d'un planning d'intégration avant même l'annonce officielle de l'opération.
5. Il est également primordial **d'établir un management d'intégration** à travers ce qu'on appelle *Decision Drumbeat* (Rouse et Frame, 2009). Ce principe consiste à nommer un *Decision Management Office* (DMO) et des chefs d'intégration qui s'assureront que les différentes décisions seront prises par les personnes adéquates aux moments adéquats et avec le maximum d'informations à leur disposition. Cela permet d'éviter toute confusion relative à l'apparition d'un problème clé, qui pourrait par la suite engendrer une débauche d'énergie non nécessaire ou un découragement des personnes impliquées.
6. Directement en lien avec la précédente recommandation, il est également indispensable de **sélectionner avec beaucoup de précaution les leaders du DMO**. Si l'acquéreur désire que le DMO ait un véritable impact positif sur l'intégration, il doit alors choisir un individu présentant des caractéristiques fortes de leadership et de stratégie, qui est capable d'assumer les responsabilités incombant à sa position. Ce sont, en effet, le leader du DMO ainsi que les différents chefs d'intégration qui coordonneront les employés, prendront les décisions relatives aux différents problèmes potentiels, et donneront le rythme à suivre à tous les employés de l'organisation.
7. Une septième importante considération à prendre en compte est la culture de la nouvelle entité. Il est important d'établir, avant même la clôture de l'opération, quelle sera la **culture de la nouvelle entité, et s'y engager pleinement**. Pour ce faire, l'acquéreur doit discuter suffisamment avec les membres de la cible afin de bien

avoir conscience de sa culture et ainsi distinguer quelles sont les différences entre la culture de l'acquéreur, celle de la cible et celle que l'on veut créer au sein de la nouvelle entité. Une fois cette nouvelle culture établie, il est aussi crucial d'inciter les acteurs de cette nouvelle entité à agir de façon à encourager sa culture. Cela peut passer par la création de compensations ou bénéfices allant aux employés présentant des comportements qui promeut la culture de l'entité. Mais surtout, cela doit transparaître au travers des différentes décisions prises par les leaders de la compagnie.

8. Lorsqu'un acquéreur décide de réaliser une M&A, il doit être très prudent vis-à-vis des différentes personnes impliquées, ses employés ainsi que les employés de la cible. Cela signifie qu'il doit « **gagner les cœurs** », il doit faire en sorte que les personnes impliquées présentent le moins de réticence et de nervosité possible. Pour ce faire, l'acquéreur doit vendre l'opération à toutes les parties prenantes externes et internes. Il doit leur présenter un message clair et encourageant. Il faut que la communication présente explicitement ce que l'opération va représenter dans le futur pour ces personnes.
9. Lorsque l'une entreprise réalise une M&A, on lui recommande très souvent (comme ici) de focaliser énormément d'attention sur l'intégration de la cible au sein de la nouvelle organisation. Toutefois, il est également primordial de **maintenir la dynamique au sein des businesses de base des deux compagnies**, l'acquéreur et la cible. Effectivement, si ces business sont négligés au profit de l'intégration cela peut littéralement déstabiliser les deux entreprises. Pour éviter ce genre de problème, il revient au CEO de montrer l'exemple. Il doit consacrer la majorité de son temps aux tâches relatives à ces businesses de base. Il doit également s'assurer que les responsables en dessous de lui consacrent aussi une très grande partie de leur temps à ces mêmes businesses, qu'ils fournissent à leurs employés des objectifs clairs accompagnés d'incitants permettant d'assurer le dynamisme de ces businesses.
10. Finalement, la dernière considération à prendre est compte est **d'investir dans un modèle d'intégration reproductible**. Cela peut paraître évident après avoir défini ces diverses recommandations. Toutefois, c'est une étape cruciale pour le futur de

l'entreprise. En effet, c'est en identifiant, à la fin de l'opération (lorsque l'intégration est terminée), quels ont été les facteurs positifs et négatifs dans l'intégration de cette M&A que l'entreprise sera capable, lors de sa prochaine M&A, d'agir différemment sur certains points, et donc d'assurer une plus grande réussite potentielle. La construction d'un tel modèle représente une clé de réussite d'une opération M&A.

## 5. Conclusion : des indicateurs pour évaluer le succès des M&A

Au terme de ce parcours de la littérature, l'ensemble des éléments mobilisés par les auteurs pour poser un diagnostic de M&A peuvent être regroupés en deux grandes catégories. Celles-ci permettent de dresser les contours d'un cadre analytique destiné à évaluer les facteurs de succès financiers et managériaux d'une M&A.

Une première série d'éléments visent à **caractériser les M&A**. Nous pouvons les rassembler en trois groupes: ceux qui précisent la **nature** du *deal*, ceux qui en déterminent le **type** et enfin l'ensemble des **motifs** qui justifient le *deal*. Ces trois différenciations se déclinent ainsi :

- La nature du *deal* peut être qualifiée de *scale deal* ou de *scope deal*. Dans le premier cas, l'acquéreur désire, en fusionnant avec ou en acquérant la cible, étendre sa présence sur son marché ou un marché très proche. Dans le second cas, la transaction permet d'avoir accès à un ensemble de possibilités dont l'entreprise ne disposait pas auparavant avec son business originel (nouveaux marchés, produits ou chaînes de distribution).
- Les types de *deal* repérés sont au nombre de quatre. Dans les *deals horizontaux*, l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une société opérant sur le même marché et qui offre des produits ou services similaires ou très proches de ceux offerts par l'acquéreur. Les *deals verticaux* désignent les cas où l'acquéreur choisit de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise présente dans la même chaîne de valeur mais à une étape de production différente. Les *deals* qualifiés de

*concentriques* concernent les opérations où l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise opérant dans la même industrie et fournissant à la même clientèle un produit ou service différent, dans une recherche de complémentarité. Les *deals conglomérats* qualifient des opérations où l'acquéreur décide de fusionner (avec) ou d'acquérir une entreprise opérant dans une industrie totalement différente de la sienne, et qui n'a aucun lien dans la chaîne de valeur de l'acquéreur, ceci dans un souci de diversification ou dans le but de réduire l'exposition au risque de l'acquéreur.

- Les motifs des M&A sont multiples mais peuvent néanmoins être regroupés autour de six enjeux clés : *augmenter la performance, obtenir l'accès à de nouveaux marchés, enlever des capacités excédentaires, acquérir des compétences ou des technologies, faire des économies d'échelle et diminuer des coûts, acquérir de jeunes sociétés prometteuses.*

Ces distinctions ont une vertu heuristique. Le but est de dégager les lignes de force de chaque M&A, tout en sachant que la réalité est souvent un peu plus nuancée. Ainsi un *scale deal* pourra aussi avoir certains aspects de *scope deal*, mais il y aura néanmoins une des deux dimensions qui sera prioritaire et dominante.

La deuxième série d'éléments mobilisés pour construire un cadre d'analyse reprend divers **indicateurs de performance des M&A** utilisés dans les cas examinés dans la littérature consultée. Il est possible aussi de les regrouper en trois catégories :

- Les indicateurs **financiers** mesurant le profit (*shareholder return*), la liquidité (*cash ratio*) et la solvabilité (le *solvency ratio* et le *debt-equity ratio*)
- Les indicateurs **opérationnels**, à savoir le *prix de l'action*, le *return on investment* (ROI), la *net financial margin* (NFM), le *revenu*.
- La mesure du **cash flow**.

L'ensemble des éléments qui permettent de caractériser une M&A ainsi que les indicateurs de performance permettront de construire un cadre d'analyse qui sera appliqué à l'étude de plusieurs cas dans la partie empirique suivante.

## PARTIE 2 : DÉMARCHE EMPIRIQUE

### 1. Méthodologie

#### 1.1. Question de recherche et paradigme épistémologique

La question étudiée dans ce mémoire est « *quels sont les facteurs de succès financiers et managériaux des M&A ?* ». Cette question a été définie au début du travail en veillant à respecter les critères de clarté, de faisabilité et de pertinence tels que définis dans l'ouvrage de Quivy et Van Campenhout (2006), ceci dans les limites du cadre d'un mémoire de fin d'études. Il s'agit, au départ d'une revue de littérature, de rassembler de manière critique une série de paramètres mobilisés pour dresser le bilan de M&A. L'objectif est ensuite d'appliquer un cadre d'analyse propre pour évaluer un petit échantillon de M&A.

Le mémoire a une ambition descriptive et comparative. La démarche de recherche proposée se situe dans un paradigme épistémologique qualifié par Gavard-Perret et al. (2012) de « réaliste scientifique ». Le but de la connaissance est de « connaître et expliquer des phénomènes observables (via éventuellement des concepts inobservables). » (Gavard-Perret, 2012, p. 25).

#### 1.2. Démarche qualitative et étude de cas

Si la démarche empirique mobilise des indicateurs quantitatifs, elle doit toutefois être qualifiée de qualitative. En effet, elle repose sur un choix de méthode – l'étude de cas – qui mobilise diverses techniques de collecte et d'analyse d'information, dont la recherche documentaire, l'analyse de données, les entretiens, etc. Dans les *deals* qui seront étudiés, des sources documentaires seront mobilisées et des indicateurs seront analysés.

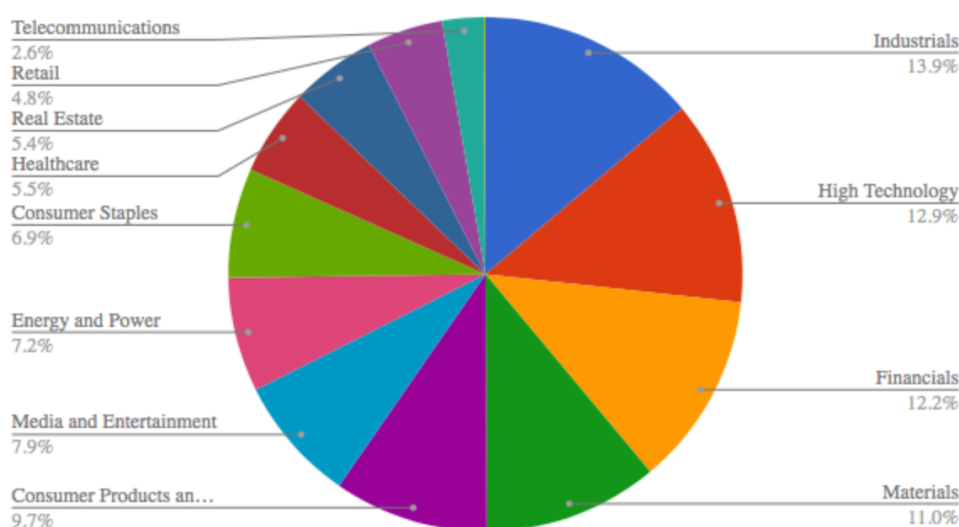
L'étude de cas est une approche exploratoire qui tente de découvrir des problématiques nouvelles, de renouveler des perspectives existantes ou de suggérer de nouvelles hypothèses (Albarelli, 2011). À travers l'étude de cas, on observe comment un contexte met en œuvre un fait, un événement. Les défis de l'étude de cas sont la représentativité du ou des cas étudiés et l'objectivité de la mise en œuvre de la démarche. Pour ne pas se

limiter à une pure description, l'étude de cas doit intégrer des contraintes méthodologiques à divers moments : la nature du cas doit être explicitée ; l'objet étudié à travers le cas doit être clairement défini et le choix du ou des cas doit être motivé. Une étude de cas ne se restreint pas à un compte-rendu ou une description ; elle intègre une dimension d'analyse, en lien avec des cadres théoriques. La justification des *deals* retenus est explicitée ci-dessous et leur analyse se fera en fonction du cadre élaboré au terme de la revue de littérature scientifique.

### 1.3. Critères de sélection des cas étudiés

Afin de mettre en exergue les différents aspects développés dans la première partie et de déterminer leur pertinence dans la réussite ou l'échec d'une M&A, il était important de choisir un secteur présentant, au cours des dernières décennies, une forte activité M&A, avec de hautes valeurs de transaction. Comme le montre le graphique 1, plusieurs secteurs tels que le secteur des technologies, de la finance et de l'industrie répondent parfaitement à ces deux critères. Toutefois, pour diverses raisons, le secteur pharmaceutique a été retenu.

*Graphique 1 - M&A by Industries in Numbers (since 1985)*



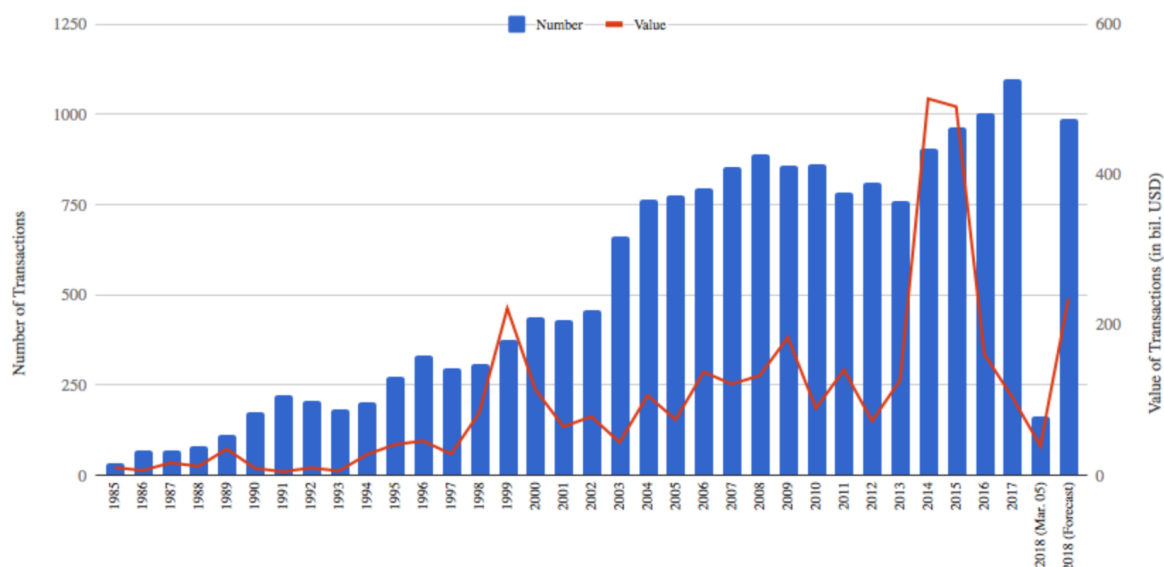
*Source : Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)<sup>2</sup>*

<sup>2</sup> Number of Mergers & Acquisitions by Industry since 1985 (IMAA - *The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances* - <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/>)

Le secteur pharmaceutique a été retenu car il a vu son activité M&A croître de façon très importante lors des vingt dernières années, passant de 250 transactions en 1995 à plus de 1000 transactions en 2017 (graphique 2). De plus, ce secteur présente l'intérêt supplémentaire d'avoir une grande diversité d'opérations réalisées. En effet, dans les multiples *deals* qui ont été effectués au cours de ces vingt dernières années, nombreux sont ceux qui avaient des objectifs très différents lors de leur réalisation. Une première vague de transactions a d'abord été motivée par un objectif de consolidation ; aux États-Unis le marché est ainsi passé de 110 à 30 véritables entreprises sur le marché (Davidovic, 2014a). Ensuite, d'autres tendances sont apparues, telle que la création de spin-offs par de grandes multinationales qui leurs permettaient de lancer de nouveaux produits afin d'éviter des croissances trop faibles des ventes dûes aux tailles trop importantes de ces multinationales (Davidovic, 2014b). Parallèlement à cette tendance, le désir d'acquisition s'est fait également fortement ressentir, et pas seulement à travers l'achat d'une petite entreprise par une grande firme, mais par des *deals* impliquant des mastodontes du secteur, tel que les *deals* Pfizer – Warner Lambert, J&J – Actelion, ou plus récemment Bayer – Monsanto.

Enfin, il est important de mentionner qu'au sein du secteur pharmaceutique, le marché américain est celui qui a la plus grande activité et qui est directement composé de certaines des plus grandes entreprises pharmaceutiques au monde (Pfizer, Johnson & Johnson, Merck, etc.). Ce choix rend l'approche comparative possible car les entreprises sont actives dans un même secteur ; elles appartiennent à une même zone géographique ; les tailles d'entreprises et les gammes de prix comparables et, enfin, elles opèrent dans une même monnaie lors de la transaction.

Graphique 2 - Mergers & Acquisitions in Biotechnology & Pharmaceuticals sector (since 1985)



Source : Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)<sup>3</sup>

Avant de débiter l'analyse des cas, il convient de préciser ce qui distingue un cas « performant » et un cas « moins performant ». La première catégorie fait référence à des *deals* représentant, après réalisation, une réussite pour la nouvelle entité. Cela sous-entend que les entreprises impliquées dans cette opération sont globalement parvenues à atteindre leurs objectifs et que la M&A constituait une décision stratégique judicieuse. À l'opposé, la seconde catégorie, les *deals* non performants, fait quant-à-elle référence à des opérations s'étant révélées infructueuses, voir désastreuses, pour une des entreprises, ou les deux. Ce deuxième type d'opérations peut souvent faire l'objet d'actions en justice entre les deux parties prenantes du *deal*, et évidemment ne pas répondre aux attentes fixées par les directions de ces entreprises.

Trois *deals* sont retenus pour l'analyse, deux performants et un moins performant :

- les performants : Pfizer – Wyeth (2009) et Merck & Company – Schering Plough (2009)
- le moins performant : Perrigo – Omega Pharma

<sup>3</sup> Number of Mergers & Acquisitions in Biotech & Pharma sector since 1985 (IMAA - *The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances* - <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/>)

L'analyse a une ambition exploratoire. En effet, le nombre limité de cas, lié au contexte d'un mémoire de fin d'études, ne permet pas de généralisation mais il constitue néanmoins un premier test du cadre proposé.

#### 1.4. Cadre d'analyse

L'analyse des cas sera structurée à partir des deux axes suggérés dans la conclusion de la revue de littérature : d'une part, la caractérisation des *deals* selon divers critères et, d'autre part, l'analyse de la performance des *deals* en fonction d'une série d'indicateurs. Les deux tableaux suivants reprennent de manière synthétique ces différents axes d'analyse, chacun des éléments ayant été explicité dans la conclusion de la revue de littérature.

*Tableau 1 – Caractérisation du deal*

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Nature du deal</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Scale</li> <li>• Scope</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Types de deal</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Horizontal</li> <li>• Vertical</li> <li>• Concentrique</li> <li>• Conglomérat</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Motifs du deal</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Augmenter la performance</li> <li>• Obtenir l'accès à de nouveaux marchés</li> <li>• Enlever des capacités excédentaires</li> <li>• Acquérir des compétences ou des technologies</li> <li>• Faire des économies d'échelle et diminuer des coûts</li> <li>• Acquérir de jeunes sociétés prometteuses</li> </ul> |

*Tableau 2 – Indicateurs de performance des M&A*

|                      |                                                                                                |                      |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| <b>Financiers</b>    | Profitabilité                                                                                  | ⇒ Shareholder return |
|                      | Liquidité                                                                                      | ⇒ Cash ratio         |
|                      | Solvabilité                                                                                    | ⇒ Debt-equity ratio  |
| <b>Opérationnels</b> | ⇒ Revenu<br>⇒ Net Financial Margin (NFM)<br>⇒ Prix de l'action<br>⇒ Return on investment (ROI) |                      |
| <b>Cash flow</b>     | ⇒ Operating Cash Flow<br>⇒ Free Cash Flow                                                      |                      |

## 2. Focus sur des opérations performantes et d'autres moins performantes

Comme expliqué précédemment, une approche comparative de situations contrastées devrait permettre de mettre en évidence des critères éventuels de succès ou d'échecs d'une M&A et, s'ils existent, de déterminer leur nature. L'analyse portera donc sur les opérations suivantes : les *deals* Pfizer-Wyeth et Merck & Co- Schering Plough dans le cadre des *deals* performants, et le *deal* Perrigo-Omega Pharma pour le *deal* moins performant.

Afin de structurer la présentation des *deals* étudiés, chacun des points suivants reprend le *deal* spécifique étudié et pour chacun de ceux-ci la présentation des entreprises concernées et la nature du *deal* qui les concerne. Sauf indication contraire, les données des tableaux sont issues des rapports annuels des entreprises concernées et, pour l'historique du prix des actions, du site Yahoo Finance. Les feuilles de calcul sur lesquelles sont basés les graphiques présentés dans ce travail se trouvent en annexe.

### 2.1. Deal performant : Pfizer – Wyeth (2009)

Ce *deal* semblait indispensable à analyser car il constitue toujours à l'heure actuelle une des plus grosses acquisitions jamais réalisées dans l'industrie pharmaceutique. Il a eu lieu en 2009 lorsque Pfizer décida d'acquérir Wyeth pour \$68 milliards.

- **Pfizer & Company**

Pfizer & Company est une société américaine fondée en 1849 à Brooklyn, New-York, par Charles Pfizer et Charles Erhart, deux jeunes entrepreneurs originaires d'Allemagne. La société fut fondée afin d'entrer sur le marché des produits chimiques fins. Leur premier produit, une forme particulière de santonine, fut un réel succès et permit aux deux entrepreneurs de lancer concrètement l'entreprise. En seulement cinquante ans, Pfizer & Company est devenue le leader du marché américain grâce en partie à la guerre civile et à l'ouverture d'un bureau et d'un entrepôt à Chicago. Dans les années qui suivirent la société s'est progressivement imposée comme le leader mondial de production de vitamine C et des technologies de fermentation. Ensuite, lors de la deuxième partie du vingtième siècle, la

direction décida d'étendre grandement la présence de Pfizer dans le monde. Cela participa grandement à la croissance de l'entreprise et lui permis d'être reconnue comme une des plus grandes compagnies pharmaceutiques au monde. Enfin, depuis le début du 21<sup>ème</sup> siècle, l'entreprise a radicalement changé sa stratégie. En effet, la direction a décidé de réaliser sa croissance à travers l'acquisition d'autres entreprises tels que Warner-Lambert, Wyeth ou Hospira plus récemment, mais également à travers la création d'unités plus petites et plus focalisées sur certaines demandes des clients.

Ce virage stratégique a été fortement marqué par les acquisitions citées précédemment et d'autres également. En effet, en 2000, Pfizer décide de marquer le coup en acquérant Warner-Lambert pour \$112 milliards, faisant de ce *deal* la plus grosse transaction jamais réalisée dans le secteur pharmaceutique. Cette acquisition fut motivée par la volonté de Pfizer de ne pas perdre le contrôle de Lipitor, un des médicaments contre le cholestérol les plus vendus dans l'histoire (Trefis team, 2014). Ensuite, l'entreprise décida en 2003 d'acquérir la compagnie britannique Pharmacia pour \$64 milliards. Cette acquisition fut elle motivée par le désir d'obtenir le contrôle d'un médicament très en vogue, le Celebrex un médicament utilisé dans le traitement symptomatique d'affections rhumatismales (Trefis Team, 2014). Six ans après cette acquisition, le *deal* entre Pfizer et Wyeth eut lieu pour la somme de \$68 milliards. Les motivations de cette opération seront expliquées de façon plus détaillée par après. Enfin, en 2015, Pfizer acquit Hospira pour \$17 milliards. Cette décision fût motivée par la complémentarité stratégique des portefeuilles de produits offerts par les deux entreprises qui permettait à Pfizer de croître et d'asseoir encore plus sa position de leader sur le marché<sup>4</sup>.

- **Wyeth**<sup>5</sup>

Wyeth est également une entreprise américaine. Elle fut fondée en 1860 à Philadelphie par les frères John et Frank Wyeth et ne représentait qu'une pharmacie avec un petit laboratoire. Ensuite, l'entreprise est rapidement devenue une des références pour la

---

<sup>4</sup> Pfizer website. *History of the company*, <https://www.pfizer.com/people/history> (consulté le 18 mars 2018).

<sup>5</sup> <https://en.wikipedia.org/wiki/Wyeth> (consulté le 18 mars 2018).

production de masse rapide de médicaments. En 1929, l'entreprise passe sous le contrôle d'Harvard University, suite au décès de Stuart Wyeth, président de l'entreprise et fils de John Wyeth. Un an après, l'entreprise achète le produit Anacin, un antidouleur, qui se révélera être un véritable porte-drapeau pour l'entreprise. L'année suivante, l'entreprise est achetée par American Home Products (AHP) pour \$2.9 millions ; commence alors une longue période qui verra l'entreprise croître fortement, via notamment de multiples acquisitions. Au cours des années cinquante, AHP est devenue le leader américain dans la production de vaccins, notamment grâce à l'approvisionnement de vaccins contre la polio. Ensuite, l'entreprise commença à commercialiser des médicaments contraceptifs, ainsi que le premier ibuprofène utilisable sans prescription dans les années 80. Enfin, la fin du 20<sup>ème</sup> siècle a vu de nombreuses acquisitions faites par AHP, mais également des tentatives de take-over, notamment par SmithKline Beecham (Ancêtre de GSK) qui tenta de fusionner avec AHP pour \$70 milliard.

Au 21<sup>ème</sup> siècle, l'entreprise AHP entra directement en relation avec Pfizer, contre qui elle perdra l'appel d'offre pour l'acquisition de Warner-Lambert. Deux ans après, AHP décida de retourner à son nom d'origine, Wyeth, afin de se focaliser sur l'activité pharmaceutique de l'entreprise. Dans les années qui suivirent, l'entreprise Wyeth dû faire face à un gros problème de santé publique, l'utilisation de progestatif et d'œstrogène pouvait accroître les risques d'arrêt cardiaque et de cancer du sein. Ce débat constitua un véritable problème pour l'entreprise jusqu'à son rachat par Pfizer en 2009.

- **Description du deal**

L'acquisition de Wyeth par Pfizer & Company est donc survenue en 2009 pour l'équivalent de \$68 milliards. Cette décision fut motivée par un désir d'économie d'échelle et de diversification de la part de Pfizer (De Angelis, 2016). Elle allait, entre autres, permettre à Pfizer « d'attaquer le marché des consumer health product, dans lequel Wyeth était un acteur très fort » (Shantikumar, 2009). De plus, cette opération offrait également l'opportunité à Pfizer d'étendre son portefeuille de médicaments contre Alzheimer. En effet, avant l'acquisition, l'entreprise ne disposait que d'un produit phare, Aricept (tout de même leader du marché), mais après ce *deal* elle allait disposer de deux nouveaux médicaments

développés par Wyeth (Shantikumar, 2009). Enfin cette opération allait permettre à Pfizer de réaliser de considérables économies d'échelle en supprimant certains départements dans les deux entreprises, par exemple. Ainsi, cette acquisition confirma la tendance nette, encore d'actualité, du secteur pharmaceutique qui était d'acquérir des acteurs du marché, afin d'obtenir de nouveaux produits, entre autres. Le développement de nouveaux médicaments étant fort coûteux et parfois difficile à commercialiser pour des grandes firmes (De Angelis, 2012), l'acquisition d'autres entreprises est devenu alors la méthode la moins coûteuse pour parvenir au même but.

## **2.2. Deal performant : Merck & Company – Schering Plough (2009)**

Ce deuxième *deal* est également être une opération intéressante car il implique deux sociétés pharmaceutiques américaines différentes des deux précédemment présentées, et il constitue surtout une des acquisitions les plus importantes du secteur pharmaceutique avec \$47.1 milliards utilisés.

- **Merck & Company**

L'entreprise Merck & Company trouve ses origines dans une pharmacie allemande acquise par Jacob F. Merck en 1668 à Darmstadt, Angel Pharmacy. Au cours du 19<sup>ème</sup> siècle, l'entreprise se développa fortement en commençant par produire à plus grande échelle, mais également en ouvrant des bureaux à Chicago et à New-York notamment, pour au final aboutir au déplacement définitif aux États-Unis et à la création officielle de Merck & Co en 1891. Dans la première moitié du 20<sup>ème</sup> siècle, l'entreprise commença à s'implémenter à l'étranger et à étendre son portefeuille de connaissance, via l'acquisition de H. K. Mulford Company, notamment, qui permit une grande avancée pour le futur de l'entreprise, le savoir-faire et la technologie dans la production de vaccins. En 1953, la direction de Merck & Co. décida de fusionner avec le plus gros fabricant de médicaments de l'époque, Sharp & Dohme. Cette fusion permit à l'entreprise de se positionner dans la production et la distribution de médicaments à plus grande échelle, mais également de renforcer sa position

dans le domaine de la recherche scientifique<sup>6</sup>. Suite à cette acquisition et jusqu'à la fin du 20<sup>ème</sup> siècle, Merck & Co réalisa de nombreuses autres acquisitions telles que Charles E. Frosst Ltd., Medco Containment Services Inc., ou Calgon Corporation qui lui permirent de s'imposer définitivement comme un acteur important du marché pharmaceutique, atteignant plus d'un milliard de vente en 1973. Cette croissance verra même Merck & Co être reconnue comme l'entreprise américaine la plus innovante et la plus admirée en 1987. Enfin, au début du 21<sup>ème</sup> siècle, la compagnie dû faire face à quelques problèmes financiers, dus notamment au retrait de Vioxx en 2004 pour lequel l'entreprise eut des problèmes juridiques. Toutefois, cela n'a pas trop fortement freiné les envies de croissance et de développement de Merck & Co. qui décida en 2004 de faire de Banyu Pharmaceutical une de ses filiales et en 2009 de conclure le *deal* avec Schering-Plough. Suivirent, en 2014, les acquisitions d'Idenix, une compagnie pharmaceutique américaine, et d'IOmet Pharma quelques années plus tard, et les partenariats en 2016 avec Quartet Medicine et Complix.

- **Schering – Plough**

Cette entreprise est le résultat d'une fusion survenue en 1971 entre Schering Corporation et Plough Inc. Toutefois, son origine est bien plus ancienne. En effet, elle était à l'origine une subsidiaire américaine de la firme allemande Schering AG. Cette firme allemande qui fut fondée en 1851 par Ernst C. F. Schering à Berlin, et qui était spécialisée dans la production de produits pharmaceutiques et chimiques. Sa subsidiaire américaine lui permettait d'exporter ses produits à l'étranger. C'est seulement en 1941, au cours de la seconde guerre mondiale, que cette subsidiaire devint Schering Corporation, une compagnie américaine indépendante. Une dizaine d'années plus tard, l'entreprise américaine commença à devenir de plus en plus célèbre, notamment via la production particulière de stéroïde et l'acquisition de White Laboratories en 1957. Ensuite, lors des années 70 la fusion avec Plough Inc., compagnie fondée en 1908 par Abe Plough, eut lieu. Cette opération, survenue en 1971, eut des répercussions directes sur la nouvelle entité. Les ventes combinées atteignirent d'emblée le demi-milliard cette année-là, représentant « la croissance la plus rapide d'une

---

<sup>6</sup> Merck & Co. Wikipedia Page, [https://en.wikipedia.org/wiki/Merck\\_%26\\_Co](https://en.wikipedia.org/wiki/Merck_%26_Co). (consulté le 20 mars 2018)

fusion dans cette industrie<sup>7</sup> ». Durant cette période, Schering-Plough eut l'image d'une société se reposant sur un seul et unique produit, la Garamycine (un antibactérien qui constituait une grosse partie des ventes de l'entreprise à l'époque, environ 40%). Afin de répondre à certains défis stratégiques, la direction décida de réaliser plusieurs acquisitions telles que Burns-Biotec, Kirby Pharmaceuticals Ltd. et Wesley Jensen, qui permirent à Schering-Plough d'entrer dans le marché de l'optique. Mais, un choix déterminant fut la décision de promouvoir Maybelline, une marque de cosmétique que l'entreprise avait achetée en 1967 et qui allait devenir une référence mondiale (aujourd'hui membre du groupe L'Oréal depuis 1995).

Au cours de son histoire, Schering-Plough s'est démarquée à de multiples reprises en développant à côté de son activité principale – les produits pharmaceutiques –, des produits pour une plus large gamme de marchés. Elle s'imposa notamment à la fin du 20<sup>ème</sup> siècle dans le marché du cosmétique à l'aide de la marque Maybelline, mais également à l'aide de produits de protection solaire développés dans les années 90.

Le 21<sup>ème</sup> siècle vu Schering-Plough faire face à deux problèmes majeurs : l'expiration de son brevet du Claritin (scientifiquement connue sous Loratadine, un antihistaminique), et qui était son produit phare (\$3 milliards de vente en 2000), et des problèmes de production dans certaines usines. Ce contexte particulier amena donc l'entreprise à entrer dans l'opération proposée par Merck & Co en 2009.

- **Description du deal**

Cette opération entre Merck & Co et Schering-Plough est aussi survenue en 2009, pour un montant total de \$47.1 milliards. Elle fut motivée par le désir de Merck & Co de résoudre d'une certaine façon les problèmes qu'elle rencontrait à l'époque : les difficultés financières dues au retrait de Vioxx<sup>8</sup> et l'expiration de certains brevets importants. Cette opération, en plus donc de permettre à Merck & Co de profiter de synergie entre les portefeuilles de produits des deux entreprises, allait permettre à l'entreprise de « diluer l'effet de

---

<sup>7</sup> Encyclopedia article : *Schering-Plough Corp facts, information, pictures*, source : International Directory of Company Histories. (consulté le 20 mars 2018)

<sup>8</sup> Un anti-inflammatoire qui a causé la mort de dizaines de milliers de personnes dans le monde.

l'expiration imminente des brevets » (Shantikumar, 2009). De plus, cette acquisition allait permettre à Merck de se diversifier. En effet, comme déjà mentionné précédemment, Schering-Plough était un important acteur sur différents marchés « externes » au cœur du secteur pharmaceutique. Le *deal* a donc permis à Merck d'étendre son activité dans des domaines thérapeutiques comme la santé des femmes ou la médication pour la santé des animaux. De plus, grâce à la grande capacité de Schering-Plough à générer du revenu provenant de marchés autres que le marché américain, Merck & Co parvenait donc via ce *deal* à atteindre son objectif d'expansion dans de nouveaux marchés, à la fois en termes de produit et en termes de localisation (Shantikumar, 2009).

Enfin, un dernier élément à mentionner par rapport à ce *deal*, est le fait qu'il fut réalisé via une fusion inverse (*reverse merger*). Cela signifie qu'en réalité, c'est l'entreprise Merck & Co. qui est devenue une subsidiaire de Schering-Plough. Toutefois, l'accord prévoyait que Schering-Plough changeait immédiatement sa dénomination pour devenir Merck. Ce stratagème avait pour but de conserver le contrat signé par Schering-Plough avec Johnson & Johnson pour la distribution du médicament Remicade<sup>9</sup>, qui représentait un des meilleurs produits du portefeuille de Schering-Plough. Toutefois, malgré cette stratégie, Merck dû quand même trouver, suite à plusieurs années de négociation juridique, un accord avec Johnson & Johnson en 2011 pour les droits de distribution. Ce bouleversement expliquera peut-être dans l'analyse du *deal* certaines observations inattendues.

### **2.3. Deal non performant : Perrigo – Omega Pharma**

Le premier *deal* non performant analysé est celui de Perrigo et Omega Pharma. Après plusieurs recherches, le choix de ce *deal* a été fait car cette M&A offrait l'opportunité d'étudier une autre entreprise pharmaceutique américaine ayant acquis une entreprise belge pour un montant restant dans les mêmes proportions que les deals précédemment étudiés. Effectivement, l'opération entre Perrigo et Omega Pharma nécessita

---

<sup>9</sup> Un médicament utilisé dans le traitement de la maladie de Crohn.

l'investissement de \$3.1 milliards de la part de l'entreprise américaine pour acquérir la firme pharmaceutique belge, sans compter les dettes (Reuters Staff, 2014).

- **Perrigo**

Perrigo Company est une société américaine fondée en 1887 par Luther Perrigo à Allegan, Michigan. Alors qu'il possédait une supérette et une entreprise de traitement des pommes, il décida de se lancer dans le marché pharmaceutique en emballant et distribuant des médicaments et produits ménagers pour des grandes surfaces. Il se distingua quelque peu en offrant gratuitement à ses clients l'opportunité d'imprimer leur nom sur les produits qu'ils vendaient, participant ainsi à l'instauration des labels privés. Arrivé au début des années 1920, la demande pour ses services excédait tellement ses capacités qu'il ouvrit une usine à Allegan. Cette décision marqua le changement définitif de l'entreprise, se spécialisant complètement dans la production de produits de soins de santé abordables. Elle se développa donc par la suite, notamment en grande partie grâce à la transition opérée dans le marché de la vente libre de médicaments. Cette transition permit effectivement à Perrigo de lancer de nombreux nouveaux médicaments disponibles sans prescription, tels que l'Advil, le Tylenol, le Flonase, l'Allegra, le Prilosec ou la Nicorette. Grâce à tous ces produits, l'entreprise fut capable de croître significativement et commença à réaliser des partenariats afin d'étendre encore plus sa présence. Afin de conforter son expansion, Perrigo commença également à réaliser des acquisitions. La première acquisition hors États-Unis fut réalisée en 1997 avec la firme Quimica y Farmacia, une entreprise pharmaceutique mexicaine. Par la suite, des acquisitions furent réalisées au Royaume-Uni et en Australie notamment, ce qui permit d'augmenter considérablement l'accessibilité de Perrigo à de nouveaux marchés. Par la suite, l'entreprise réalisa encore d'autres acquisitions afin d'élargir son portefeuille de produits, notamment avec l'acquisition en 2005 d'Agis Industries, qui permit d'ajouter un grand nombre de produits disponibles sans prescription au portefeuille de Perrigo. Cette stratégie globale de Perrigo lui a permis également de se positionner sur les marchés de la santé des animaux et des nourrissons. Enfin, au cours des dix dernières années, l'entreprise a continué sa stratégie d'expansion via des M&A, en

réalisant l'acquisition d'Elan Corporation plc en 2013 et, évidemment, l'acquisition de la firme pharmaceutique belge Omega Pharma en 2015.

- ***Omega Pharma***

Omega Pharma est une société belge assez jeune fondée en 1987 à Nazareth (Belgique) par Marc Coucke et Yvan Vindevogel. Ces deux anciens étudiants de l'Université de Gand décidèrent de se partager la société à part égale, en possédant 50% chacun. La compagnie se fit d'abord connaître via un shampoing qu'elle vendit aux pharmaciens qui pouvaient le personnaliser en partie. Suite au grand succès de ce produit, la firme lança, deux ans après sa création, la crème de bronzage Uvesol. Après cela, Omega Pharma ne cessa pas de se développer et décida, en 1998, de faire son introduction en bourse. Elle entra sur la bourse de Bruxelles, et fit partie du BEL20 pendant plusieurs années. Suite à cette introduction, Omega Pharma intensifia encore sa croissance en réalisant notamment des acquisitions d'entreprises belges et étrangères. Une autre stratégie utilisée par l'entreprise et qui fut, comme mentionné dans un point précédent, très en vogue dans l'industrie pharmaceutique, fut la constitution d'un département de l'entreprise comme une nouvelle entité indépendante. Effectivement, en 2006, Omega Pharma annonça la création de Arseus, une entité indépendante se focalisant sur la division professionnelle de la santé de l'entreprise. Cette décision devint effective via une IPO réalisée en octobre 2007 sur la nouvelle entité, qui fut introduite sur le NYSE Euronext Brussels. Cette constante progression amena l'entreprise à réaliser d'autres actions ambitieuses, telles que l'acquisition auprès de GlaxoSmithKline en 2012 du département des médicaments en vente libre de cette dernière. Cela permit à Omega Pharma d'assurer encore plus sa position avantageuse sur le marché des médicaments en vente libre. Suite à cela, la direction décida en novembre 2014 d'accepter l'offre de reprise faite par Perrigo.

- ***Description du deal***

L'acquisition d'Omega Pharma par Perrigo eut lieu le 30 mars 2015 pour un montant de \$4.2 milliards incluant \$1.3 milliards de dettes. Cette opération fut notamment motivée par le désir toujours présent d'expansion internationale. Grâce à l'acquisition de la firme pharmaceutique belge, Perrigo allait pouvoir renforcer sensiblement sa présence sur le

marché OTC<sup>10</sup> européen et s'ouvrir de nouvelles opportunités d'acquisitions sur ce même marché européen. D'autres motivations, également fréquentes dans l'industrie pharmaceutique, furent aussi avancées, telle que la volonté de renforcer considérablement son portefeuille de produits afin d'améliorer la performance de l'entreprise et de diversifier ses sources de revenus. L'acquisition d'Omega Pharma devait permettre à Perrigo d'acquérir notamment son grand réseau de distribution à travers l'Europe. Cela devait permettre en combinant le *supply chain* de Perrigo et l'expertise opérationnelle d'Omega Pharma d'améliorer la performance de l'entreprise. Enfin, une dernière raison avancée par la firme américaine fut l'opportunité d'agrandir la taille de l'entreprise, avec l'ajout d'environ 2500 employés, et d'accéder à des connaissances très approfondies du marché européen.

### 3. Analyse des facteurs de succès et d'échecs de ces opérations

Dans cette section, chacun des *deals* sera analysé en mobilisant les indicateurs proposés dans le cadre analytique afin de mettre en évidence les facteurs permettant de juger du succès ou de l'échec d'une M&A. Chaque *deal* sera caractérisé selon sa nature, son type, et les motivations qui ont entraîné sa réalisation. Ensuite, l'analyse visera à dégager quels peuvent être les facteurs de succès fiables que l'on peut considérer lorsque l'on désire faire le bilan d'une M&A.

#### 3.1. Premier *deal* : Pfizer-Wyeth

- ***Caractérisation du deal***

Pour commencer l'étude du *deal* impliquant Pfizer et Wyeth, il est intéressant de définir clairement de quel genre d'opération M&A il s'agit, de connaître sa nature, son type et les raisons qui ont poussé Pfizer à engager une telle transaction (cf. tableau « caractérisation du *deal* » dans le modèle analytique). Dans ce cas-ci, la réponse à ces questions doit être nuancée. En effet, en étudiant les raisons avancées par la direction de Pfizer, mais

---

<sup>10</sup> OTC : « Over-the-Counter »

également les analyses de certains experts, on peut définir ce *deal* comme étant un *scale deal*. De manière générale, il visait effectivement à renforcer la présence de la compagnie dans son secteur, l'industrie pharmaceutique. La stratégie de consolidation de la position de l'entreprise allait se réaliser en renforçant son portefeuille de produits, notamment avec les médicaments Bapineuzumab et Dimebon traitant la maladie d'Alzheimer. Ces médicaments produits par Wyeth allaient permettre à Pfizer de s'affirmer encore plus dans le secteur pharmaceutique. En outre, à travers également les larges possibilités d'économies d'échelle et de réduction de coût, l'entreprise allait être capable d'augmenter ses marges et de dégager plus de financement pour les départements R&D, qui constituent des maillons essentiels des compagnies pharmaceutiques (Danzon, 2014). Ensuite, grâce aux nombreuses synergies existantes entre les deux entreprises, à la fois en termes d'unité de département mais aussi d'unités de production, de nombreuses inefficiences allaient pouvoir être réduites, voir effacées dans la nouvelle entité. Il paraît donc censé de caractériser cette M&A comme étant un *scale deal*. Toutefois, cette caractérisation doit être nuancée. Bien que cela paraisse évident, la stratégie appliquée par Pfizer afin d'atteindre son objectif de consolidation implique une diversification de son portefeuille d'activités, ce qui constitue une caractéristique propre à un *scope deal*. En effet, à travers cette opération, Pfizer allait attaquer de nouveaux marchés, tels que le marché des produits de santé, le marché OTC, ou celui des produits de santé des animaux, au sein desquels Wyeth représentait un acteur majeur. De plus, l'acquisition de Wyeth allait également donner l'accès à Pfizer à un grand nombre de nouveaux produits, tels que l'Effexor ou l'Infant qui représentent de nouvelles gammes de produits pour l'entreprise. Cependant, malgré cette nuance pertinente, la caractérisation du *deal* Pfizer-Wyeth la plus censé est celle du *scale deal*.

La nature du *deal* étant définie, il convient ensuite de définir son type. Ce qui est, dans ce cas-ci, plus simple que la définition de la nature de la M&A. En effet, Pfizer acquiert via ce *deal* une entreprise opérant dans la même industrie et au même niveau de production qu'elle. Il s'agit donc d'une M&A horizontale. De plus, on pourra le voir dans les raisons ayant motivé cette opération, elle fut notamment réalisée pour parvenir à des économies d'échelle assez significatives, ce qui constitue de manière générale une conséquence très fréquente des M&A horizontales (Maksimovic & Phillips, 2001).

Concernant les motivations de cette M&A, trois éléments peuvent être mis en évidence : la réalisation d'économies d'échelle, l'acquisition de nouvelles compétences et de nouveaux produits, et enfin l'accès à de nouveaux marchés. La première constitue, comme mentionné précédemment, une des raisons principales de cette opération. Comme l'avancait la direction de Pfizer en 2009, l'entreprise espérait jusqu'à « \$4 milliards de réduction annuelle des coûts en combinant et rationalisant les opérations avec Wyeth » (UKEssays, 2013). Cette réduction des coûts s'est faite via une réduction du nombre d'employés, une restructuration des départements R&D et une réduction des coûts généraux de production. Ensuite, le deuxième élément mis en avant est l'acquisition de nouveaux produits. Cette motivation représente aussi un facteur important de l'opération car suite à cette acquisition, Pfizer décida d'arrêter de travailler sur les médicaments cardiovasculaires et de se focaliser sur six domaines thérapeutiques précis : Alzheimer, cancer, diabète, inflammation, douleur et schizophrénie (Shantikumar, 2009). Le *deal* permis à Pfizer d'avoir accès à des produits phares de Wyeth tels que l'Effexor (médicament contre la dépression), l'Enbrel (médicament pour soigner l'arthrose), ou encore le Prevnar (un vaccin). Enfin, le dernier point non négligeable de cette transaction est l'ouverture à de nouveaux marchés. Grâce à cette M&A, Pfizer eut l'opportunité d'entrer dans de nouveaux marchés tels que l'oncologie, la douleur, l'inflammation, Alzheimer, la psychose et le diabète (UKEssays, 2013). L'accès aux technologies et à l'expertise de Wyeth dans le domaine biologique et des vaccins constitua aussi un aspect stratégique très intéressant. Ces deux points ont donc également permis à Pfizer d'asseoir encore plus son rôle d'entreprise majeure dans l'industrie pharmaceutique. C'est également en analysant les nouveaux produits et marchés acquis par Pfizer grâce à ce *deal*, que l'aspect *scope deal* de l'opération apparaît, tout en ne changeant pas la caractérisation du *deal* qui reste un *scale deal*.

- **Analyse des indicateurs de performance**

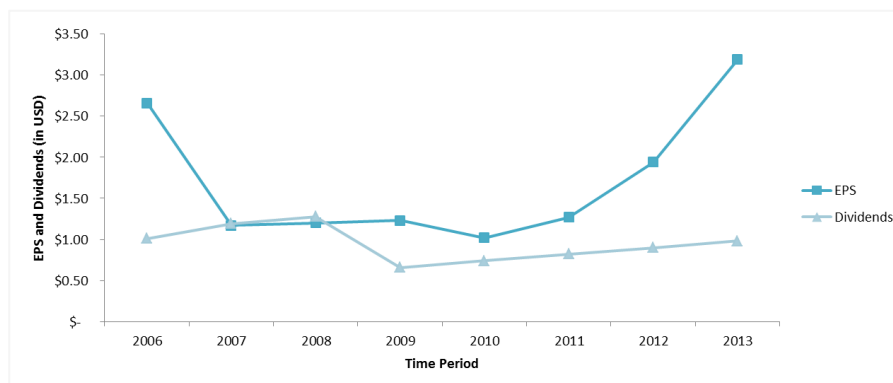
Pour la seconde partie de l'analyse, basée sur le tableau « Indicateurs de performance » développé dans le modèle analytique, l'impact de cette M&A est étudié sur une période de huit années, répartie en quatre années avant le *deal* et quatre années après ce dernier.

Cette période offrant suffisamment de recul pour distinguer les tendances et les répercussions de l'opération.

Lorsque l'on utilise le cadre d'analyse de ce second tableau, on remarque que les différents indicateurs vont, en grande partie, dans le sens des objectifs fixés par l'entreprise lors de l'acquisition de Wyeth. Cependant, une nuance est à apporter car certaines réactions varient par rapport aux attentes établies lors de la réalisation de l'opération. Ainsi, afin de faciliter la compréhension, les différents indicateurs seront étudiés successivement.

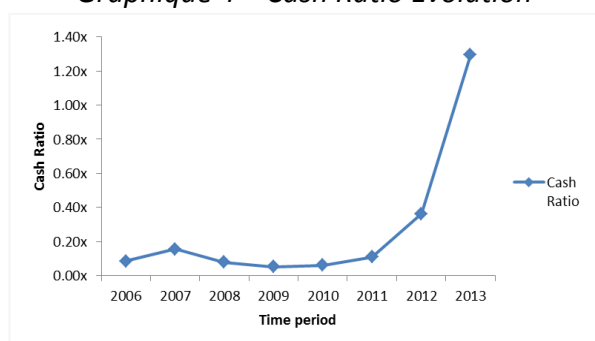
Pour commencer, lorsque l'on observe le graphique 3, on remarque directement que le *shareholder return*, mesuré à travers l'*earning per share (EPS)* et le *dividends per share*, a globalement évolué de manière positive. Le premier point d'attention se fait toutefois au niveau des dividendes qui ont subi une forte baisse lors de l'acquisition de Wyeth. Cela peut s'expliquer par le fait que Pfizer finança grandement l'acquisition via son propre cash, ce qui poussa l'entreprise à diviser par deux le montant de ses dividendes afin de dégager suffisamment de cash pour l'opération. Cette mesure fut annoncée préalablement par la direction de l'entreprise (Singer, 2009) et ne constitue donc pas un véritable problème, d'autant plus qu'après l'acquisition on remarque que les dividendes ont quasiment atteint en 2013 leur niveau initial. Là où la croissance est la plus significative, c'est au niveau de l'*earning per share (EPS)*. Celui-ci a, en effet, augmenté très significativement après l'opération, laissant suggérer, conjointement avec la progression des dividendes, une création de valeur pour les actionnaires.

Graphique 3 – EPS and Dividends Evolution

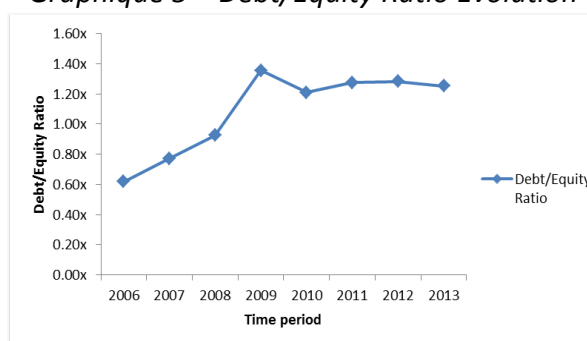


Bien qu'en théorie, il semble pertinent de peaufiner l'analyse de la dimension financière, l'étude du *cash ratio* et du *debt-equity ratio* ne semble pas représenter une analyse réellement pertinente ici. En effet, comme on peut le voir sur les graphes ci-dessous (graphiques 4 et 5), à la fois l'aspect de liquidité et celui de solvabilité n'ont pas évolué de manière inattendue ou différente suite à l'acquisition de Wyeth. La liquidité, étudiée dans le graphique 4, a elle sensiblement diminuée à l'approche de la réalisation de l'opération (celle-ci étant majoritairement financée par du cash propre de l'entreprise) pour ensuite augmenter et bénéficier quelque peu d'un effet positif de l'acquisition. Toutefois, la croissance aperçue en 2013 doit certainement être nuancée car elle est sans doute le résultat d'autres actions plus récentes entreprises par Pfizer. Enfin, lorsque l'on regarde l'évolution du *D/E ratio*, on remarque qu'il a fortement augmenté jusqu'à l'acquisition de Wyeth, ce qui est normal étant donné que la dette constitue un moyen très efficace pour lever du financement. On remarque toutefois que son niveau s'est ensuite stabilisé aux alentours de 1.2, ce qui constitue évidemment un niveau bien plus élevé que celui précédant l'acquisition, mais qui n'est pas dans l'absolu une situation anormale pour une société de l'ampleur de Pfizer. En effet, avoir un *D/E ratio* de 1.2 ne représente pas quelque chose d'inquiétant pour de telles compagnies.

Graphique 4 – Cash Ratio Evolution



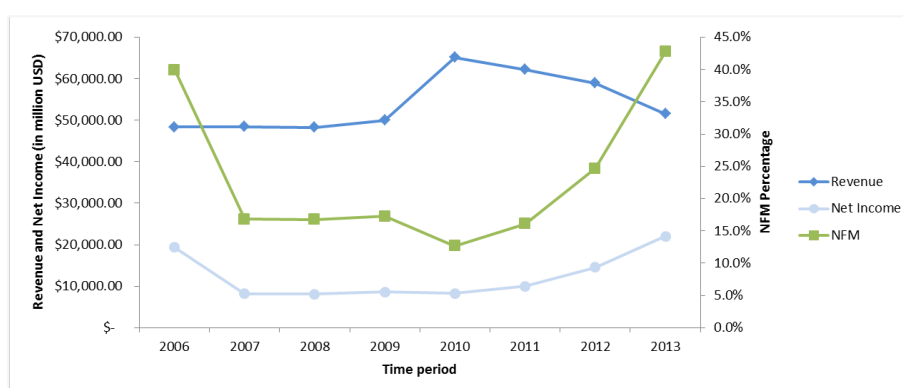
Graphique 5 – Debt/Equity Ratio Evolution



Après avoir étudié la dimension financière, il est évidemment important de s'intéresser à la dimension plus opérationnelle de l'entreprise. Lorsque l'on observe le graphique 6, on remarque que les économies d'échelle recherchées par Pfizer ont été effectivement trouvées. On constate directement que les revenus ont, tout d'abord, augmenté fortement pour ensuite diminuer petit à petit pour presque atteindre le même niveau qu'avant

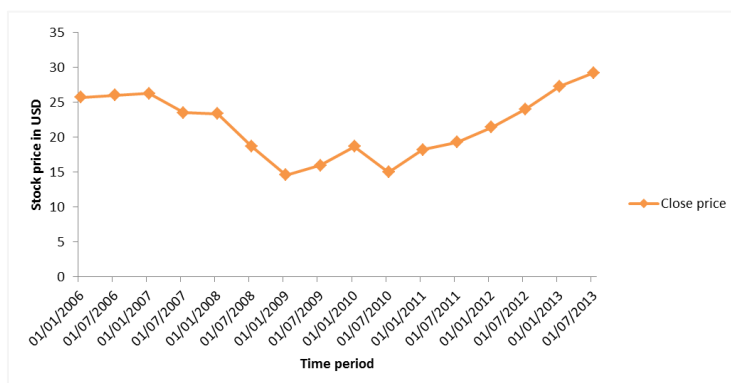
l'acquisition. Cela est également dû à de nombreuses autres variables survenues bien après *le deal* telles que l'expiration de certains brevets. Ensuite, ce qui explique les économies d'échelle, et qui apporte encore plus de nuance à ce retour à la normale des revenus, est l'évolution positive à la fois du *net income* ainsi que de la *net financial margin*. Cette amélioration positive témoigne de la bonne intégration de Wyeth au sein de l'entité Pfizer, et aussi des nombreuses synergies existantes entre ces deux compagnies et qui ont été trouvées via la M&A.

Graphique 6 – Revenue, Net Income and Net Financial Margin Evolution



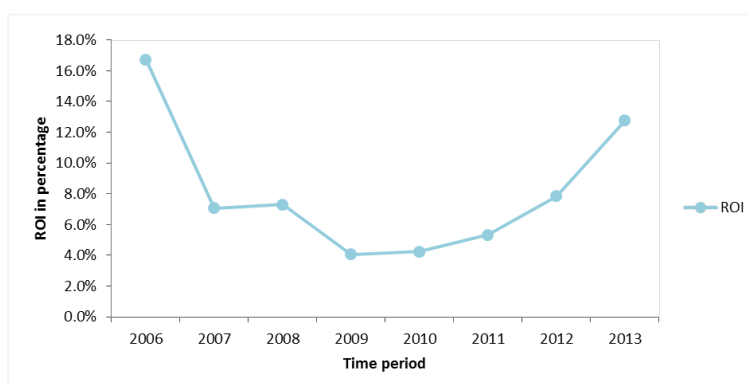
Afin d'approfondir l'analyse de la dimension opérationnelle, il est également intéressant d'étudier l'évolution du *Return on Investment (ROI)* ainsi que l'évolution du prix de l'action de Pfizer. Le graphique 7 montre que le prix de l'action Pfizer a suivi une évolution qu'on pourrait considérer comme normale. Elle a tout d'abord diminué, suite à l'annonce et à la réalisation de l'opération (malgré un petit regain début 2010), pour ensuite augmenter progressivement tous les six mois et atteindre, quatre ans après, \$29.23. Il faut noter qu'actuellement, le cours de l'action Pfizer est coté à \$37.06 (25/04/2018). Cette diminution lors de l'annonce et de la réalisation de la M&A n'a rien d'anormal. Il s'agit d'un phénomène très fréquent qui peut traduire l'anxiété des actionnaires ou investisseurs de voir l'entreprise augmenter son exposition au risque et de voir les dividendes qu'elle offre diminuer fortement en cas d'échec de l'opération. Toutefois, l'augmentation du prix de l'action qui a suivi laisse également envisager le succès de l'intégration de Wyeth au sein de l'entité, et une réelle exploitation des synergies entre les deux entreprises.

Graphique 7 – Stock Price Evolution



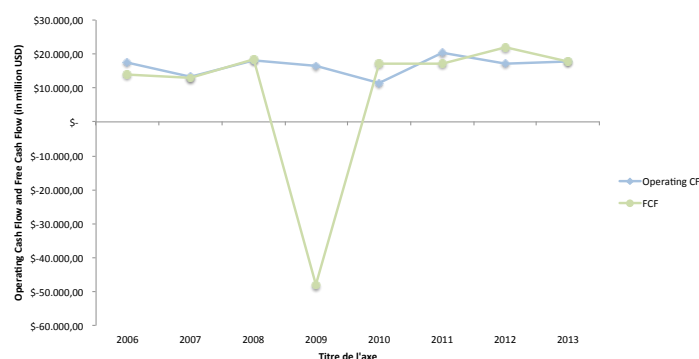
En ce qui concerne le *Return on Investment*, son calcul est basé sur la formule la plus communément utilisé (selon le magazine *Entrepreneur*), c'est-à-dire le ratio considérant le *net income* sur le *total assets*. Le graphique 8 montre que l'acquisition de Wyeth a permis à Pfizer d'améliorer progressivement son *return on investment*. Celui-ci était descendu fort bas en 2009 mais a ensuite constamment augmenté d'année en année après la M&A. Cela laisse aussi supposer que l'opération représentait bien un moyen efficace de faire face aux différentes difficultés affrontées par l'entreprise, mais également que l'intégration de Wyeth au sein de Pfizer s'est opérée avec succès.

Graphique 8 – Return on Investment Evolution



Finalement, l'évolution de la génération de *cash flows*, la dernière dimension du modèle analytique, présente, elle aussi, une progression positive et logique par rapport à l'appréciation d'une intégration réussie. En effet, le graphique 9 montre que l'effet général de la M&A n'est pas spécialement fort sur la génération de *cash flows*.

Graphique 9 – Operating Cash Flow and Free Cash Flow Evolution



Comme on peut le supposer aisément, la chute très importante des FCF en 2009 est due à l'acquisition de Wyeth et au coût important que cela représente pour l'entreprise (augmentation des *capital expenditures*).

En dehors de cette exception, on peut voir que l'impact de la M&A sur la génération de *cash flows* a été progressivement positif. Bien que cet impact ait été moindre sur les *operating cash flows*, avec seulement une légère progression puis un retour au niveau de 2006, on note que les FCF sont, quant-à-eux, passés d'environ \$13 milliards en 2006 à \$22 milliards en 2012, représentant une importante hausse de 58.4%. Cette augmentation des FCF laisse aussi suggérer la bonne adéquation des deux entreprises, ainsi que la véritable complémentarité des portefeuilles de produits et de marchés ayant motivé l'opération.

### 3.2. Deuxième *deal* : Merck-Schering Plough

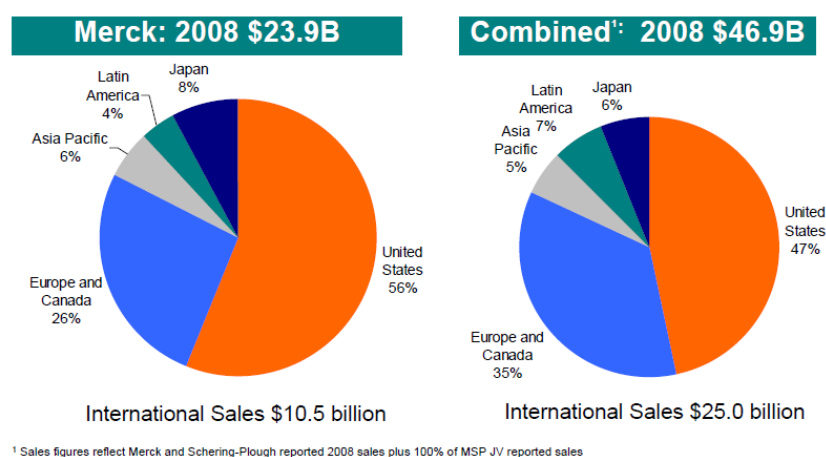
- **Caractérisation du *deal***

Pour l'étude de ce *deal*, la structure d'analyse va être la même que celle utilisée lors de l'étude du *deal* Pfizer-Wyeth. Dans un premier temps, la M&A sera caractérisée à l'aide des critères développés dans le premier tableau du modèle analytique.

Pour commencer, on constate aisément que la nature du *deal* est la même que celle du *deal* Pfizer-Wyeth. Il s'agit d'un *scale deal*. En effet, la fusion inverse de Merck avec Schering-Plough représente la fusion de deux entreprises opérant dans la même industrie, l'industrie pharmaceutique, sur le marché américain et au même niveau de production. Cela se

confirme notamment par la complémentarité<sup>11</sup> des portefeuilles de produits des deux entreprises. Cette M&A apparaît bien comme étant un *scale deal* car elle permet à Merck d’asseoir sa position dans l’industrie pharmaceutique en augmentant considérablement ses revenus, comme le montrent les graphiques 10a et b mentionnant l’intérêt de la consolidation des deux entreprises. Cette hausse des revenus serait notamment due au renforcement du portefeuille de médicaments de Merck, particulièrement dans les domaines cardiovasculaire, respiratoire, antiviral et expérimental.

*Graphique 10a et 10b – Amélioration théorique des revenus de Merck suite à la fusion (basé sur les revenus de 2008)*



*Source : Présentation PowerPoint produite par Merck et Schering-Plough*

Toutefois, une nuance peut également être apportée à la caractérisation de cette opération comme *scale deal*. Comme on peut également le constater sur les graphiques 10a et b, la fusion avec Schering-Plough devait aussi, selon la direction de Merck, leur permettre de réaliser un des objectifs clés de l’entreprise qui est le renforcement de sa position à l’international (et notamment dans les pays émergents). Effectivement, l’expansion internationale ainsi que la diversification du portefeuille de produits constituent deux éléments cruciaux ayant motivé l’opération. Cela peut évidemment être perçu comme une caractéristique d’un *scope deal*. Toutefois, l’expansion internationale se fait aussi grandement à travers une meilleure commercialisation du portefeuille « classique » de

<sup>11</sup> Complémentarité identifiée notamment par Les Funtleyder, un analyste de Miller Tabak Advisors, en 2009 dans un article de CNN (D. Goldman et Aaron Smith, CNN, *Merck and Schering-Plough in \$41B merger*).

Merck. Donc, seule persiste réellement la diversification de portefeuille, qui constitue, comme pour Pfizer (avec Wyeth), un élément important pour le développement de l'entreprise. Effectivement, Merck a pris la décision de changer quelque peu de stratégie et de ne plus uniquement se reposer sur sa culture fortement axée scientifique (Jarvis, 2009). Ce changement s'opère par la fusion avec Schering-Plough et l'accès à des nouveaux marchés sur lesquels cette dernière est présente, tels que le marché des produits de santé animale et le marché des produits de santé grand public où Merck n'était initialement pas fort positionné.

Ensuite, la caractérisation du type de M&A est également similaire au cas Pfizer-Wyeth, la fusion Merck-Schering-Plough étant effectivement une M&A horizontale. Comme mentionné précédemment, les deux entreprises opèrent au sein du même secteur d'activité, l'industrie pharmaceutique, et au même niveau de production. Aucun doute ne subsiste ici quant à la caractérisation de l'opération comme étant une M&A horizontale.

Dans le but d'avoir une complète définition du profil de l'opération, il est maintenant indispensable d'identifier précisément les raisons de cette M&A. Tout d'abord, comme expliqué dans l'identification de la nature du *deal*, celui-ci fut notamment motivé par un désir d'augmenter la performance pour Merck en renforçant son portefeuille de produits. L'opération lui a permis d'obtenir les médicaments tels que Noxafil et Avelox pour les maladies infectieuses, l'Integrilin pour les problèmes cardiaques ou de métabolisme, le Temodar en oncologie, le Nasonex et l'Asmanex pour les problèmes respiratoires. Tous ces médicaments viennent s'ajouter à plusieurs produits déjà offerts par Merck sur ces segments, et permettent à l'entreprise d'augmenter ses revenus et de s'imposer encore plus sur ces mêmes segments. D'un autre côté, Merck a aussi eu accès à de nouveaux marchés grâce à Schering-Plough. Cette dernière lui a permis d'investir considérablement le marché des produits de santé animale, au sein duquel Schering-Plough était considéré comme un leader mondial avec plus de mille produits disponibles (vaccins et pharmaceutiques), ainsi que le marché des produits de santé grand public où Schering-Plough distribuait ses produits, notamment, sous les trois grandes enseignes : Dr. Scholl's, Claritin et Coppertone.

Une autre motivation à mentionner, qui se rapporte toujours à l'accès à des nouveaux marchés, est l'opportunité d'expansion internationale qu'offrait Schering-Plough à Merck. Comme le montrent les graphiques 10a et b, si l'on comparait un an avant l'opération les revenus de Merck sans et avec consolidation, on remarque que l'internationalisation est fortement prononcée à travers la fusion. Les revenus, venant initialement pour plus de la moitié des États-Unis (57%), proviendraient alors pour 53% de l'étranger. En effet, les revenus internationaux avec la consolidation passeraient de \$10.5 milliards à \$25 milliards.

Enfin, la possibilité de développer plus efficacement de nouveaux produits ou médicaments grâce à l'expertise et à la connaissance dont dispose aussi Schering-Plough constituait également une motivation pour Merck. Cette opportunité d'acquérir des compétences et des technologies s'illustre déjà à travers la joint-venture existante entre les deux compagnies pour la création et la distribution de deux médicaments phares sur le segment cardiovasculaire et métabolique de l'industrie pharmaceutique, le Vytorin et le Zetia. Cette joint-venture produisait en 2008 un des plus gros revenus de l'entreprise avec \$4.6 milliards. Cette expérience laissait donc augurer de bons présages pour une collaboration rapprochée sur de nombreux autres segments.

Une dernière motivation également évoquée par Richard T. Clark, le CEO à l'époque, était l'opportunité de réduire les coûts de l'entreprise. Cette M&A devait permettre de réduire de \$3.5 milliards par an les coûts grâce à la consolidation de différents départements tels que la recherche, la production, l'administration et le marketing (Singer, 2009). Ces économies d'échelle se réaliseraient entre autre par une réduction de près de cent mille emplois, principalement dans les marchés internationaux.

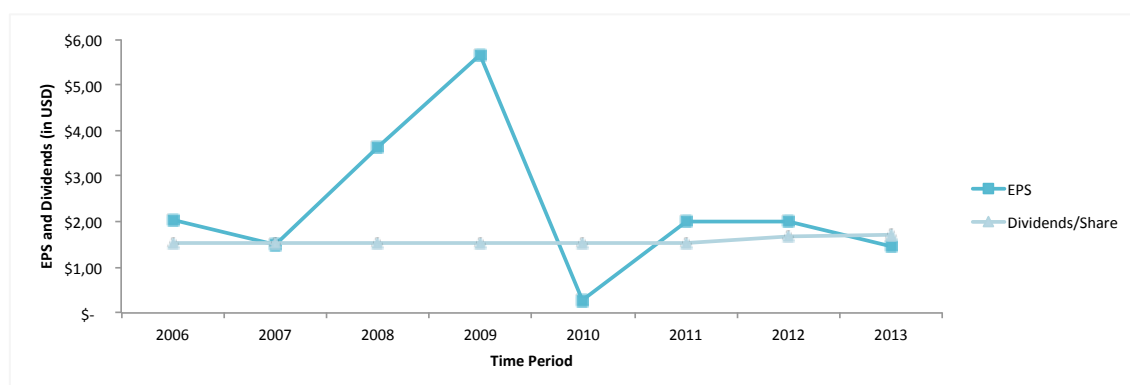
- ***Analyse des indicateurs de performance***

Cette seconde partie de l'analyse va être développée sur base du tableau « Indicateurs de performance » établi dans le cadre analytique, et en suivant la même présentation que pour le cas Pfizer-Wyeth. Dans ce cas-ci aussi, la période d'étude s'étend sur huit ans, quatre années avant l'opération et quatre années après, donnant ainsi une vue suffisamment longue sur les potentiels effets de la M&A entre Merck et Schering-Plough.

Lorsque l'on mobilise les indicateurs du cadre d'analyse, on remarque qu'il y a effectivement des tendances qui se dégagent suivant les objectifs établis par la firme. Cependant, on note également qu'il y a de nombreuses nuances et remarques à apporter à l'analyse. Les divers indicateurs sont examinés ci-dessous.

Pour commencer cette analyse, il est intéressant d'étudier la rentabilité de l'opération à travers le *shareholder return* que l'on observe via l'évolution de l'*earning per share (EPS)* et du *dividends per share* au cours de la période définie. En examinant le graphique 11, on constate d'abord que le *dividends/share* n'a pas changé lors de l'opération, et qu'il a par la suite un peu augmenté, passant de \$1.52 en 2009 à \$1.72 en 2013. Cette évolution n'est pas surprenante et laisse indiquer que l'intégration de Schering-Plough au sein de Merck s'est probablement bien déroulée. En effet, la direction de Merck avait annoncé lors de la fusion, afin de rassurer ses actionnaires, que les *dividends/share* ne diminueraient pas, ce qui a effectivement été le cas (Singer, 2009). Pour ce qui est de l'augmentation, elle pourrait effectivement laisser supposer la réussite de la fusion. Concernant l'*EPS*, la progression est quant à elle plus chaotique et sème un léger doute quant à cette première « semi-conclusion » de réussite de l'opération. En effet, on remarque qu'avant la réalisation de la M&A, l'*EPS* avait augmenté considérablement, atteignant \$3.64 en 2009, pour ensuite diminuer et se stabiliser entre \$2 et \$1.47. Toutefois, on note que l'entreprise offre rapidement des *EPS* du même niveau qu'avant fusion, ce qui affaiblit quelque peu la nuance faite sur l'évolution positive du *shareholder return* de l'entreprise.

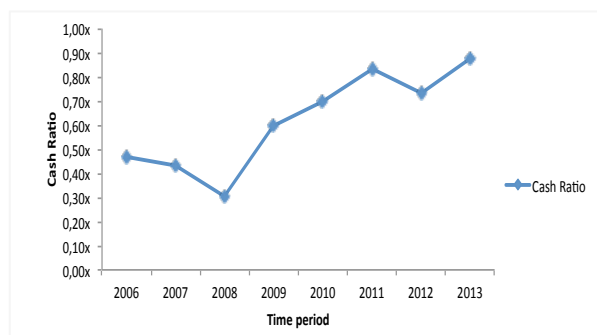
Graphique 11 – Earning per Share and Dividends per Share Evolution



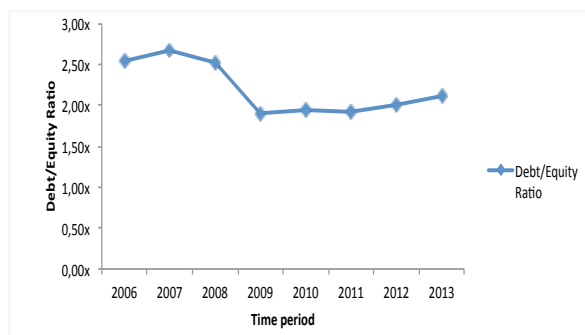
Après avoir analysé la rentabilité, il est intéressant d'approfondir la dimension financière en étudiant les critères de liquidité et de solvabilité (graphiques 12 et 13). Pour le premier, le *cash ratio* est utilisé. Il a grandement augmenté suite à l'opération, passant de 0,31 en 2008 à 0,87 en 2013. Cela peut également constituer un élément attestant le succès de l'opération entre Merck et Schering-Plough. Effectivement, le passif à court terme (*current liabilities*) ayant faiblement augmenté, cela démontre la forte capacité de la nouvelle entité à générer du cash. Elle détenait, en 2013, trois fois plus de *cash and cash equivalents* qu'en 2008, confirmant ainsi d'une certaine façon la bonne tenue de l'entreprise suite à la fusion.

En ce qui concerne la solvabilité, le *debt on equity ratio* montre la forte diminution lors de l'année de la fusion, ce qui peut paraître surprenant au premier abord. Toutefois, cela s'explique par le choix de Merck de financer l'opération en partie par de la dette mais également par des fonds propres, et par l'ajout des capitaux propres détenus par Schering-Plough à ceux de l'entreprise. L'augmentation de l'endettement de la firme ayant été proportionnellement inférieure à l'augmentation des capitaux, cela a donc entraîné une baisse du *debt/equity ratio*. En conclusion, le niveau de ce ratio étant relativement élevé avant l'opération, on peut en déduire que cette fusion représenta une façon de le diminuer quelque peu et d'offrir à l'entreprise une exposition moins élevée au risque.

Graphique 12 – Cash Ratio Evolution



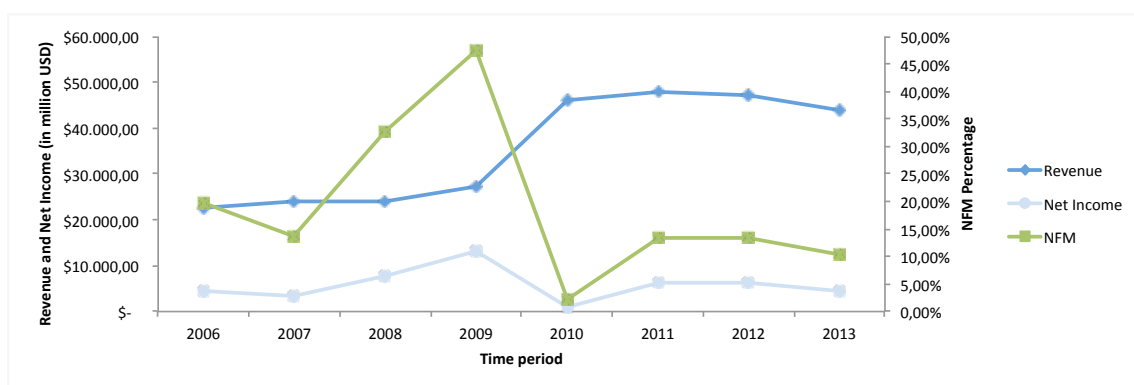
Graphique 13 – Debt/Equity Ratio Evolution



Si l'on s'intéresse à présent à la dimension opérationnelle et à la manière dont celle-ci fut impactée par l'opération, on peut constater sur le graphique 14, une situation quelque peu paradoxale. Les revenus ont fortement augmenté suite à la fusion avec Schering-Plough, laissant deviner que l'opération fut un succès et a permis à l'entreprise d'améliorer ses

performances. Toutefois, une rectification doit être faite par rapport à cette « amélioration de la performance ». Comme on peut le constater dans le graphique 14, à la fois le *net income* et la *NFM* ont sévèrement diminué suite à la M&A, ce qui est principalement dû à la hausse très importante des coûts de l'entreprise (voir annexe A). La réalisation d'économies d'échelle et la réduction des coûts étaient un des objectifs de la direction de Merck, annonçant l'existence de synergies importantes qui permettraient cette réduction. Toutefois, lorsque l'on regarde l'évolution des coûts ainsi que celle du *net income* et de la *net financial margin* on remarque clairement que cet objectif n'a pas été atteint. Cela laisse donc supposer que, soit la fusion n'a pas été réalisée avec autant de succès que ce que les autres critères laissent envisager, soit que la réduction des coûts ne constituait pas un objectif réalisable à travers cette opération. Ainsi, malgré l'augmentation considérable des revenus, l'étude de ces critères apporte une nuance certaine quant à la réussite véritable de la fusion entre Merck et Schering-Plough.

Graphique 14 – Revenue, Net Income and Net Financial Margin Evolution

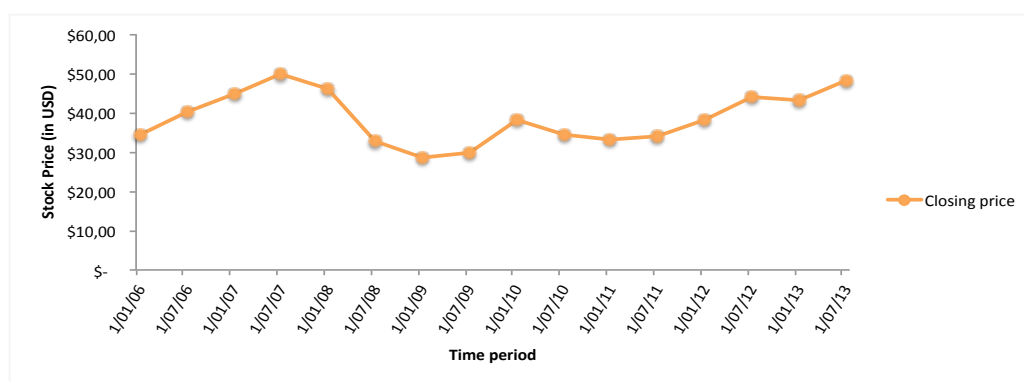


Le troisième élément relatif à la dimension opérationnelle est l'évolution du prix de l'action Merck. Comme on peut le constater dans le graphique 15, l'entreprise a connu une baisse, somme toute attendue, du prix de l'action avant la réalisation de la fusion avec Schering-Plough. Cela n'est pas surprenant dans le sens où il est très fréquent qu'une entreprise rencontre une baisse du cours de son action une fois qu'elle annonce sa volonté de réaliser une M&A (Murphy, 2018). Effectivement, la réalisation d'une telle opération provoque généralement une réaction d'appréhension chez de nombreux actionnaires ou investisseurs, qui voient un risque d'échec de l'opération ou de son intégration, et donc une perte de

valeur pour eux à terme. Toutefois, la progression du cours de l'action après la réalisation de l'opération laisse suggérer que la fusion entre les deux compagnies s'est réalisée avec succès.

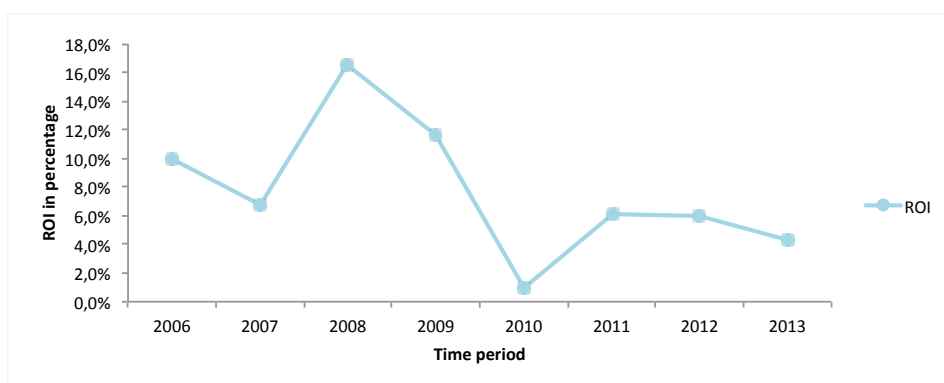
Cependant, le prix de l'action n'étant qu'un faible indicateur d'une tendance, et l'évolution n'étant pas démesurée, il n'est pas possible de tirer de conclusion affirmative à l'aide de l'étude de ce critère.

*Graphique 15 – Stock Price Evolution*



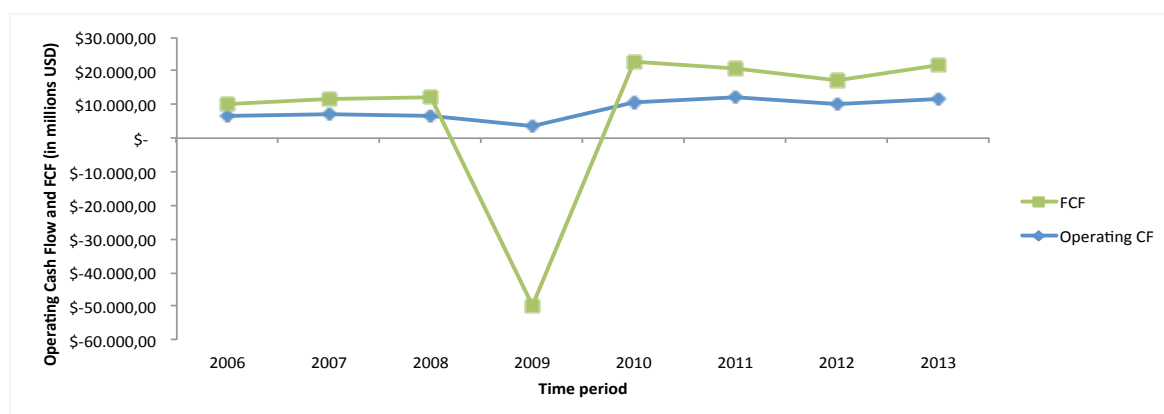
Enfin, le dernier élément abordé dans l'étude de la dimension opérationnelle est le *Return on Investment (ROI)*. Celui-ci est présenté dans le graphique 16 et peut sembler, à première vue, inquiétant suite à sa grande instabilité. Toutefois, lorsque l'on s'intéresse aux différents paramètres, on note tout de suite que sa baisse nette, et partiellement récupérée depuis l'opération, est majoritairement due à l'ensemble des actifs qui ont plus que doublé suite à la fusion de Merck avec Schering-Plough, passant de \$47 milliards en 2008 à \$112 milliards fin 2009 (voir annexe B). Cependant, cela ne doit pas non plus masquer un élément déjà mentionné précédemment qui est la baisse du *net income*, provoquant également la diminution du *ROI*. Cette évolution est donc aussi liée à « l'échec » partiel d'un des objectifs de l'entreprise, qui était une diminution des coûts. Effectivement, la baisse du *net income* est due à l'augmentation importante des coûts quasiment proportionnelle à l'augmentation des revenus.

Graphique 16 – Return on Investment Evolution



Afin de compléter cette seconde analyse, la génération de *cash flows* est examinée. Le graphique 17 montre l'évolution des *operating cash flows* et des *free cash flows (FCF)*. On remarque que l'un comme l'autre a connu une progression positive depuis la réalisation de la fusion en 2009. L'énorme diminution des FCF cette année-là était due à la réalisation de l'opération elle-même qui impliqua un niveau très élevé de *capital expenditures*. Cette augmentation de la génération de cash laisse penser que l'intégration de Schering-Plough s'est opérée avec succès et que les synergies pressenties entre les deux entreprises existaient bel et bien et ont été exploitées efficacement. La forte augmentation des *FCF*, de \$3.5 milliards en 2006 à \$10.3 milliards en 2013, confirme effectivement cette conclusion d'une M&A réussie.

Graphique 17 – Operating Cash Flow and Free Cash Flow Evolution



### 3.3. Troisième *deal* : Perrigo-Omega Pharma

- ***Caractérisation du deal***

Pour l'étude de ce *deal* impliquant Perrigo et Omega Pharma, le même schéma d'analyse que celui utilisé précédemment pour les *deals* le sera à nouveau. Ainsi, concernant la nature de cette M&A, elle semble aisément qualifiable de *scale deal*. Bien qu'une petite différence apparaisse entre ce *deal* et les deux *deals* précédents (la cible n'étant pas une société américaine mais une société belge), celui-ci reste aisément qualifiable de *scale deal*. En effet, l'opération entre Perrigo Company et Omega Pharma concerne deux entreprises opérant dans le secteur pharmaceutique et au même stade de production/distribution. Une nuance pourrait toutefois être apportée ici aussi. Un des objectifs clairs à travers cette M&A était, pour l'entreprise américaine, d'étendre sa présence en Europe et de consolider sa position pour finalement faire figure de leader du marché OTC européen. Cet objectif pourrait être vu comme caractéristique d'un *scope deal* car il implique très probablement l'introduction de l'entreprise dans de nouveaux marchés nationaux européens, là où sa présence n'est encore que très faible. Toutefois, bien que cette explication puisse être pertinente, elle n'est que mineure. Effectivement, l'objectif en question représente autant un renforcement de la présence de Perrigo dans des marchés nationaux européens qu'elle avait déjà ciblé, que dans de nouveaux marchés nationaux. Ce fait n'est donc pas un point suffisant que pour classer ce *deal* comme étant un *scope deal*. Il s'agit, en effet, bien d'un *scale deal*.

Pour ce qui est du type de l'opération, celui-ci semble très aisé à déterminer également. En effet, les entreprises ont tout d'abord des caractéristiques similaires : elles opèrent principalement sur le marché des produits et médicaments en vente libre (Perrigo en étant le leader mondial) et sont de tailles comparables (en 2014, Omega Pharma généra \$1.54 milliards de revenus, tandis que Perrigo en généra \$4 milliards). De plus, on peut ajouter qu'elles opèrent au même niveau de la chaîne de production/distribution dans l'industrie pharmaceutique. Une fois tout cela pris en considération, on peut donc caractériser l'opération comme étant une M&A horizontale.

Enfin, lorsque l'on identifie les raisons qui ont poussé Perrigo à réaliser l'acquisition d'Omega Pharma, on constate que celles-ci peuvent être répertoriées à travers quatre objectifs différents : l'augmentation de la performance, l'obtention d'accès à de nouveaux marchés, et dans une moindre mesure la réalisation d'économies d'échelle et l'acquisition de compétences et technologies. L'augmentation de la performance constitue effectivement un des objectifs clairs de l'opération. Comme l'avait avancé la direction de Perrigo dans ses communiqués de presse<sup>12</sup>, l'acquisition d'Omega Pharma allait leur permettre de renforcer sensiblement le portefeuille de produits de l'entreprise et d'améliorer sa performance, via notamment le renforcement de sa position de leader sur le marché des produits de soins de santé. Ce renforcement est bien représenté dans l'annexe C, où l'on peut voir que le marché des produits de soins de santé est véritablement devenu le marché phare de l'entreprise. Cette diversification du portefeuille avait évidemment pour but d'améliorer la santé financière de l'entreprise et lui permette de diversifier sa base de revenus et sa génération de *cash-flows*, la rendant ainsi de moins dépendante de l'un ou l'autre produit phare. En effet, grâce à Omega Pharma, Perrigo aurait dès lors à disposition 54 marques de produits de soins de santé en plus dans son portefeuille. Ces marques distribuées sur le marché OTC étaient autrefois détenues par GlaxoSmithKline puis rachetées par Omega Pharma en 2012. Tout cela allait également lui permettre de générer un niveau plus important de *cash-flows* et ainsi d'assurer un rapide remboursement de la dette après la clôture du *deal*.

Dans cette même idée de renforcement, il y a également l'objectif d'expansion internationale. Le désir d'accéder à de nouveaux marchés fut également un critère prédominant dans la réalisation de l'opération. Effectivement, à travers l'acquisition de la firme pharmaceutique belge, Perrigo désirait étendre considérablement sa présence sur le marché européen. L'idée était de profiter du large réseau commercial d'Omega Pharma composé d'environ 211 000 pharmaciens, 105 000 magasins de détail et 3900 parapharmacies (Patrick, 2015). Cette notion d'expansion internationale à travers le réseau

---

<sup>12</sup> Press release, *Perrigo Company plc Completes Acquisition Of Omega Pharma Invest N.V., Creating A Top Five Global OTC Company*, <http://perrigo.investorroom.com/2015-03-30-Perrigo-Company-plc-Completes-Acquisition-Of-Omega-Pharma-Invest-N-V-Creating-A-Top-Five-Global-OTC-Company> (consulté le 4 mai 2018).

d'Omega Pharma révèle également une autre raison ayant entraîné le *deal*, celle de l'acquisition de compétences et technologies de l'entreprise belge. En effet, via l'opération, Perrigo accédait à une grande expertise du marché OTC européen et un large réseau de professionnels expérimentés. De plus, l'acquisition permettait aussi à la firme américaine de profiter de l'expérience et de l'expertise du management de la compagnie belge. Cette équipe de management possédait une grande connaissance de la réglementation européenne et des manœuvres de commercialisation des produits OTC en Europe. Enfin, un dernier point mineur avancé lors de cette acquisition est peut-être l'opportunité de réaliser quelques économies d'échelle en combinant le supply chain très développé de Perrigo au réseau et à l'expertise d'Omega Pharma. Toutefois, contrairement aux précédents *deals* analysés, la réalisation d'économies d'échelle ne constitue pas un objectif clair et crucial de l'opération. Cela reste un but secondaire qui ne doit pas cacher les objectifs premiers que sont essentiellement l'augmentation de la performance et l'expansion sur de nouveaux marchés.

Il est important de préciser, avant d'analyser les indicateurs, que l'opération entre Perrigo et Omega Pharma fait, à l'heure actuelle, l'objet d'une procédure d'arbitrage sollicitée par l'entreprise américaine. Celle-ci accuse Marc Coucke d'avoir embelli frauduleusement les comptes d'Omega Pharma d'environ 1,9 milliard d'euros. Selon Perrigo, la société belge aurait embelli ses comptes en référant des produits invendus comme vendus (La Libre, 2016). De son côté, Marc Coucke nie évidemment toute forme de tricherie (La Libre, 2016). Toutefois, cette donnée doit être prise en compte lorsque l'on analyse les indicateurs, leur évolution étant évidemment influencée par cette délicate situation post-*deal* entre les deux entreprises.

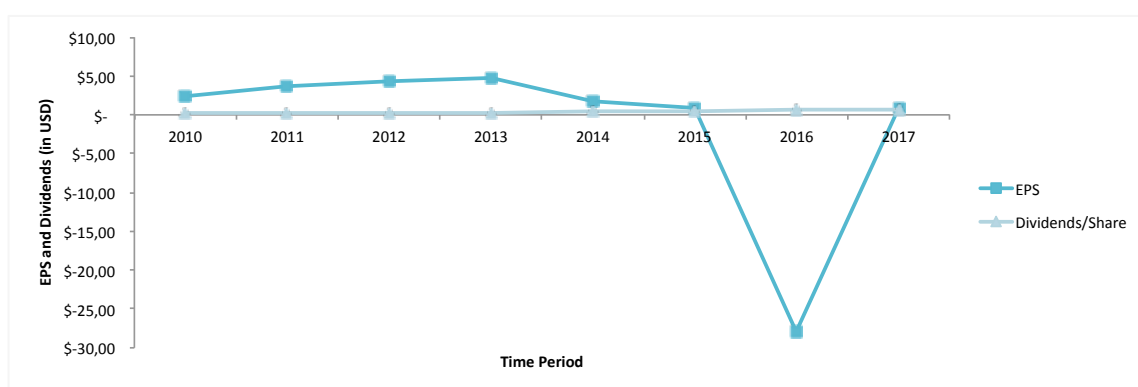
- ***Analyse des indicateurs de performance***

Pour l'analyse des indicateurs de performance du *deal* entre Perrigo et Omega Pharma, une période de huit années a également été retenue afin de conserver la dimension comparative avec les autres *deals* analysés. Toutefois, il est très important de mentionner qu'ici la répartition des années au cours de cette période est différente par rapport aux *deals* précédents. Effectivement, l'acquisition d'Omega Pharma ayant eu lieu entre la fin

2014 et le début 2015, l'après *deal* ne s'étudie que sur environ deux ans et demi au lieu de quatre ans dans les autres cas. Néanmoins, les données permettent une analyse pertinente de l'opération.

Pour commencer l'analyse, on s'intéresse à la dimension financière et, pour commencer, plus particulièrement à la rentabilité de l'opération. Comme précisé dans la caractérisation du *deal*, la création de valeur pour les actionnaires constituait un des objectifs principaux pour Perrigo. Cependant, lorsque l'on observe le graphique 18, on constate tout de suite qu'aucune création de valeur n'a été produite via l'opération. En effet, l'*earning per share* n'a cessé de diminuer suite à l'acquisition d'Omega Pharma, passant de \$4,68 en 2013 à \$0,84 en 2017. Il a même atteint un niveau incroyablement bas de \$-28,01 en 2016 dû à la découverte d'une déficience de charges de \$1,67 milliards au sein du business des marques de soins de santé, qui a entraîné l'introduction d'une procédure d'arbitrage à l'encontre d'Omega Pharma par Perrigo (Wilkes, 2016). Cette évolution négative accompagnée de l'augmentation conséquente mais anecdotique des *dividends per share*, de \$0,35 en 2013 à \$0,64 en 2017, laisse concevoir l'échec de ce *deal* et la non-crédation de valeur pour les actionnaires.

Graphique 18 - Earning per Share and Dividends per Share Evolution

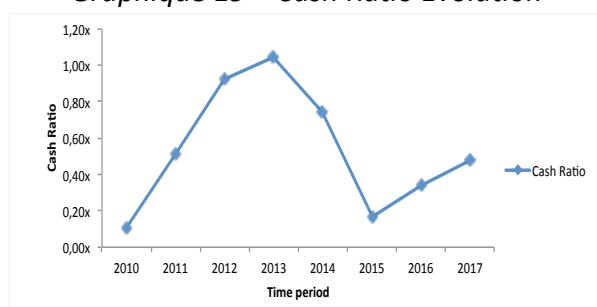


Pour ce *deal* aussi, il peut être intéressant d'étudier dans la dimension financière les aspects de liquidité et de solvabilité. Comme le montre le graphique 19 détaillant l'évolution du *cash ratio*, l'objectif de génération de *cash-flows* accrue et de remboursement rapide des dettes semble avoir été atteint (la génération de *cash-flows* sera toutefois étudiée plus en détails dans le dernier point de cette analyse). Ce premier point de conclusion trouve son sens

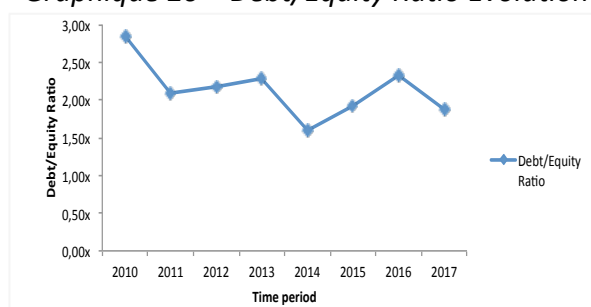
lorsque l'on observe le détail du *cash ratio* et son évolution au cours du temps (voir annexe E). Effectivement, les disponibilités en *cash and cash equivalents* semblent avoir évolué positivement depuis 2015, l'année où une grande partie du cash disponible fut utilisée pour la transaction. Cette évolution positive n'est cependant pas conséquente, les disponibilités en *cash and cash equivalents* n'ayant même pas encore retrouvé leur niveau d'avant acquisition. Toutefois, cette progression modérée du cash est peut-être due en bonne partie à l'utilisation du cash généré à l'objectif de remboursement rapide des dettes. En observant le deuxième paramètre du *cash ratio* cela prend sens. Les *current liabilities* ont effectivement diminué de plus de quarante pourcents en deux ans. Cette pré-conclusion devra toutefois être confirmée ou infirmée lors de l'étude de la génération de *cash-flows*. De plus, lorsque l'on observe l'évolution du *debt on equity ratio* de l'entreprise, on constate que celui-ci a suivi une progression plutôt conforme à l'hypothèse faite précédemment. Les dettes totales ont, après leur énorme augmentation due à la transaction, diminué considérablement après 2015, passant de \$19,35 milliards cette année-là à \$11,63 milliards en 2017. De plus, l'évolution globalement positive du *debt on equity ratio* doit également être appuyée par le fait que les *shareholders' equity* ont diminué fortement sur la même période, diminuant quasiment de moitié (voir annexe E).

Finalement, l'analyse de ces deux ratios ne permet pas de conclure sur un succès ou un échec clair et net de la transaction. Toutefois, ils permettent d'apporter une nuance à la première conclusion négative faite par rapport à la profitabilité.

Graphique 19 – Cash Ratio Evolution



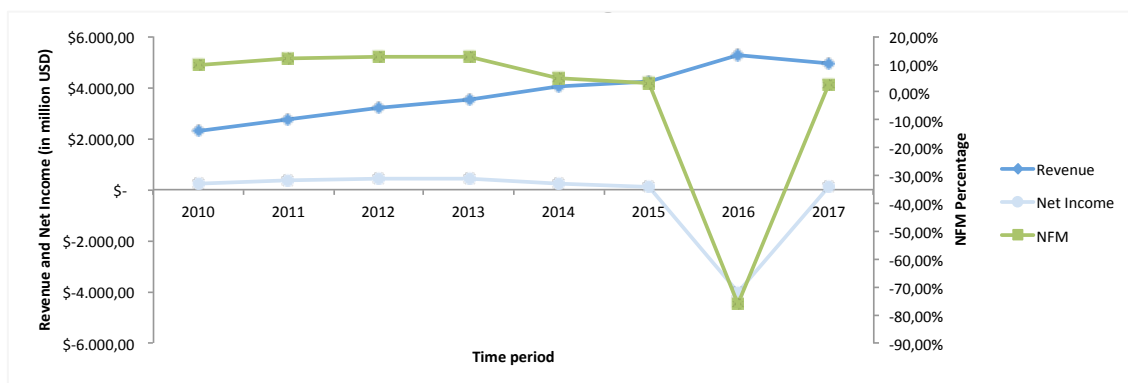
Graphique 20 – Debt/Equity Ratio Evolution



Après avoir analysé la dimension financière, il est d'habitude pertinent d'étudier la dimension opérationnelle de l'entreprise. Pour cela, on intéressera à l'évolution des revenus et de la *net financial margin* qui sont représentés dans le graphique 21. Comme précédemment mentionné, l'amélioration de la performance de l'entreprise constitue un objectif important pour Perrigo avec l'acquisition d'Omega Pharma. Toutefois, lorsque l'on observe la progression de la *NFM* on constate qu'elle n'a pas connu une véritable amélioration. Elle a tout d'abord fortement diminué en 2016, suite à la découverte d'une déficience de charges de \$1,67 milliards au sein du business des marques de soins de santé, entraînant la procédure d'arbitrage (D. Wilkes, 2016), pour ensuite retrouver un niveau similaire à celui existant lors des premiers mois / premières années après la transaction. Malgré tout, ce niveau « d'après-transaction » représente lui-même un aveu d'échec, l'entreprise a vu sa *NFM* passer de 12.48% en 2013 à 2.42% en 2017. Au vu de cette régression, le constat d'un échec dans le cadre de cette M&A est évident, surtout que cela constituait un des enjeux de l'opération.

Un autre aspect relatif à ce graphique 21 concerne l'évolution intrinsèque des revenus qui, elle, peut atténuer quelque peu ce constant d'échec. En effet, les revenus ont connu une très nette progression suite à l'acquisition d'Omega Pharma, passant de \$3,54 milliards en 2013 à quasiment \$5 milliards en 2017. Toutefois, cet accroissement des revenus s'est fait parallèlement à une augmentation des coûts quasiment équivalente, voir plus importante. La réussite de la M&A est donc également fortement remise en question à travers cette progression. De plus, comme le montre le graphique de l'annexe D, la répartition géographique des revenus a certes varié depuis l'acquisition d'Omega Pharma – les revenus provenant de l'Europe constituent maintenant un apport non négligeable. Toutefois, cet accroissement est bien moins élevé que ce qui pouvait être attendu. La direction désirait effectivement faire de Perrigo le leader du marché OTC européen mais cela ne semble pas être actuellement le cas au vu de la distribution des revenus entre les différentes régions, les États-Unis restant sans conteste le plus important marché source de revenus pour l'entreprise.

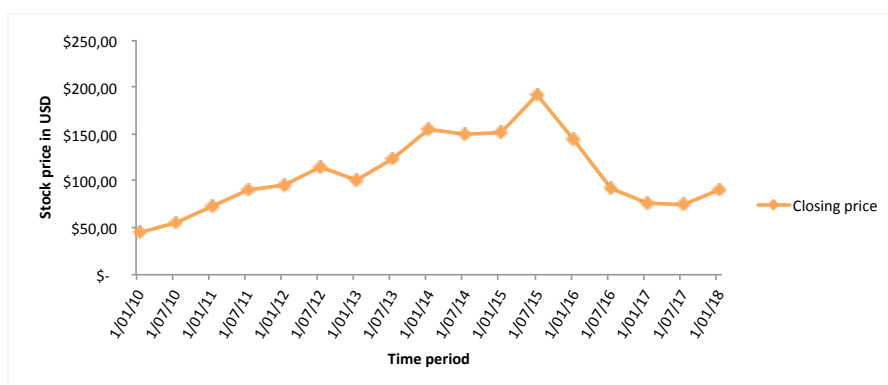
*Graphique 21 – Revenue, Net Income and Net Financial Margin Evolution*



Un autre indicateur toujours intéressant à observer est l'évolution du prix de l'action Perrigo. Celui-ci est détaillé dans le graphique 22 et on constate d'emblée que l'opération ne semble absolument pas avoir abouti aux résultats escomptés. En effet, comme on peut le voir sur le graphique, le prix de l'action Perrigo a connu une baisse considérable suite à l'acquisition d'Omega Pharma. Bien que dans ce cas-ci, le prix de l'action n'ait pas connu de baisse spécifique lors de l'annonce de la M&A, le prix a continué à progresser positivement, jusqu'à atteindre, en juillet 2015, un niveau record sur les huit dernières années de \$192,2. Toutefois, suite au mauvais déroulement de l'opération et à la découverte par Perrigo d'une déficience de charges d'un montant de \$1,67 milliards au sein du business des marques de soins de santé (D. Wilkes, 2016), le prix de l'action a ensuite chuté fortement. Cela s'est évidemment répercuté sur le résultat, avec une perte nette d'environ \$1,5 milliards en 2016, et avec également une procédure d'arbitrage lancée à l'encontre d'Omega Pharma sur base des accusations d'embellissement des comptes de Perrigo (D. Wilkes, 2016).

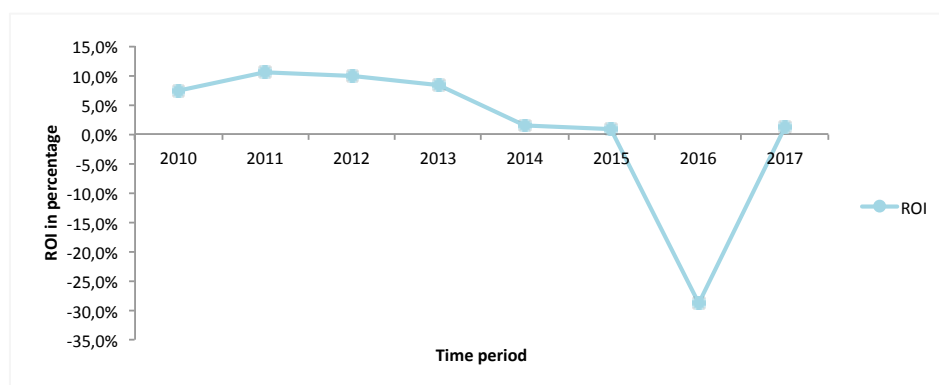
Même si elle ne constitue pas un indicateur suffisant, l'analyse de l'évolution du prix de l'action Perrigo laisse apercevoir un échec dans l'intégration de la M&A et dans la réalisation de ses objectifs.

Graphique 22 – Stock Price Evolution



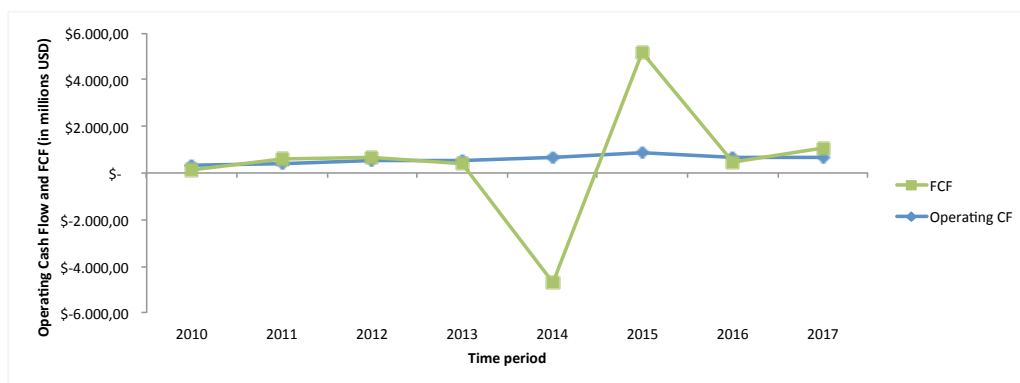
Enfin, l'évolution du *return on investment* est un dernier point également très intéressant. Il permet d'évaluer que la réalisation des objectifs d'amélioration de performance et de création de valeur a été atteinte. Comme le montre le graphique 23, l'échec de la M&A entre Perrigo et Omega Pharma semble se confirmer. Bien qu'une diminution de ce ratio aurait simplement pu s'expliquer par une augmentation des actifs totaux plus que proportionnelle à l'augmentation du *net income*, ce n'est pas le cas ici. En effet, même si les actifs ont logiquement augmenté grandement suite à l'opération, ils ont également diminué considérablement entre la date de clôture du *deal* et l'année 2017. Ils sont passés de \$19,35 milliards en 2015 à \$11,63 milliards en 2017. L'explication de cette diminution du ratio vient donc surtout de la diminution du profit net (*net income*), celui-ci a évidemment subi fortement l'événement de 2016 et la perte nette que cela a imposé à l'entreprise. Toutefois, les années précédentes ainsi que l'année 2017 n'ont pas démontré une véritable embellie pour les investisseurs. Depuis que le *deal* fut annoncé, l'entreprise Perrigo a vu son *ROI* passer de 8,3% en 2013 à, à peine, 1% en 2017. L'impact de cette M&A semble être, de plus en plus, assurément négative.

Graphique 23 – Return on Investment Evolution



Comme dernière dimension étudiée, nous allons à présent nous intéresser à la génération de *cash-flow*, qui constitue également un objectif annoncé de l'opération (Perrigo Press Release, 2015). Effectivement, la direction désirait, via l'acquisition d'Omega Pharma, renforcer sa génération d'*operating cash flow*, déjà solide, en diversifiant notamment ses sources de revenus. Comme déjà mentionné précédemment, cette diversification est somme toute très relative car le marché des produits de soins de santé est devenu encore plus significatif dans la source de revenu après l'acquisition d'Omega Pharma (voir annexe C). Cependant, lorsque l'on observe le graphique 24 sur l'évolution des *operating cash flow* et des *free cash flow*, on constate d'emblée que cette progression est quasiment absente. La progression n'est presque pas visible sur le graphique où l'on observe une très légère augmentation de ces deux types de *cash flow*. C'est seulement lorsque l'on observe le détail de cette évolution (voir annexe F) que l'on note cette progression. Toutefois, alors que la direction espérait un renforcement de sa solide génération d'*operating cash flows*, ceux-ci ont simplement augmenté d'une vingtaine de pourcents, si l'on considère l'année 2013 et l'année 2017. Si l'on prend en considération l'année de réalisation de l'opération 2014/2015, l'augmentation est inexistante. Le constat est globalement le même pour les *free cash flow*, qui ont néanmoins montré une augmentation plus significative, passant de \$145,33 millions en 2012 à \$397,4 millions en 2017. Toutefois, l'augmentation ne reste pas aussi considérable qu'attendu pour un *deal* d'une telle envergure. Le constat de l'opération au regard de ces deux indicateurs reste également très mitigé, voir négatif.

Graphique 24 – Operating Cash Flow and Free Cash Flow Evolution



L'analyse des trois *deals* présentés montrent que les indicateurs semblent se révéler globalement pertinents pour l'évaluation de la performance d'une M&A, à la fois dans le cadre d'opérations considérées comme réussies que dans le cadre d'une moins performante. Toutefois, certaines limites sont apparues lors de ces analyses, notamment dans le cas du deuxième *deal* étudié. Les limites et les résultats des indicateurs vont être commentés dans la conclusion qui suit, ceci afin de mettre en exergue les points forts du modèle proposé et d'en identifier les limites et les points de développement.

#### 4. Conclusion

L'objectif de ce mémoire est de tester un cadre d'analyse, à la fois qualitatif et quantitatif, visant à évaluer le succès d'une M&A, et qui soit applicable globalement à tous les *deals*. Ces opérations constituent une manœuvre stratégique clé pour les entreprises, qui cherchent la diversification, l'extension ou, plus récemment, à faire face à une concurrence accrue. Dès lors, il semblait intéressant d'élaborer un modèle analytique qui permette d'apprécier le degré de réussite ou d'échec des telles opérations. Bien que les M&A soient de plus en plus nombreuses au fil des années, avec €3000 milliards d'activité attendus en 2018 (Le Figaro, 2017), il n'existe pas vraiment de cadre analytique applicable de manière générale à ces opérations. Effectivement, si de nombreux scientifiques ont tenté d'estimer l'impact des M&A sur les résultats d'une entreprise, les indicateurs permettant d'évaluer avec fiabilité la performance d'une M&A n'ont toujours pas été clairement dégagés. Pour cette raison, et sur base d'une revue de littérature, ce mémoire propose d'établir un cadre analytique exploratoire qui permettrait cette analyse.

Dans une première étape, la démarche a consisté à identifier des indicateurs cohérents, ceci à travers la lecture d'articles scientifiques. Le processus classique d'une M&A a ensuite été analysé, en pointant les facteurs pouvant influencer sa réussite. Par la suite, une proposition de modèle analytique a été développée. Une première phase consiste à définir précisément le type de *deal* considéré. En effet, c'est grâce à cette caractérisation que, dans la seconde phase de l'analyse, l'étude des indicateurs prend tout son sens. Sans aucune connaissance de la nature et du type de M&A, ainsi que des raisons motivant l'opération, il serait impossible de tirer quelque conclusion que ce soit à partir des indicateurs pris en compte. Le risque serait de se limiter à une simple analyse factuelle mentionnant, par exemple, qu'un critère particulier a augmenté ou diminué, sans pouvoir déterminer si cette variation représente une répercussion positive ou négative du *deal*, et si elle était cohérente ou pas avec les objectifs de la M&A. Pour ces raisons, le modèle analytique a été développé en deux parties. La première axée sur la caractérisation de la M&A, en définissant sa nature (*scope deal* ou *scale deal*), son type (horizontal, vertical, concentrique, conglomérat) et les motifs de sa réalisation (économies d'échelle, accès à de nouveaux marchés, etc.), et la

deuxième est axée sur l'analyse d'indicateurs (financiers, opérationnels, cash flow) sélectionnés au départ d'articles scientifiques.

Après avoir établi ce modèle analytique exploratoire, une démarche empirique basée sur des études de cas a été mise en œuvre. Celle-ci s'est organisée autour de trois *deals* réalisés au cours des dix dernières années. Afin d'apporter une certaine cohérence et pertinence à l'analyse, le choix s'est porté sur des opérations réalisées au sein de l'industrie pharmaceutique américaine. Cette délimitation permet, en effet, d'appliquer le modèle dans un cadre similaire pour chacun des *deals* étudiés, et donc de permettre une cohérence et une comparabilité entre les cas étudiés. Les opérations choisies ont été les *deals* entre Pfizer et Wyeth, Merck et Schering-Plough, et Perrigo et Omega Pharma, deux *deals* considérés comme performants et un troisième *deal* moins performant.

Les résultats des trois cas étudiés semblent globalement confirmer la pertinence du modèle analytique, avec cependant quelques nuances. En effet, dans le premier cas étudié, le *deal* Pfizer-Wyeth, les indicateurs permettent de mettre en évidence la réussite de l'opération. À la fois l'étude du *shareholder return*, faite via l'*EPS* et le *dividends/share*, ainsi que celle de la *net financial margin* et celle du *return on investment* montrent clairement la bonne intégration de Wyeth au sein de l'entreprise Pfizer. Au terme de l'analyse, on peut estimer que les indicateurs sont pertinents pour mesurer la performance de la M&A. Pour le deuxième *deal* analysé, celui entre Merck-Schering Plough, certaines précautions sont nécessaires. En effet, alors que plusieurs experts du secteur pharmaceutique étaient très positifs quant à cette opération (Singer, 2009), le constat au terme de l'analyse ici est bien moins positif. La répercussion du *deal* sur le *shareholder return* n'est effectivement pas très nette. On constate une stagnation laissant difficilement envisager une réussite totale de l'opération. Une autre nuance par rapport à cette M&A est l'évolution de la *net financial margin* qui peut laisser supposer un échec de l'opération, étant donné les objectifs de départ d'économies d'échelle et de diminution des coûts de la part de Merck. De plus, l'évolution inconstante et particulière du *ROI* ne laisse pas non plus supposer une grande réussite de l'opération. Il est à noter toutefois que la génération de *cash-flow* est, par contre, très positive et laisse dès lors envisager la réussite de l'opération. De manière

globale, ce cas-ci suggère un retour critique sur la pertinence des indicateurs utilisés pour évaluer la performance d'une M&A. Le dernier *deal* étudié, Perrigo-Omega Pharma, s'inscrit davantage dans la lignée du premier. Effectivement, quasiment l'ensemble des indicateurs mesurent bien l'échec de cette M&A. Que ce soit l'*EPS*, la *net financial margin* ou le *ROI*, par exemple, ils décrivent tous la mauvaise intégration d'Omega Pharma au sein de l'entreprise Perrigo et les répercussions que cela engendre. En conclusion, on peut constater que l'utilisation de certains indicateurs peut se révéler très utile pour apprécier la performance d'une M&A. Toutefois, il est nécessaire d'associer une contextualisation de l'opération étudiée aux analyses basées sur des indicateurs. En effet, il est peu intéressant et non pertinent d'analyser un *deal* sans ces informations contextuelles qui permettent, comme précisé plus haut, de lier l'analyse réalisée grâce aux indicateurs à la caractérisation du *deal*, et ainsi donner un sens complet à l'interprétation.

- ***Les limites du modèle***

Le modèle analytique testé dans ce mémoire, à travers trois études de cas, a une ambition exploratoire et il est important, au terme de ce travail, d'en identifier les limites. Il est clair que ce modèle n'a pas de visée de généralisation et que sa portée doit être nuancée afin d'assurer une bonne compréhension de son objectif. Une première limite est liée au choix des *deals* étudiés qui sont tous des *deals* caractérisés comme étant des *scale deal* et de type horizontal. Ceci est le résultat d'un choix réfléchi qui avait pour but de déterminer un échantillon de cas comparables afin de minimiser l'interférence d'autres facteurs et de pouvoir tirer des conclusions fiables à partir des analyses. Il aurait été difficile d'arriver à des conclusions pertinentes sur les indicateurs si ceux-ci avaient été appliqués à des M&A très disparates, pouvant amener à des répercussions différentes sur les indicateurs. Une autre limite liée au choix de l'échantillon est le choix d'un seul secteur. Il s'agit également d'un choix motivé par les mêmes raisons qu'au point précédent. Ces limites liées à l'échantillon invitent à la prudence et ne permettent pas de généralisation à l'ensemble des M&A réalisées. En effet, les répercussions d'une M&A horizontale de nature *scale deal* peuvent probablement varier d'un secteur à un autre et voir leur influence sur les indicateurs être très différente. Ainsi, il me semble important de souligner les limites de la démarche tenant

essentiellement au fait que le modèle a été utilisé pour étudier les M&A au sein de l'industrie pharmaceutique (américaine). Par rapport à ce choix d'échantillon, on peut aussi citer comme limite au modèle le fait que l'apport des indicateurs est inégal, certains apportant plus à l'analyse que d'autres. Ainsi, la question se pose lorsque l'on prend en considération le *cash ratio* et le *debt/equity ratio*. On peut considérer que le premier n'apporte qu'une information mineure à l'analyse étant donné que la génération de cash est étudiée en détail à l'aide de l'analyse des *operating cash flows* et des *free cash flows*. Le second ratio peut, quant-à-lui, être perçu comme non pertinent au regard de l'échantillon sélectionné. En effet, il est plutôt rare de voir des entreprises telles que Pfizer, Merck ou Perrigo s'endetter à un point tel que leur *debt/equity ratio* augmente de manière très importante jusqu'à les mettre dans une situation délicate. Lever du financement via la dette est quelque chose de fréquent pour ces grandes sociétés, qui peuvent le faire sans augmenter de manière importante leur *leverage*.

Un autre élément pouvant être considéré comme une limite du modèle est sa meilleure adaptabilité à certaines motivations des opérations qu'à d'autres. En effet, les liens entre les raisons, telles qu'une amélioration des performances, la réalisation d'économies d'échelle ou l'expansion vers de nouveaux marchés, et les variations des indicateurs sont analysables et permettent de donner une véritable interprétation des phénomènes. D'un autre côté, une raison telle que l'acquisition d'une jeune entreprise prometteuse serait sans doute plus difficile à analyser, et surtout difficile à lier aux indicateurs. Il faut donc être prudent lors de l'interprétation des résultats et bien garder à l'esprit que toute variable identifiée dans le modèle à un moment n'a peut-être pas une validité aussi linéaire que d'autres peuvent avoir. Enfin, bien qu'il n'ait jamais eu la prétention d'avoir une portée de ce type, on pourrait également mentionner que le modèle n'a qu'une portée d'analyse a posteriori et qu'en aucun cas il n'est utilisable a priori pour estimer la réussite future d'une M&A. Toutefois, les analyses a posteriori peuvent certainement apporter des éléments susceptibles d'enrichir des réflexions a priori.

- **Perspectives futures**

Une première suggestion pour améliorer la portée du modèle proposé serait d'étendre l'échantillon des cas étudiés. Effectivement, il semble dans un premier temps très intéressant et nécessaire d'étendre l'analyse à d'autres secteurs. En étudiant d'autres secteurs, très actifs dans l'activité M&A, cela permettrait d'approfondir la pertinence du modèle et, peut-être, d'esquisser les bases d'une généralisation possible de celui-ci. Il faudrait probablement ajouter aussi ce qu'on pourrait nommer des analyses contrastées. Par analyses contrastées, il faut comprendre des analyses qui comporteraient quatre ou cinq opérations sélectionnées au sein de secteurs différents et tout en présentant les mêmes tailles de transaction. Ce type d'analyse permettrait d'amener une vue différente sur les analyses de secteurs et d'observer concrètement si des opérations de même profil, conduisent à des résultats d'analyse similaires.

Une généralisation du modèle nécessiterait également au préalable un test empirique portant sur des *deals* de différentes natures. En effet, comme ce fut le cas ici, les études au sein de secteurs spécifiques ou d'opérations similaires risquent d'amener une focalisation sur un certain type d'opérations, comme des *scale deal* horizontaux dans le cas de ce mémoire. Il semble donc très intéressant de réaliser des études qui prendraient en considération des opérations ayant d'autres objectifs et se caractérisant comme des *scope deal*, par exemple, ou des M&A verticales, concentriques ou conglomérats. Cela permettrait de tester la pertinence des indicateurs sur des opérations très différentes.

Le modèle exploratoire qui a été testé dans ce travail se doit également de conserver une flexibilité. Ainsi, la caractérisation des M&A telle qu'elle a été proposée pourrait être développée, notamment dans l'hypothèse où de nouveaux motifs pourraient être à l'origine de transactions.

Une dernière piste d'amélioration du modèle sera peut-être d'utiliser d'autres formules pour certains indicateurs. Des choix ont été faits dans le cadre de cette étude, tels que l'étude du *shareholder returns* via l'*EPS* et le *dividends/share* ou l'étude du *return on investment* à travers la formule *net income on total assets*. Toutefois, ils ne constituent pas des vérités absolues. En effet, de futurs lecteurs de ce travail, ayant des connaissances plus

approfondies dans l'activité M&A, estimeront peut-être que d'autres formules ou d'autres ratios seraient plus pertinents pour étudier les répercussions des opérations. Cela constitue évidemment une belle façon d'améliorer la précision du cadre analytique proposé et s'intègre parfaitement dans l'idée, mentionnée précédemment, d'une flexibilité du modèle.

## Bibliographie

- Albarelo, L. (2001). *Choisir l'étude de cas comme méthode de recherche*, Paris-Bruxelles : De Boeck Université.
- Asimakopoulou, I., & Athanasoglou, P. P. (2012). Revisiting the merger and acquisition performance of European banks, *International Review of Financial Analysis*, 29, 237-249.
- Caiazza R., Volpe, T. (2015). M&A process: a literature review and research agenda, *Business Process Management Journal*, 21, 205-220.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3367-3392.
- Cretin, F., Bouacha S. Dieudonné, S. (Novembre 2014). Activité M&A : où en est-on dans le cycle ? *Fusions & Acquisitions*.
- Danzon, P. M. (Fall 2006). *Economics of the Pharmaceutical Industry*. NBER Reporter: Research Summary.
- Davard Perret, M.L., Gotteland, D., Haon, C., & Jolibert, A. (2012). *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion*. Montreuil : Pearson.
- Davidovic, D. (2014). *The History of Bio-Pharma Industry M&As*, <https://www.pm360online.com/the-history-of-bio-pharma-industry-mas-lessons-learned-and-trends-to-watch/> (consulté le 18 mars 2018)
- De Angelis, I. (2016). *Is Pfizer-Wyeth merger aligned with value creation in the pharmaceutical industry ?* A Work Project presented as part of the requirements for the Award of a Master Degree in Management from the NOVA – School of Business and Economics.
- Dépleteau, F. (2003). *La démarche d'une recherche en sciences humaines*. Bruxelles. De Boeck.

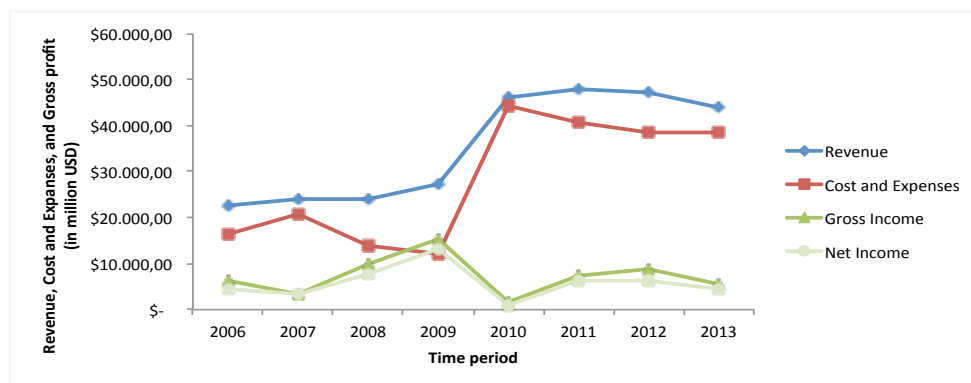
- Dewey, E. Ray (2015), *Demystifying the merger and acquisition process*. CIO's M&A Blog. <https://www.cio.com/article/2904046/mergers-acquisitions/demystifying-the-merger-and-acquisition-process.html> (consulté le 3 février)
- Essays, UK. (2013). *Acquisition of Wyeth by Pfizer*. Retrieved from <http://www.ukessays.com/essays/business/acquisition-of-wyeth-by-pfizer.php?vref=1> (consulté le 18 mars 2018).
- Georgios, K., & Georgios, H. (2011). Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an increase of profitability of the new bank? Kyriazopoulos-Hadjimanolis, MIBES 2011 – Oral, 157-176.
- Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2017). *The six types of successful acquisitions*. McKinsey Classic, 1-6.
- Guinot, D. (2017). Le marché mondial des fusions et acquisitions pourrait atteindre un pic en 2018. *Le Figaro*. 17/01/2017.
- Hankir, Y., Rauch, C., & Umber, M. P. (2011). Bank M&A: A market power story? *Journal of Banking & Finance*, 35, 2341-2354.
- Harding, D., Jackson R. & Leung, P. (2014), *The renaissance in mergers and acquisitions: How to make your deals successful*. Bain & Company, 1-10.
- Higgins, R., Schall, L. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers. *Journal of Finance*, 30, 93-113.
- Investopedia (2015). Stock Analysis: What is the difference between a merger and an acquisition? Article de blog. Newstex Finance & Accounting Blogs, Chatham: Newstex. Feb 18.
- Jarvis, L. M. (2009) *Merck to acquire Schering-Plough*, C&EN <https://cen.acs.org/content/cen/articles/87/web/2009/03/Merck-Acquire-Partner-Schering-Plough.html> (consulté le 18 mars 2018).

- La Libre (26 août 2016). Marc Coucke nie toute forme de tricherie chez Omega Pharma. <http://www.lalibre.be/economie/libre-entreprise/marc-coucke-nie-toute-forme-de-tricherie-chez-omega-pharma-57bfe31f35709a3105683a1e>, (consulté le 3 mai 2018).
- Lin, C. Y., & Lee, H. T. (2010). The Bigger the Better? Merger and Acquisition Performance of Financial Holding Corporations, *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(1), 96-107.
- Maksimovic, V., Phillips, G. (2002). *The Market for Corporate Assets : Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains ?* <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00398>.
- Martin Roll Company. (2014). Reasons why most mergers destroy shareholder value. *Strategy – Martin Roll Company*
- Melhem, G., Ozog, H., Kenney, G., Groves, G., & Kalelkar, A. (2009). Safety Guidelines for the Merger and Acquisition. *Process, Wiley InterScience – Process Safety Progress*, 29, 118-122.
- Murphy, C., (2018), How companies' stocks move during an acquisition?, Investopedia, <https://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp>, (consulté le 3 mai 2018).
- Neely, J., Jullens, J., & Krings, J. (2015). *Deals That Win*, Strategy+Business by PwC, 80, 1-10.
- Quivy, R., & Van Campenhoudt, L. (2006). *Manuel de recherche en sciences sociales*. Paris : Dunod.
- Reuters Staff. (2014). *Perrigo to buy Belgium's Omega Pharma for \$3.11 billion*, <https://www.reuters.com/article/us-omega-pharma-m-a/perrigo-to-buy-belgiums-omega-pharma-for-3-11-billion-idUSKBN0IQ18120141106> (consulté le 4 mai 2018)
- Patrick, M. (2015). Perrigo: A Must-Read Company Overview. *Market Realist*, October.
- Rouse, T., & Frame, T. (2009). *The 10 steps to successful M&A integration*, Bain & Company, 1-10.

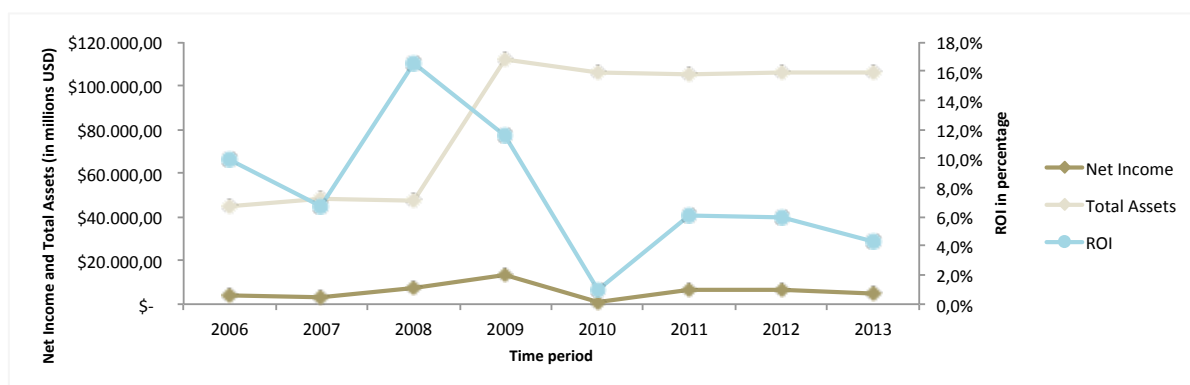
- Shantikumar, S. (2009). The M&A Trend Continues : An Analysis of the Key Mergers and Acquisitions of 2009. <https://www.frost.com/sublib/display-market-insight.do?id=185479087> (consulté le 18 mars 2018).
- Singer, N. (March 2009). *Merck to Buy Schering-Plough for \$41.1 Billion*, The New York Times.
- Steigenberger, N. (2017). The Challenge of Integration : A Review of the M&A Integration Literature. *International Journal of Management Reviews*, 19, 408-431
- Trefis Team. (2014). Pfizer's Acquisition Strategy : Will Pfizer still go for a big acquisition ?. *Forbes*, <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/12/16/pfizers-acquisition-strategy-will-pfizer-still-go-for-a-big-acquisition-part-1-of-2/> (consulté le 18 mars 2018).
- Tremblay, V., Tremblay, C.H., (2012). *New Perspectives on Industrial Organization*. New-York : Springer Texts in Business and Economics
- Weber, Y., Tarba, S.Y., & Öberg, C. (2014). *A comprehensive guide to Mergers & Acquisitions*. Etats-Unis : Pearson Education LTD.
- Wilkes, D. (2016). Perrigo to take action over Omega Pharma deal. *OTCToolbox*.
- Yilmaz, I. S., & Tanyeri, B. (2016). Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992 – 2011, *Finance Research Letters*, 17, 110-117.

## Annexes

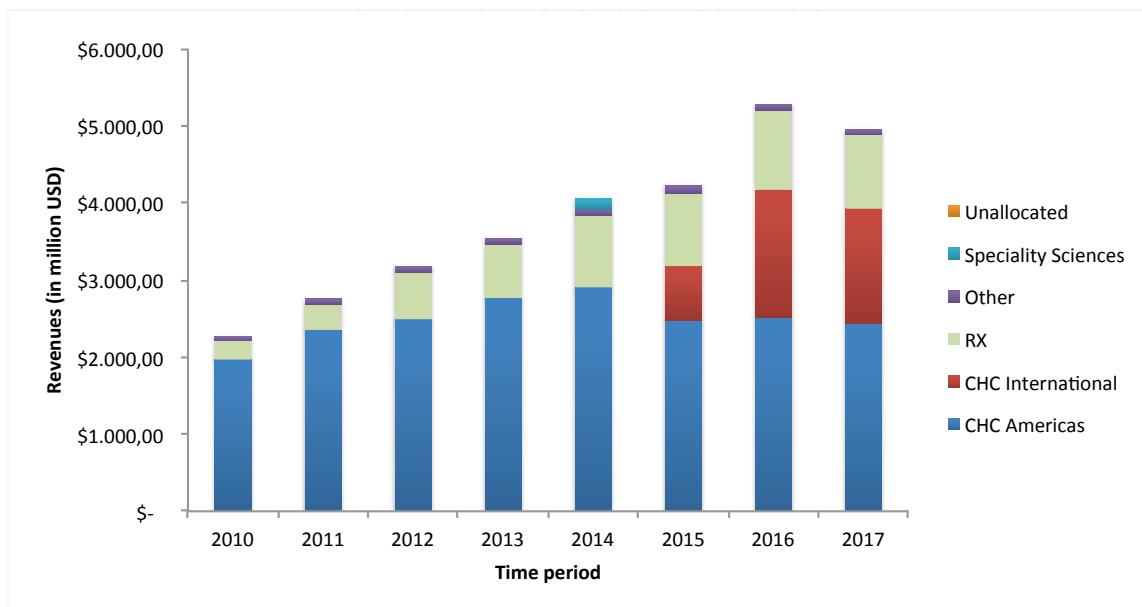
- Annexe A – Revenue, Cost and Expenses, Gross Income and Net Income Evolution**



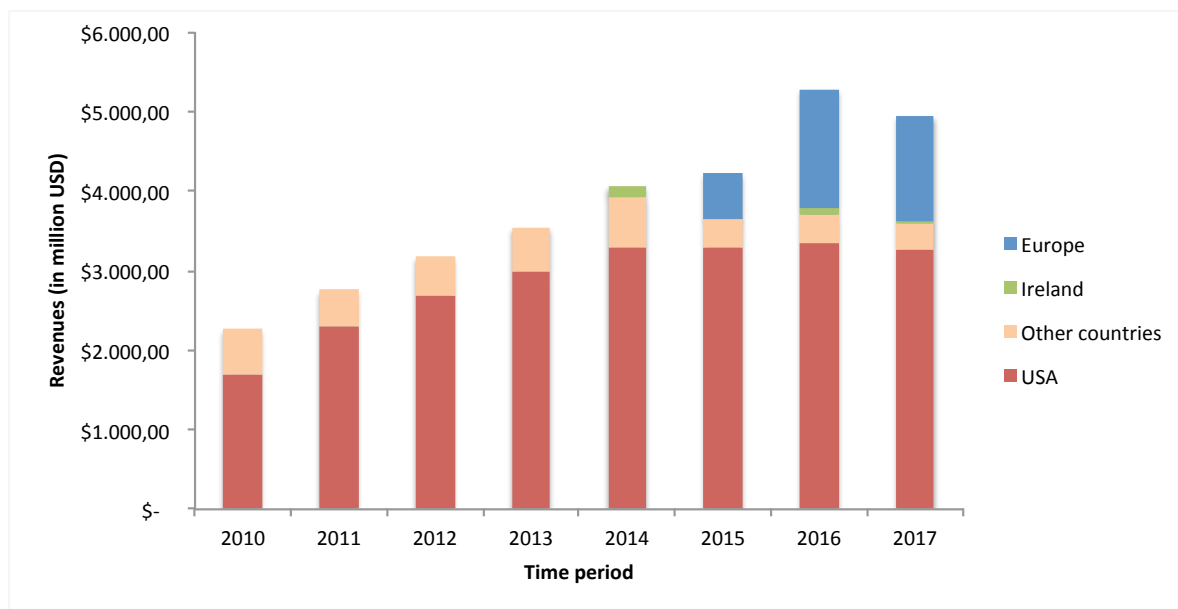
- Annexe B – Net Income, Total Assets and Return on Investment Evolution**



- Annexe C – Evolution of Revenues' Distribution per Market Segment**



- Annexe D – Evolution of Geographical Distribution of Revenues**



- Annexe E – Cash Ratio Evolution**

|                           | 2010 |          | 2011 |          | 2012 |          | 2013 |          | 2014 |           | 2015 |           | 2016 |           | 2017 |           |
|---------------------------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|
| Cash and Cash equivalents | \$   | 97,57    | \$   | 310,10   | \$   | 602,49   | \$   | 779,90   | \$   | 799,50    | \$   | 417,80    | \$   | 622,30    | \$   | 678,70    |
| Current liabilities       | \$   | 906,71   | \$   | 606,04   | \$   | 652,73   | \$   | 749,40   | \$   | 1.074,70  | \$   | 2.552,20  | \$   | 1.836,30  | \$   | 1.436,00  |
| Cash Ratio                |      | 0,11x    |      | 0,51x    |      | 0,92x    |      | 1,04x    |      | 0,74x     |      | 0,16x     |      | 0,34x     |      | 0,47x     |
|                           | 2010 |          | 2011 |          | 2012 |          | 2013 |          | 2014 |           | 2015 |           | 2016 |           | 2017 |           |
| Total liabilities         | \$   | 3.092,74 | \$   | 3.189,22 | \$   | 4.024,05 | \$   | 5.350,80 | \$   | 13.880,20 | \$   | 19.349,60 | \$   | 13.870,10 | \$   | 11.628,80 |
| Stockholder' Equity       | \$   | 1.088,66 | \$   | 1.529,04 | \$   | 1.851,04 | \$   | 2.332,60 | \$   | 8.693,70  | \$   | 10.107,40 | \$   | 5.958,10  | \$   | 6.170,60  |
| Debt/Equity Ratio         |      | 2,84x    |      | 2,09x    |      | 2,17x    |      | 2,29x    |      | 1,60x     |      | 1,91x     |      | 2,33x     |      | 1,88x     |

- Annexe F – Evolution of Cash Flow Generation**

|              | 2010 |         | 2011 |         | 2012 |         | 2013 |         | 2014 |           | 2015 |           | 2016 |         | 2017 |           |
|--------------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|-----------|------|-----------|------|---------|------|-----------|
| Operating CF | \$   | 332,36  | \$   | 373,96  | \$   | 513,38  | \$   | 553,80  | \$   | 693,50    | \$   | 855,20    | \$   | 654,90  | \$   | 698,90    |
| Investing CF | \$   | -919,90 | \$   | -110,57 | \$   | -684,13 | \$   | -947,80 | \$   | -1.704,80 | \$   | -2.302,30 | \$   | -175,00 | \$   | 2.338,10  |
| Financing CF | \$   | 109,77  | \$   | 310,10  | \$   | 458,70  | \$   | 577,20  | \$   | 1.028,00  | \$   | 1.522,40  | \$   | -268,70 | \$   | -3.004,70 |
| CAPEX        | \$   | 541,59  | \$   | 141,81  | \$   | 368,05  | \$   | 691,60  | \$   | 6.086,80  | \$   | -3.448,90 | \$   | 864,60  | \$   | 301,50    |
| FCF          | \$   | -209,23 | \$   | 232,15  | \$   | 145,33  | \$   | -137,80 | \$   | -5.393,30 | \$   | 4.304,10  | \$   | -209,70 | \$   | 397,40    |

- Annexe G – Chiffres financiers de Pfizer**

|                                 | 2006 |            | 2007 |            | 2008 |            | 2009 |            | 2010 |            | 2011 |            | 2012 |            | 2013 |            |
|---------------------------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|
| Revenue                         | \$   | 48.371,00  | \$   | 48.418,00  | \$   | 48.296,00  | \$   | 50.009,00  | \$   | 65.165,00  | \$   | 62.259,00  | \$   | 58.986,00  | \$   | 51.584,00  |
| Cost and Expenses               | \$   | 35.343,00  | \$   | 39.140,00  | \$   | 38.602,00  | \$   | 39.182,00  | \$   | 55.694,00  | \$   | 49.955,00  | \$   | 46.906,00  | \$   | 35.868,00  |
| Gross Income                    | \$   | 13.028,00  | \$   | 9.278,00   | \$   | 9.694,00   | \$   | 10.827,00  | \$   | 9.471,00   | \$   | 12.304,00  | \$   | 12.080,00  | \$   | 15.716,00  |
| Net Income                      | \$   | 19.337,00  | \$   | 8.144,00   | \$   | 8.104,00   | \$   | 8.635,00   | \$   | 8.257,00   | \$   | 10.009,00  | \$   | 14.570,00  | \$   | 22.072,00  |
| NFM                             |      | 40,0%      |      | 16,8%      |      | 16,8%      |      | 17,3%      |      | 12,7%      |      | 16,1%      |      | 24,7%      |      | 42,8%      |
| EPS                             | \$   | 2,66       | \$   | 1,17       | \$   | 1,20       | \$   | 1,23       | \$   | 1,02       | \$   | 1,27       | \$   | 1,94       | \$   | 3,19       |
| Dividends                       | \$   | 1,01       | \$   | 1,19       | \$   | 1,28       | \$   | 0,66       | \$   | 0,74       | \$   | 0,82       | \$   | 0,90       | \$   | 0,98       |
| Total Assets                    | \$   | 115.546,00 | \$   | 115.268,00 | \$   | 111.148,00 | \$   | 212.949,00 | \$   | 195.014,00 | \$   | 188.002,00 | \$   | 185.798,00 | \$   | 172.798,00 |
| ROI                             |      | 16,7%      |      | 7,1%       |      | 7,3%       |      | 4,1%       |      | 4,2%       |      | 5,3%       |      | 7,8%       |      | 12,8%      |
| Method: Net Profit/Total Assets |      |            |      |            |      |            |      |            |      |            |      |            |      |            |      |            |

|              | 2006 |            | 2007 |            | 2008 |            | 2009 |            | 2010 |            | 2011 |            | 2012 |            | 2013 |            |
|--------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|
| Operating CF | \$   | 17.594,00  | \$   | 13.353,00  | \$   | 18.238,00  | \$   | 16.587,00  | \$   | 11.454,00  | \$   | 20.240,00  | \$   | 17.054,00  | \$   | 17.765,00  |
| Investing CF | \$   | 5.101,00   | \$   | 795,00     | \$   | -12.835,00 | \$   | -31.272,00 | \$   | -492,00    | \$   | 1.843,00   | \$   | 6.154,00   | \$   | -10.625,00 |
| Financing CF | \$   | -23.100,00 | \$   | -12.610,00 | \$   | -6.560,00  | \$   | 14.481,00  | \$   | -11.174,00 | \$   | -20.607,00 | \$   | -15.999,00 | \$   | -14.975,00 |
| CAPEX        | \$   | 3.798,00   | \$   | 450,00     | \$   | -134,00    | \$   | 64.544,00  | \$   | -5.715,00  | \$   | 2.997,00   | \$   | -4.801,00  | \$   | -167,00    |
| FCF          | \$   | 13.796,00  | \$   | 12.903,00  | \$   | 18.372,00  | \$   | -47.957,00 | \$   | 17.169,00  | \$   | 17.243,00  | \$   | 21.855,00  | \$   | 17.932,00  |

|                           | 2006 |           | 2007 |           | 2008 |           | 2009 |            | 2010 |            | 2011 |            | 2012 |            | 2013 |           |
|---------------------------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|-----------|
| Cash and Cash equivalents | \$   | 1.827,00  | \$   | 3.406,00  | \$   | 2.122,00  | \$   | 1.978,00   | \$   | 1.735,00   | \$   | 3.182,00   | \$   | 10.389,00  | \$   | 30.225,00 |
| Current liabilities       | \$   | 21.389,00 | \$   | 21.835,00 | \$   | 27.009,00 | \$   | 37.225,00  | \$   | 28.609,00  | \$   | 28.909,00  | \$   | 28.619,00  | \$   | 23.366,00 |
| Cash Ratio                |      | 0,09x     |      | 0,16x     |      | 0,08x     |      | 0,05x      |      | 0,06x      |      | 0,11x      |      | 0,36x      |      | 1,29x     |
|                           | 2006 |           | 2007 |           | 2008 |           | 2009 |            | 2010 |            | 2011 |            | 2012 |            | 2013 |           |
| Total liabilities         | \$   | 44.114,00 | \$   | 50.144,00 | \$   | 53.408,00 | \$   | 122.503,00 | \$   | 106.749,00 | \$   | 105.381,00 | \$   | 104.120,00 | \$   | 95.481,00 |
| Shareholders' Equity      | \$   | 71.358,00 | \$   | 65.010,00 | \$   | 57.740,00 | \$   | 90.446,00  | \$   | 88.265,00  | \$   | 82.621,00  | \$   | 81.260,00  | \$   | 76.307,00 |
| Debt/Equity Ratio         |      | 0,62x     |      | 0,77x     |      | 0,92x     |      | 1,35x      |      | 1,21x      |      | 1,28x      |      | 1,28x      |      | 1,25x     |

• **Annexe H – Chiffres financiers de Merck**

|                                 | 2006         | 2007         | 2008         | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenue                         | \$ 22.636,00 | \$ 24.197,70 | \$ 23.850,30 | \$ 27.428,00  | \$ 45.987,00  | \$ 48.047,00  | \$ 47.267,00  | \$ 44.033,00  |
| Cost and Expenses               | \$ 16.414,60 | \$ 20.827,00 | \$ 14.042,50 | \$ 12.138,00  | \$ 44.334,00  | \$ 40.713,00  | \$ 38.528,00  | \$ 38.488,00  |
| Gross Income                    | \$ 6.221,40  | \$ 3.370,70  | \$ 9.807,80  | \$ 15.290,00  | \$ 1.653,00   | \$ 7.334,00   | \$ 8.739,00   | \$ 5.545,00   |
| Net Income                      | \$ 4.433,80  | \$ 3.275,40  | \$ 7.808,40  | \$ 13.022,00  | \$ 982,00     | \$ 6.392,00   | \$ 6.299,00   | \$ 4.517,00   |
| NFM                             | 19,59%       | 13,54%       | 32,74%       | 47,48%        | 2,14%         | 13,30%        | 13,33%        | 10,26%        |
| EPS                             | \$ 2,03      | \$ 1,49      | \$ 3,64      | \$ 5,65       | \$ 0,28       | \$ 2,02       | \$ 2,00       | \$ 1,47       |
| Dividends/Share                 | \$ 1,52      | \$ 1,52      | \$ 1,52      | \$ 1,52       | \$ 1,52       | \$ 1,52       | \$ 1,68       | \$ 1,72       |
| Total Assets                    | \$ 44.569,80 | \$ 48.350,70 | \$ 47.195,70 | \$ 112.314,00 | \$ 105.781,00 | \$ 105.128,00 | \$ 106.132,00 | \$ 105.645,00 |
| ROI                             | 9,9%         | 6,8%         | 16,5%        | 11,6%         | 0,9%          | 6,1%          | 5,9%          | 4,3%          |
| Method: Net Profit/Total Assets |              |              |              |               |               |               |               |               |

|              | 2006          | 2007          | 2008         | 2009          | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         |
|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Operating CF | \$ 6.765,20   | \$ 6.999,20   | \$ 6.571,70  | \$ 3.392,00   | \$ 10.822,00 | \$ 12.383,00 | \$ 10.022,00 | \$ 11.654,00 |
| Investing CF | \$ -4.883,70  | \$ -2.810,00  | \$ -1.834,40 | \$ 3.156,00   | \$ -3.497,00 | \$ -2.890,00 | \$ -6.805,00 | \$ -3.148,00 |
| Financing CF | \$ -23.100,00 | \$ -12.610,00 | \$ -6.560,00 | \$ -1.638,00  | \$ -5.441,00 | \$ -6.904,00 | \$ -3.267,00 | \$ -5.990,00 |
| CAPEX        | \$ 3.189,80   | \$ 2.351,10   | \$ 768,50    | \$ 56.553,40  | \$ -1.231,00 | \$ 4.183,00  | \$ 2.701,00  | \$ 1.385,00  |
| FCF          | \$ 3.575,40   | \$ 4.648,10   | \$ 5.803,20  | \$ -53.161,40 | \$ 12.053,00 | \$ 8.200,00  | \$ 7.321,00  | \$ 10.269,00 |

|                           | 2006         | 2007         | 2008         | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash and Cash equivalents | \$ 5.914,70  | \$ 5.336,10  | \$ 4.368,30  | \$ 9.311,00   | \$ 10.900,00  | \$ 13.531,00  | \$ 13.451,00  | \$ 15.621,00  |
| Current liabilities       | \$ 12.722,70 | \$ 12.258,20 | \$ 14.318,70 | \$ 15.641,00  | \$ 15.641,00  | \$ 16.245,00  | \$ 18.348,00  | \$ 17.868,00  |
| Cash Ratio                | 0,46x        | 0,44x        | 0,31x        | 0,60x         | 0,70x         | 0,83x         | 0,73x         | 0,87x         |
|                           | 2006         | 2007         | 2008         | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
| Total liabilities         | \$ 44.569,80 | \$ 48.350,70 | \$ 47.195,70 | \$ 112.314,00 | \$ 105.781,00 | \$ 105.128,00 | \$ 106.132,00 | \$ 105.645,00 |
| Stockholder' Equity       | \$ 17.559,70 | \$ 18.184,70 | \$ 18.758,30 | \$ 59.058,00  | \$ 54.376,00  | \$ 54.517,00  | \$ 53.020,00  | \$ 49.765,00  |
| Debt/Equity Ratio         | 2,54x        | 2,66x        | 2,52x        | 1,90x         | 1,95x         | 1,93x         | 2,00x         | 2,12x         |

• **Annexe I – Chiffres financiers de Perrigo**

|                                        |    | 2010     | 2011        | 2012        | 2013        | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|----------------------------------------|----|----------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue                                | \$ | 2.268,15 | \$ 2.755,03 | \$ 3.173,20 | \$ 3.539,80 | \$ 4.060,80  | \$ 4.227,10  | \$ 5.280,60  | \$ 4.946,20  |
| Cost and Expenses                      | \$ | 1.932,25 | \$ 2.264,82 | \$ 2.604,10 | \$ 2.860,70 | \$ 3.493,80  | \$ 3.554,60  | \$ 7.280,30  | \$ 4.348,00  |
| Gross Income                           | \$ | 335,90   | \$ 490,21   | \$ 569,10   | \$ 679,10   | \$ 567,00    | \$ 672,50    | \$ -1.999,70 | \$ 598,20    |
| Net Income                             | \$ | 223,80   | \$ 339,20   | \$ 401,60   | \$ 441,90   | \$ 205,30    | \$ 136,10    | \$ -4.012,80 | \$ 119,60    |
| NFM                                    |    | 9,87%    | 12,31%      | 12,66%      | 12,48%      | 5,06%        | 3,22%        | -75,99%      | 2,42%        |
| EPS                                    | \$ | 2,41     | \$ 3,63     | \$ 4,27     | \$ 4,68     | \$ 1,77      | \$ 0,97      | \$ -28,01    | \$ 0,84      |
| Dividends/Share                        | \$ | 0,24     | \$ 0,27     | \$ 0,31     | \$ 0,35     | \$ 0,39      | \$ 0,46      | \$ 0,58      | \$ 0,64      |
| Total Assets                           | \$ | 3.092,74 | \$ 3.189,22 | \$ 4.024,05 | \$ 5.350,80 | \$ 13.880,20 | \$ 19.349,60 | \$ 13.870,10 | \$ 11.628,80 |
| ROI                                    |    | 7,2%     | 10,6%       | 10,0%       | 8,3%        | 1,5%         | 0,7%         | -28,9%       | 1,0%         |
| <i>Method: Net Profit/Total Assets</i> |    |          |             |             |             |              |              |              |              |
|                                        |    | 2010     | 2011        | 2012        | 2013        | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
| Operating CF                           | \$ | 332,36   | \$ 373,96   | \$ 513,38   | \$ 553,80   | \$ 693,50    | \$ 855,20    | \$ 654,90    | \$ 698,90    |
| Investing CF                           | \$ | -919,90  | \$ -110,57  | \$ -684,13  | \$ -947,80  | \$ -1.704,80 | \$ -2.302,30 | \$ -175,00   | \$ 2.338,10  |
| Financing CF                           | \$ | 109,77   | \$ 310,10   | \$ 458,70   | \$ 577,20   | \$ 1.028,00  | \$ 1.522,40  | \$ -268,70   | \$ -3.004,70 |
| CAPEX                                  | \$ | 541,59   | \$ 141,81   | \$ 368,05   | \$ 691,60   | \$ 6.086,80  | \$ -3.448,90 | \$ 864,60    | \$ 301,50    |
| FCF                                    | \$ | -209,23  | \$ 232,15   | \$ 145,33   | \$ -137,80  | \$ -5.393,30 | \$ 4.304,10  | \$ -209,70   | \$ 397,40    |
|                                        |    | 2010     | 2011        | 2012        | 2013        | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
| Cash and Cash equivalents              | \$ | 97,57    | \$ 310,10   | \$ 602,49   | \$ 779,90   | \$ 799,50    | \$ 417,80    | \$ 622,30    | \$ 678,70    |
| Current liabilities                    | \$ | 906,71   | \$ 606,04   | \$ 652,73   | \$ 749,40   | \$ 1.074,70  | \$ 2.552,20  | \$ 1.836,30  | \$ 1.436,00  |
| Cash Ratio                             |    | 0,11x    | 0,51x       | 0,92x       | 1,04x       | 0,74x        | 0,16x        | 0,34x        | 0,47x        |
|                                        |    | 2010     | 2011        | 2012        | 2013        | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
| Total liabilities                      | \$ | 3.092,74 | \$ 3.189,22 | \$ 4.024,05 | \$ 5.350,80 | \$ 13.880,20 | \$ 19.349,60 | \$ 13.870,10 | \$ 11.628,80 |
| Stockholder' Equity                    | \$ | 1.088,66 | \$ 1.529,04 | \$ 1.851,04 | \$ 2.332,60 | \$ 8.693,70  | \$ 10.107,40 | \$ 5.958,10  | \$ 6.170,60  |
| Debt/Equity Ratio                      |    | 2,84x    | 2,09x       | 2,17x       | 2,29x       | 1,60x        | 1,91x        | 2,33x        | 1,88x        |

Répartition des revenus par région géographique et par segment de marché

(in m\$)

|                 |     | 2010     | 2011         | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        |
|-----------------|-----|----------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| USA             | \$  | 1.682,50 | \$ 2.285,39  | \$ 2.693,60 | \$ 2.978,10 | \$ 3.291,60 | \$ 3.303,20 | \$ 3.353,00 | \$ 3.272,30 |
| Other countries |     |          | \$ 479,60    | \$ 561,70   | \$ 622,50   | \$ 340,30   | \$ 340,30   | \$ 345,50   | \$ 330,30   |
| Ireland         | \$  | 585,65   | \$ 469,64    | \$ -        | \$ -        | \$ 146,70   | \$ 7,20     | \$ 89,10    | \$ 30,40    |
| Europe          |     |          | \$ -         | \$ -        | \$ -        | \$ 576,40   | \$ 1.493,00 | \$ 1.313,20 |             |
| TOTAL           | ✓\$ | 2.268,15 | ✓\$ 2.755,03 | \$ 3.173,20 | \$ 3.539,80 | \$ 4.060,80 | \$ 4.227,10 | \$ 5.280,60 | \$ 4.946,20 |

(in m\$)

|                    |    | 2010     | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        |
|--------------------|----|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CHC Americas       | \$ | 1.973,00 | \$ 2.344,00 | \$ 2.482,60 | \$ 2.756,70 | \$ 2.908,30 | \$ 2.478,80 | \$ 2.507,10 | \$ 2.429,90 |
| CHC International  | \$ | -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ 704,60   | \$ 1.652,20 | \$ 1.491,00 |
| RX                 | \$ | 237,57   | \$ 343,72   | \$ 617,40   | \$ 709,50   | \$ 927,10   | \$ 936,00   | \$ 1.042,80 | \$ 969,70   |
| Other              |    |          | \$ 73,30    | \$ 73,60    | \$ 78,70    | \$ 107,70   | \$ 78,50    | \$ 55,60    |             |
| Speciality Science | \$ | 57,58    | \$ 67,31    | \$ -        | \$ -        | \$ 146,70   | \$ -        | \$ -        | \$ -        |
| Unallocated        | \$ | -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        | \$ -        |
| TOTAL              | \$ | 2.268,15 | \$ 2.755,03 | \$ 3.173,30 | \$ 3.539,80 | \$ 4.060,80 | \$ 4.227,10 | \$ 5.280,60 | \$ 4.946,20 |