

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



SOCIETE ANONYME DES BRASSERIES DU CAMEROUN

EN LIEN AVEC LA RADIATION DE SES ACTIONS

(conformément à l'article P 1.4.2 des règles particulières applicables aux marchés réglementés français d'Euronext Paris)

initiée par



SOCIETE DES BRASSERIES ET GLACIERES INTERNATIONALES

présentée par

ALANTRA

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR
LA SOCIETE DES BRASSERIES & GLACIERES INTERNATIONALES**

PRIX DE L'OFFRE

128,50 Euros par action

DUREE DE L'OFFRE

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions de son règlement général



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 21 janvier 2020, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 233-1 du règlement général de l'AMF.

Le présent projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent Projet de Note d'Information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société des Brasseries et Glacières Internationales (www.bgi-corporate.com) et peut être obtenu sans frais auprès de la Société des Brasseries et Glacières Internationales (49-51 avenue François 1^{er}, 75008 Paris) et d'Alantra (6 rue Lamennais, 75008 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société des Brasseries et Glacières Internationales feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1. Présentation de l'Offre	5
1.1. Conditions générales de l'Offre	6
1.2. Contexte et motifs de l'Offre	7
1.2.1. Contexte de l'Offre.....	7
1.2.2. Répartition actuelle du capital de SABC.....	8
1.3. Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	8
1.3.1. Stratégie et poursuite des activités de SABC.....	8
1.3.2. Orientation en matière d'emploi.....	9
1.3.3. Composition des organes sociaux et de la direction	9
1.3.4. Intérêt de l'Offre pour SABC et ses actionnaires	9
1.3.5. Synergies.....	10
1.3.6. Fusion et réorganisation juridique.....	10
1.3.7. Retrait obligatoire.....	10
1.3.8. Radiation du marché d'Euronext Paris	10
1.3.9. Politique de distribution de dividendes	11
1.4. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	11
1.5. Engagements de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre	12
2. Caractéristiques de l'Offre	13
2.1. Termes de l'Offre.....	13
2.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre	13
2.3. Modalités de l'Offre.....	14
2.4. Procédure d'apport à l'Offre.....	14
2.5. Calendrier indicatif de l'Offre.....	15
2.6. Coût et modalités de financement de l'Offre	17
2.6.1. Frais liés à l'Offre.....	17
2.6.2. Mode de financement de l'Offre.....	17
2.7. Restrictions concernant l'Offre À l'étranger.....	17
2.8. Régime fiscal de l'Offre.....	18
2.8.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à	

<i>celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations</i>	18
2.8.1.1. Impôt sur le revenu des personnes physiques	19
2.8.1.2. Prélèvements sociaux	19
2.8.1.3. Autres contributions	20
2.8.2. Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés	20
2.8.2.1. Régime de droit commun.....	20
2.8.2.2. Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions (plus-values de cessions des titres de participation).....	21
2.8.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France	21
2.8.4. Autres actionnaires	22
2.8.5. Droits d'enregistrement	22
3. Eléments d'appréciation du prix de l'Offre	22
4. Personnes assumant la responsabilité du projet de Note d'Information	81
4.1. Pour l'Initiateur.....	81
4.2. Pour la banque présentatrice de l'Offre.....	81

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

La Société Anonyme des Brasseries du Cameroun est une société anonyme avec conseil d'administration régie par l'Acte Uniforme relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique pris en application du traité OHADA (l' « **Acte Uniforme** »), au capital de 57 363 630 000 Francs CFA (soit 87 450 290,19 Euros)¹, dont le siège social est situé 77, rue du Prince Bell, BP 4036, Douala (Cameroun), immatriculée au Registre du Commerce et du Crédit Mobilier sous le numéro DLA/1948/B/0538 (« **SABC** »). Les actions SABC sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B) sous le code ISIN CM0000035113. A la date des présentes :

- 73,66% du capital et des droits de vote de SABC sont détenus par la Société des Brasseries & Glacières Internationales, société anonyme au capital de 37 328 800 Euros, dont le siège social est situé 49-51 rue François 1^{er}, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 339.412.538 (« **BGI** » ou l'« **Initiateur** »),
- 10% du capital et des droits de vote de SABC sont détenus par la Société Nationale d'Investissement du Cameroun, société à capital public de droit camerounais au capital de 26 134 830 000 Francs CFA, dont le siège social est situé Rue Many Ewondo, BP. 423 Yaoundé, Cameroun, immatriculée au Registre du Commerce et du Crédit Mobilier sous le numéro RC/YAO/2006/B/1503 (« **SNI** »),
- 8,75% du capital et des droits de vote de SABC sont détenus par Heineken International B.V., société à responsabilité limitée de droit néerlandais (*besloten vennootschap*) au capital de 921 604 180,80 Euros, dont le siège social est situé Tweede Weteringplantsoen 21, 1017 ZD Amsterdam, Pays-Bas, immatriculée sous le numéro 33103545 (« **Heineken** »), et
- le reste du capital de SABC, soit 7,58% du capital et des droits de vote, constitue le flottant.

Les règles particulières applicables aux marchés réglementés français d'Euronext Paris (Livre II) (les « **Règles d'Euronext** ») prévoient un cas de radiation en cas de « *faible liquidité* », lorsque les conditions d'un retrait obligatoire ne sont pas réunies.

L'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext dispose ainsi qu'« *un Emetteur dont 90% du capital et 90% des droits de vote sont détenus par le ou les actionnaires majoritaires agissant de concert peut demander la radiation de ses Titres de capital [...] lorsque le droit applicable ne permet pas le retrait obligatoire, par la mise en œuvre d'une offre publique [...] (« l'offre liée à la radiation »)* ».

Il n'existe aucune procédure de retrait obligatoire (ou de procédure équivalente) dans le droit camerounais qui est applicable à SABC.

SABC a demandé à Euronext Paris de procéder à la radiation de la cotation de ses actions (la « **Radiation** »), à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée dont le projet a été déposé ce jour par BGI auprès de l'AMF, puisque la quasi-totalité des actionnaires de SABC n'ont pas eu recours au marché boursier sur les douze derniers mois. Euronext a décidé d'accepter ladite demande de Radiation après avoir constaté que les conditions préalables posées par l'article P 1.4.2. des Règles d'Euronext étaient réunies.

¹ Le taux de change euros/F. CFA est fixe et de 1 euro pour 655,9570 Francs CFA.

La Radiation ne peut intervenir que si un certain nombre de conditions objectives sont remplies.

La principale de ces conditions est que l'émetteur souhaitant obtenir la Radiation de la cotation de ses titres démontre que « *sur les douze derniers mois (calendaires) précédant sa demande de radiation le montant total négocié sur les Titres de capital de l'Emetteur représente moins de 0,5% de la capitalisation boursière de l'Emetteur* ». Il est par ailleurs précisé que « *les périodes où des offres publiques se déroulaient au sein de la période de 12 mois précitée (« périodes d'offre » au sens du règlement général de l'AMF) sont exclues du calcul* ».

Il résulte des données fournies par Euronext Paris que, s'agissant des actions SABC, ce pourcentage est égal à 0,1384% sur la période de référence précédant la demande de Radiation.

Par ailleurs, en conséquence de la conclusion des accords suivants par l'Initiateur, dont les principaux termes sont rappelés à la section 1.4 ci-dessous, l'Initiateur détiendra nécessairement, dans le cadre de l'Offre, de concert avec SNI, au moins 92,42% du capital et des droits de vote de SABC :

- un engagement d'apport à l'Offre avec Heineken aux termes duquel Heineken s'est notamment engagée à apporter à l'Offre l'intégralité de sa participation au capital de SABC ;
et
- un pacte d'actionnaires concertant avec SNI relatif à SABC.

L'acceptation par Euronext Paris de la demande de Radiation était également conditionnée à ce qu'un certain nombre d'engagements soient pris par l'Initiateur à l'égard de SABC et des actionnaires minoritaires. Ces engagements ont été pris par l'Initiateur préalablement au dépôt de l'Offre. Ces engagements sont rappelés à la section 1.5 du présent Projet de Note d'Information, en ce compris notamment l'engagement d'acquérir, au prix de l'Offre, les actions des actionnaires minoritaires de SABC qui ne les auraient pas apportées à l'Offre, mais qui souhaiteraient les céder pendant une période de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, soit jusqu'au 3 juin 2020 (selon le calendrier indicatif de l'Offre).

BGI est ultimement contrôlée par le fonds Investment Beverage Business Fund (IBB Fund), régi par le droit singapourien et coté sur le marché réglementé Singapore Exchange (SGX), lui-même géré par la société Investment Beverage Business Management Pte Ltd (IBB Management). IBB Management est une société de droit singapourien ayant son siège social situé Windsland House 1, 3 Killiney Road #05-07 Singapore 23 9519 et enregistrée sous le numéro 200810781. Les sociétés contrôlées par IBB Fund sont communément désignées sous le vocable « Groupe Castel ».

1.1. CONDITIONS GENERALES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, BGI s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF, à offrir aux actionnaires minoritaires de SABC, à l'exception de SNI (agissant de concert avec BGI), d'acquérir la totalité de leurs actions au prix unitaire de 128,50 Euros, payable exclusivement en numéraire (l'« **Offre** »), ladite Offre constituant une offre liée à la Radiation telle que prévue aux termes de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext.

Le nombre d'actions qui seraient apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires est indifférent au regard de la décision de Radiation des actions SABC de la cotation sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, qui interviendra automatiquement après publication des résultats de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions SABC existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions détenues par SNI (agissant de concert avec BGI), soit un nombre maximum de 937 026 actions SABC, étant précisé (i) qu'Heineken s'est engagée à apporter à l'Offre l'intégralité des 501 977 actions SABC qu'elle détient à la date du présent Projet de Note d'Information et (ii) qu'il n'existe aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par SABC pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci et que SABC ne détient aucune de ses propres actions.

En conséquence, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Alantra Capital Markets, sociedad de valores, S.A, entreprise d'investissement ayant son siège social José Ortega y Gasset, 29, 28006 Madrid, enregistrée au registre du commerce de Madrid sous le numéro n°34.503, folio 26, section 8 (« **Alantra** ») a déposé, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 21 janvier 2020 pour le compte de l'Initiateur. Alantra garantit conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. *Contexte de l'Offre*

La liquidité des actions SABC négociées sur le marché réglementé d'Euronext à Paris est particulièrement réduite, celles-ci étant majoritairement détenues par l'Initiateur directement à hauteur de 73,66% et de concert avec SNI à hauteur de 83,66%, et à hauteur de 8,75% par Heineken (qui s'est engagée à les apporter à l'Offre). Le flottant représente donc uniquement 7,58% du capital de SABC.

En conséquence, très peu de transactions sur les actions SABC ont lieu sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, et ce depuis plusieurs années.

Le maintien de la cotation des actions SABC n'est donc plus considéré par SABC comme un élément susceptible de lui assurer de meilleures conditions de financement, mais constitue au contraire une source de coûts supplémentaires.

Par ailleurs, la Radiation permettra également à SABC et ses actionnaires de se conformer à la réglementation camerounaise (notamment la loi camerounaise n° 2014/007 du 23 avril 2014 relative aux modalités de la Dématérialisation des Valeurs Mobilières au Cameroun), qui exige désormais l'inscription de toutes les actions émises par toute société camerounaise (telle que SABC) dans un compte-titres ouvert au nom de leur propriétaire et tenu soit par la société émettrice, soit par un teneur de compte conservateur dûment agréé par la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF), ainsi que la centralisation des actions émises par toute société camerounaise auprès de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC), agissant en tant que dépositaire central agréé (ayant notamment compétence pour attribuer un nouveau code ISIN à SABC, ce qui pourrait induire une double codification pour SABC qui a déjà un code ISIN dans le cadre de la cotation sur le marché règlementé d'Euronext à Paris). Lesdites règles apparaissent

difficilement compatibles avec le maintien de la négociation des actions SABC sur le marché réglementé d'Euronext à Paris.

En conséquence, SABC souhaite procéder à la Radiation de ses titres du marché réglementé d'Euronext à Paris conformément à la procédure de Radiation prévue par l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext.

1.2.2. Répartition actuelle du capital de SABC

Le capital social de SABC s'élève à 57 363 630 000 Francs CFA (soit 87 450 290,19 Euros) divisé, en 5 736 363 actions ordinaires de 10 000 Francs CFA (soit 15,24 Euros) de valeur nominale chacune.

A la date du présent Projet de Note d'Information, le capital et les droits de vote de SABC sont, à la connaissance de l'Initiateur, répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
BGI	4 225 610	73,66%	4 225 610	73,66%
SNI	573 727	10%	573 727	10%
Total BGI et SNI (de concert)	4 799 337	83,66%	4 799 337	83,66%
Heineken	501 977	8,75%	501 977	8,75%
Autres actionnaires, dont	435 049	7,58%	435 049	7,58%
<i>Actionnaires au nominatif</i>	320 653	5,59%	320 653	5,59%
<i>Actionnaires au porteur</i>	114 396	1,99%	114 396	1,99%
Total général	5 736 363	100%	5 736 363	100%

BGI et SNI n'ont réalisé aucune acquisition d'actions SABC au cours des douze derniers mois.

Aucune action de SABC ne confère de droit de vote double. Il n'existe aucun titre financier de SABC (ou autre titre donnant accès à des titres financiers de SABC) autre que les actions émises par SABC. SABC n'a pas mis en place de programme de rachat d'actions et ne détient aucune de ses propres actions.

1.3. INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

1.3.1. Stratégie et poursuite des activités de SABC

A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur contrôle déjà SABC au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce français et au sens des articles 174 et 175 de l'Acte Uniforme. En conséquence, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de SABC.

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par SABC, dans le cadre du pacte d'actionnaires conclu par l'Initiateur et SNI relativement à SABC et qui prévoit notamment une concertation entre elles sur les décisions importantes de SABC (voir la section 1.4 ci-dessous).

1.3.2. Orientation en matière d'emploi

L'Offre n'aura pas d'impact négatif sur la politique en matière d'emploi, les salariés de SABC continuant à bénéficier de leur statut.

1.3.3. Composition des organes sociaux et de la direction

A la date des présentes, le Conseil d'administration et la Direction Générale de SABC sont composés comme suit :

1. Conseil d'administration de SABC	
Président du Conseil d'administration	Michel PALU ⁽¹⁾
Administrateur	André SIAKA
Administrateur	Moïse MOUICHE
Administrateur	Heineken représentée par LL. VAN DER BORGHT
Administrateur	SNI représentée par Aline ANDZE
Administrateur	Aïssatou YAOU ⁽²⁾
Administrateur	BGI représentée par Philippe DHAMELINCOURT ⁽¹⁾
Administrateur	Guy DE CLERCQ ⁽³⁾
Administrateur	Gilles MARTIGNAC ⁽¹⁾
Administrateur	Jean-Claude PALU
Administrateur	Laurence DEQUATRE ⁽¹⁾
2. Direction Générale de SABC	
Directeur Général	Emmanuel DE TAILLY

(1) Messieurs Michel Palu, Gilles Martignac et Philippe Dhamelincourt, et Madame Laurence Dequatre, sont également administrateurs de BGI

(2) Madame Aïssatou Yaou est également Directrice Générale de SNI

(3) Monsieur Guy de Clercq est également Président Directeur Général de BGI

Aucun administrateur de SABC n'a la qualité d'administrateur indépendant.

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une modification de la composition des organes sociaux et de la direction de SABC, sous la seule réserve que Heineken démissionnera de ses fonctions d'administrateurs de SABC après la réalisation de l'Offre (dans le cadre de laquelle Heineken s'est engagée à apporter la totalité de ses actions SABC).

1.3.4. Intérêt de l'Offre pour SABC et ses actionnaires

Intérêt de l'Offre pour SABC et ses actionnaires

L'Initiateur propose aux actionnaires de SABC qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate pour la totalité de leur participation pour un prix de 128,50 Euros par action, ce qui représente notamment :

- une prime de 43% sur le cours de clôture du 15 janvier 2020 (dernier cours avant annonce de l'Offre) et des primes de 47%, 49%, 48% et 32% respectivement sur les moyennes des

cours pondérés par les volumes sur les vingt, soixante, cent vingt et deux cent cinquante derniers jours de bourse avant l'annonce de l'Offre ;

- un prix supérieur à la limite supérieure de la fourchette de prix issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs dans le cadre de la somme des parties (de 79,3 Euros à 87,2 Euros avec une valeur centrale de 83,1 Euros) ;
- un prix supérieur à la valorisation minimum induite par les sociétés comparables cotées dans le cadre de la somme des parties (de 121,0 Euros) ;
- un prix supérieur à l'actif net comptable (sur la base des comptes consolidés de SABC) au 30 juin 2019 (48,5 Euros), et à l'actif net comptable calculé dans le cadre de la somme des parties (41,8 Euros) ; et
- un prix supérieur à la valeur des titres de SABC dans les comptes de BGI (13,9 Euros).

Les éléments d'appréciation du prix proposé sont précisés à la Section 3 « *Eléments d'appréciation du prix de l'Offre* » ci-après.

Après la Radiation qui interviendra à la suite de l'Offre, SABC ne sera plus assujettie aux règles particulières applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, et ainsi cessera de supporter certains coûts liés à cette cotation.

Par ailleurs, la Radiation permettra également à SABC et ses actionnaires de se conformer à la réglementation camerounaise (voir la section 1.2.1 du présent Projet de Note d'Information).

Intérêt de l'Offre pour l'Initiateur et ses actionnaires

En tant qu'actionnaire majoritaire de SABC, l'Initiateur bénéficiera de l'absence de coûts liés à la cotation qui découlera de la Radiation.

Les actionnaires de l'Initiateur bénéficieront également indirectement de ces bénéfices attendus.

1.3.5. Synergies

Il est rappelé que SABC est déjà contrôlée majoritairement par l'Initiateur.

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies liées à l'Offre, l'Initiateur n'ayant notamment pas l'intention de modifier le modèle opérationnel de SABC, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

A l'avenir, les relations entre SABC, d'une part, et l'Initiateur et SNI, d'autre part, ont vocation à s'inscrire dans le cadre du pacte d'actionnaires conclu par l'Initiateur et SNI relativement à SABC et qui prévoit notamment une concertation entre elles sur les décisions importantes de SABC (voir la section 1.4 ci-dessous).

1.3.6. Fusion et réorganisation juridique

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion de l'Initiateur avec SABC, ni de modifier la forme sociale de SABC.

1.3.7. Retrait obligatoire

Il n'existe aucune procédure de retrait obligatoire (ou de procédure équivalente) dans le droit camerounais qui est applicable à SABC. Une telle procédure ne sera donc pas mise en œuvre.

1.3.8. Radiation du marché d'Euronext Paris

Les conditions posées par l'article P 1.4.2. des Règles d'Euronext étant remplies, indépendamment des résultats de l'Offre, Euronext a approuvé la demande de Radiation de SABC par une décision en date du 20 novembre 2019, sous réserve de l'obtention d'une décision de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre, emportant visa de la note d'information de l'Initiateur.

Il est prévu que la Radiation intervienne après la clôture de l'Offre.

Aucune autre cotation des actions SABC n'est à ce jour envisagée.

SABC proposera aux actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre (et ne décidant pas de les céder dans le cadre de la période de trois mois subséquente prévue par les Règles d'Euronext) de les inscrire au nominatif sur les registres de SABC qui seront tenus par celle-ci conformément au droit camerounais.

1.3.9. Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution des dividendes de SABC continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de SABC.

1.4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

BGI a conclu le 20 janvier 2020 :

- un engagement d'apport avec Heineken, aux termes duquel, Heineken s'est engagée à apporter à l'Offre les 501 977 actions SABC qu'elle détient, représentant 8,75% du capital et des droits de vote de SABC, et à ne pas céder ni acquérir d'actions SABC jusqu'à la date d'exécution de cet engagement d'apport à l'Offre ; et
- un pacte d'actionnaires avec SNI, soumis au droit français et d'une durée initiale de cinq ans (renouvelable pour des périodes successives de trois ans), aux termes duquel BGI et SNI agissent de concert² relativement à SABC (et détiennent de concert 83,66% de son capital et de ses droits de vote), et qui comporte notamment les stipulations suivantes:
 - *En matière de gouvernance* : (i) le droit pour SNI d'être représentée au Conseil d'administration de SABC par deux administrateurs aussi longtemps que SNI détiendra au moins 7% du capital de SABC, et par un administrateur aussi longtemps que SNI détiendra au moins 2% (mais moins de 7%) du capital de SABC ; et (ii) le droit pour SNI (aussi longtemps que SNI détiendra au moins 2% du capital de SABC) de demander une concertation préalable avec BGI sur les décisions importantes concernant SABC, préalablement à toute réunion du Conseil d'administration ou toute assemblée générale des actionnaires de SABC.
 - *En matière de transfert de titres SABC* : (i) un droit de première offre et un droit de préemption en faveur de chaque partie en cas de projet de transfert de tout titre SABC à un tiers par l'autre partie ; et (ii) un droit de cession conjointe partielle ou totale en faveur de chaque partie en cas de transfert de tout titre SABC à un

² Au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce français et du droit camerounais. La définition et l'interprétation de la notion de « concert » en droit camerounais sont substantiellement les mêmes que celles retenues par le droit français.

tiers par l'autre partie emportant changement de contrôle de SABC en faveur dudit tiers.

- Par ailleurs, le pacte d'actionnaires prévoit que SNI s'engage à ne pas apporter ses actions SABC à l'Offre (et à ne pas les céder à BGI dans le cadre de la période d'engagement subséquente de trois mois, prévue par les Règles d'Euronext) et bénéficiera du droit d'acquérir, auprès de BGI et au même prix que celui de l'Offre, un maximum de 10% des actions SABC qui auront été apportées à BGI dans le cadre de l'Offre (et de la période d'engagement subséquente de trois mois). Ce droit de SNI sera exerçable une seule fois pendant une période de trois mois suivant la clôture de l'Offre.

Ce pacte d'actionnaires traduit la volonté commune de BGI et SNI de renforcer leurs relations de long terme pour permettre à SABC de répondre aux enjeux majeurs dont dépendra la poursuite du développement de ses activités au Cameroun, à savoir notamment la consolidation de l'intégration de SABC dans le tissu économique camerounais, le renforcement des liens de SABC avec les acteurs économiques et institutionnels clés du Cameroun et la lutte contre de la concurrence déloyale en provenance des pays limitrophes, dans le contexte politique et économique du Cameroun actuellement marqué par les troubles dans les régions anglophones du Cameroun et la lutte contre Boko Haram. A cet égard, il est rappelé que SABC conduit ses activités exclusivement au Cameroun. En application des stipulations susvisées du pacte d'actionnaires, il est envisagé que BGI et SNI se concertent rapidement afin de parvenir à une position commune quant aux enjeux majeurs susvisés.

En conséquence de la conclusion de l'engagement d'apport et du pacte d'actionnaires susvisés, BGI détiendra nécessairement, de concert avec SNI, au moins 92,42% du capital et des droits de vote de SABC à l'issue de l'Offre.

1.5. ENGAGEMENTS DE L'INITIATEUR DANS LE CADRE DE L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article P 1.4.2. des Règles d'Euronext, l'Initiateur s'est engagé à :

- pendant une période de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, soit jusqu'au 3 juin 2020 (selon le calendrier indicatif de l'Offre), à acquérir, à un prix égal à celui de l'Offre (soit 128,50 Euros par action), les actions des actionnaires minoritaires qui ne les auraient pas apportées à l'Offre, mais qui souhaiteraient néanmoins les céder à l'Initiateur pendant cette période de trois mois.

Pour céder ses actions SABC à l'Initiateur au cours de cette période de trois mois, il conviendra (i) pour chaque actionnaire détenant ses actions SABC au porteur, de prendre contact avec l'établissement financier en charge de la gestion de ses actions SABC et que l'établissement financier concerné en fasse la demande auprès de la Société de Bourse Gilbert Dupont, dont le siège social est situé 50, rue d'Anjou, 75008 Paris et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 472 500 503 (« **Gilbert Dupont** »), ou (ii) pour chaque actionnaire détenant ses actions SABC au nominatif, de prendre contact avec SABC qui en fera la demande auprès de Gilbert Dupont. Dans les deux cas, Gilbert Dupont, en tant que membre de marché acheteur, en échange du transfert de propriété des actions au

bénéfice de l'Initiateur, remettra une somme correspondant au nombre d'actions transférées multipliés par le prix de l'Offre ;

- pendant une période transitoire d'un exercice financier annuel suivant l'année durant laquelle la Radiation de SABC prendra effet, soit jusqu'au 31 décembre 2021 à publier tout franchissement, à la hausse ou à la baisse, seule ou de concert, des seuils de 90% du capital et des droits de vote de SABC ; et
- décrire ces engagements dans la documentation d'Offre déposée auprès de l'AMF.

A l'issue de la Radiation, la détention des actions SABC par un actionnaire sera organisée selon la réglementation camerounaise applicable, c'est à dire par l'inscription des actions SABC dans un compte-titres ouvert au nom de leur propriétaire et tenu soit par SABC, soit par un teneur de compte conservateur agréé par la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF). SABC proposera aux actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre (et ne décidant pas de les céder dans le cadre de la période de trois mois subséquente prévue par les Règles d'Euronext) de les inscrire au nominatif sur les registres de SABC qui seront tenus par celle-ci conformément au droit camerounais.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Alantra, établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires minoritaires de SABC, à l'exception de SNI agissant de concert avec l'Initiateur, à acquérir toutes les actions SABC apportées à l'Offre, au prix unitaire de 128,50 Euros, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation.

Alantra, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2. NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE

A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient seul 4 225 610 actions et 4 225 610 droits de vote de SABC, représentant 73,66% du capital et des droits de vote de SABC et, de concert avec SNI, 4 799 337 actions et 4 799 337 droits de vote de SABC représentant 83,66% du capital et des droits de vote de SABC.

L'Offre porte sur la totalité des actions SABC existantes non détenues, seul ou de concert, par l'Initiateur, soit un nombre maximum de 937 026 actions SABC à la date du présent Projet de Note d'Information, étant précisé (i) qu'Heineken s'est engagée à apporter à l'Offre l'intégralité des 501 977 actions SABC qu'elle détient à la date du présent Projet de Note d'Information et (ii) qu'il n'existe aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par SABC pouvant donner

accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci et que SABC ne détient aucune de ses propres actions.

2.3. MODALITES DE L'OFFRE

Un avis de dépôt du projet d'Offre sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information a été diffusé par l'Initiateur le 21 janvier 2020.

Le présent Projet de Note d'Information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.bgi-corporate.com) et de SABC (www.lesbrasseriesducameroun.com) et est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et d'Alantra.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera, le cas échéant, sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa sur la note d'information.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.bgi-corporate.com) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de l'Initiateur et de l'établissement présentateur de l'Offre. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par l'Initiateur.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.4. PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs actions au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander à la banque en charge de la tenue des comptes-titres nominatifs de SABC, à savoir BNP Paribas Securities Services, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions SABC apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de SABC dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera par l'intermédiaire d'un membre de marché acheteur, à savoir Gilbert Dupont, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur et qui se portera acquéreur des actions qui seront apportées à l'Offre.

Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions SABC à l'Offre seront irrévocables.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

Il est rappelé que, conformément aux Règles d'Euronext, l'Initiateur s'est engagé, pour une période de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, soit jusqu'au 3 juin 2020 (selon le calendrier indicatif de l'Offre), à acquérir, à un prix égal à celui de l'Offre (soit 128,50 Euros par action), les actions SABC des actionnaires minoritaires qui ne les auraient pas apportées à l'Offre, mais souhaiteraient néanmoins les céder pendant cette période de trois mois.

Pour céder ses actions SABC à l'Initiateur au cours de cette période de trois mois, il conviendra (i) pour chaque actionnaire détenant ses actions SABC au porteur, de prendre contact avec l'établissement financier en charge de la gestion de ses actions SABC et que l'établissement financier concerné en fasse la demande auprès de Gilbert Dupont, ou (ii) pour chaque actionnaire détenant ses actions au nominatif, de prendre contact avec SABC, qui en fera la demande auprès de Gilbert Dupont. Dans les deux cas, Gilbert Dupont, en tant que membre de marché acheteur, en échange du transfert de propriété des actions au bénéfice de l'Initiateur, remettra une somme correspondant au nombre d'actions transférées multipliés par le prix de l'Offre.

2.5. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture de l'Offre et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

21 janvier 2020	Dépôt de l'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.bqi-corporate.com) du Projet de Note d'Information.
	Diffusion du communiqué de presse de l'Initiateur relatif au dépôt du projet d'Offre et à la mise à disposition du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.
	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de SABC, comprenant le rapport de l'expert indépendant, mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (<a 485="" 511="" 950="" 966"="" data-label="Page-Footer" href="http://www.amf-</td></tr></table></div><div data-bbox="><p>15</p>

	<p>france.org) et de SABC (www.lesbrasseriesducameroun.com) du projet de note en réponse de SABC.</p> <p>Diffusion du communiqué de presse de SABC relatif au dépôt du projet de note en réponse.</p>
18 février 2020	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information de l'Initiateur et sur la note en réponse de SABC.
18 février 2020	<p>Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.</p> <p>Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SABC.</p>
18 février 2020	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'initiateur (www.bgi-corporate.com) de la version définitive de la note d'information.</p> <p>Diffusion du communiqué de presse de l'Initiateur informant de la mise à disposition de la version définitive de la note d'information.</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SABC (www.lesbrasseriesducameroun.com) de la version définitive de la note en réponse de SABC.</p> <p>Diffusion du communiqué de presse de SABC informant de la mise à disposition de la version définitive de la note en réponse de SABC.</p>
18 février 2020	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.bgi-corporate.com) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.</p> <p>Diffusion du communiqué de presse de l'Initiateur informant de la mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SABC (www.lesbrasseriesducameroun.com) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SABC.</p> <p>Diffusion du communiqué de presse de SABC informant de la mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SABC.</p>
18 février 2020	Publication du calendrier de l'Offre par l'AMF.
19 février 2020	Ouverture de l'Offre.
3 mars 2020	Clôture de l'Offre.
5 mars 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
6 mars 2020	Radiation.
Jusqu'au 3 juin 2020 (inclus)	Engagement de l'Initiateur pour une période de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, d'acquiescer, à un prix égal à celui de l'Offre, les actions des actionnaires minoritaires qui ne les auraient pas apportées à l'Offre.

2.6. COUT ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE

2.6.1. Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ neuf cent mille Euros, hors taxes.

2.6.2. Mode de financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des 937 026 actions SABC visées par l'Offre serait apportée à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payé par l'Initiateur aux actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre (hors commissions et frais annexes) s'élèverait à 120 407 841 Euros (128,50 € x 937 026 actions maximum).p

L'Offre sera intégralement financée au moyen de fonds et ressources disponibles de BGI.

2.7. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ETRANGER

Le présent Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être diffusé dans un pays autre que la France.

L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'actions en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment concernant les Etats-Unis, il est précisé que le présent Projet de Note d'Information ainsi que les autres documents de l'Offre ne constituent pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas proposée directement ou indirectement aux Etats-Unis, à des personnes résidentes aux Etats-Unis ou à des « *US Persons* » (au sens de la *Regulation S* en application du *US Securities Act* de 1933 tel que modifié) par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux Etats-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse nationale de valeurs des Etats-Unis, et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du présent Projet de Note d'Information ou autre document relatif à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre susceptible de résulter en une violation de ces restrictions serait nulle. Aucun porteur d'actions ne pourra

apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunication ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport d'actions et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport d'actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier).

Etant précisé que, pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par « **Etats-Unis** », les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2.8. REGIME FISCAL DE L'OFFRE

En l'état actuel de la législation française, les dispositions suivantes résument certains aspects du régime fiscal susceptible de s'appliquer aux actionnaires de SABC qui participeront à l'Offre.

L'attention des actionnaires de SABC qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de SABC, et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française ainsi que par les tribunaux français. Il est également susceptible d'être affecté par l'application de certaines dispositions de la convention fiscale entre la France et le Cameroun.

Les actionnaires de SABC qui ne sont pas résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale conclue entre leur pays de résidence et le Cameroun.

Il convient par ailleurs de noter que l'entrée en vigueur du prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu ne modifie pas les règles d'imposition exposées ci-dessous dans la mesure où (i) les revenus de capitaux mobiliers et (ii) les gains provenant de la cession de valeurs mobilières et de droits sociaux ainsi que les produits et gains assimilés sont hors champ d'application de ladite réforme. Toutefois, les personnes physiques résidentes fiscales françaises qui se livrent à des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée à titre professionnel doivent se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences et modalités d'application du prélèvement à la source de l'impôt sur les revenus tirés de ces opérations.

2.8.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

2.8.1.1. Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des dispositions des articles 200 A et 150-0 A et suivants du Code général des impôts (le « **CGI** »), les plus-values nettes réalisées par les personnes physiques à l'occasion de la cession de valeurs mobilières sont soumises de plein droit à un prélèvement forfaitaire unique (le « **PFU** ») au taux de 12,8%. Le PFU est assis sur le montant des plus-values nettes, déterminées par la différence entre le prix offert dans l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des actions, subsistant après imputation des moins-values éventuelles et sans application des abattements proportionnels pour une durée de détention qui ne peuvent s'appliquer dans le cadre du PFU.

Toutefois, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option expresse et irrévocable lors du dépôt de la déclaration de revenus de l'année concernée, afin que les plus-values nettes soient prises en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est globale et entraîne la soumission au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances de l'année entrant normalement dans le champ d'application du PFU.

Lorsque cette option est exercée, les plus-values nettes afférentes aux cessions des actions acquises avant le 1^{er} janvier 2018 sont réduites selon le cas d'un abattement proportionnel pour une durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à :

- (i) 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de cession ; et
- (ii) 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de cession.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et prend fin à la date du transfert de propriété. L'abattement ne s'applique pas aux actions acquises postérieurement au 31 décembre 2017.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession de titres dans le cadre de l'Offre sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession et retenues pour leur montant brut, avant application des abattements pour une durée de détention (le cas échéant). En cas de solde positif, les plus-values subsistantes sont réduites, le cas échéant, des moins-values subies au cours des années antérieures, jusqu'à la dixième. En cas de solde négatif, l'excédent de moins-values est imputable sur les plus-values des dix années suivantes.

Enfin, l'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au regard des mêmes actions.

Les actionnaires potentiellement concernés par ces règles sont invités à consulter leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences applicables à leur situation particulière

2.8.1.2. Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession de titres sont également soumises aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% sans application (le cas échéant) de l'abattement énoncé ci-avant.

Le taux des prélèvements sociaux se décompose comme suit :

- 9,9% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** »),
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »),
- 4,8% au titre du prélèvement social (4,5%) et de sa contribution additionnelle (0,3%),
et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis au PFU susvisé au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible, à hauteur de 6,8%, du revenu global imposable l'année de son paiement, le solde de ces prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

2.8.1.3. Autres contributions

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, en ce compris les plus-values réalisées par le contribuable concerné, excède certaines limites. Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500 001 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les plus-values nettes de cession de valeurs mobilières réalisées par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

2.8.2. *Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés*

2.8.2.1. Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des actions sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés ("**IS**") au taux de droit commun (fixé pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2020 à 28% pour l'intégralité des bénéficiaires) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI) assise sur le montant de l'IS diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % dans la limite de 38 120 euros et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 %.

Par dérogation, selon le projet de loi de finances pour 2020, le taux de l'impôt sur les sociétés s'élèverait à 31 % pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 euros pour les redevables réalisant un chiffre d'affaires égal ou supérieur à 250 millions d'euros (seul ou avec les entreprises membres du groupe d'intégration fiscale).

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions SABC dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

2.8.2.2. Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions (plus-values de cessions des titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux ans sont exonérées d'IS moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions précisées ci-dessus, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values ainsi réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (les "ETNC"). La liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel et peut être mise à jour à tout moment. A la date du présent Projet de Note d'Information, le Sénégal n'est pas mentionné sur cette liste.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les actionnaires concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.8.3. *Actionnaires non-résidents fiscaux de France*

Les plus-values réalisées à l'occasion de cessions de leurs actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France (sans que la propriété des actions soit rattachable à une base fixe ou un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrits les actions), ne sont en principe pas soumises à l'impôt en France.

Les actionnaires non-résidents fiscaux français sont toutefois invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement dont auraient pu bénéficier les personnes physiques soumises au dispositif d'exit tax prévu par les dispositions de l'article 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les actionnaires concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.8.4. Autres actionnaires

Les actionnaires de SABC soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment (i) les personnes qui réalisent à titre habituel des opérations dans des conditions analogues à celles caractérisant une activité professionnelle dépassant la simple gestion de portefeuille, ou (ii) les personnes qui ont inscrit ces actions à l'actif de leur bilan commercial, ou (iii) les personnes physiques qui ont acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.8.5. Droits d'enregistrement

Conformément aux dispositions des articles 718 et 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société dont le siège social est situé hors de France et dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que (i) la cession ne soit constatée par un acte et (ii) que cet acte soit passé en France. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres.

Les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte passé en France seront à la charge de l'Initiateur (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues du paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

3.1. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

3.1.1. Description de la Société et de son marché

3.1.1.1. Description de l'activité

Fondée en 1948 à Douala (Cameroun), la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun (SABC) s'est initialement spécialisée dans la production et la commercialisation de boissons gazeuses non alcoolisées puis a diversifié son activité et contrôle aujourd'hui un groupe comprenant 5 usines de production de bières et boissons gazeuses, 23 chaînes d'embouteillage et 6 salles à brasser situées à Koumasi, Ndotoki, Yaoundé, Garoua et Bafoussam, une verrerie spécialisée dans la fabrication du verre creux (SOCAVER) et une société d'exploitation et d'embouteillage d'eau minérale naturelle (Société des Eaux Minérales du Cameroun, SEMC).

La Société Anonyme des Brasseries du Cameroun est le leader de l'industrie brassicole au Cameroun avec 72% de parts de marché sur le marché de la bière et 75% de parts de marché sur le marché des boissons gazeuses non alcoolisées.

Le portefeuille de marques se décompose comme suit :

- **Bières** : Beaufort lager, Beaufort light, Beaufort tango, "33" Export, Castel Beer, Manyan, Mützig, Amstel, Castle Milk Stout, Pelforth, Heineken, Isenbeck, Doppel ;
- **Alcool mix** : Booster ;
- **Boissons gazeuses** : top, Coca-Cola, Fanta, Sprite, d'jino, Schweppes, Malt Up, Vimto, Orangina ;
- **Boissons énergisantes** : XXL ;
- **Eau** : Aqua Belle, Eau Vitale, Source Tangui.

En 2018, la SABC a réalisé une production de 8,8 millions d'hectolitres de bière, boissons gazeuses et alcools-mix.

	Volumes (khL)			Répartition			Croissance	
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2018
Bières	4 963,3	4 918,5	4 771,5	58,2%	57,7%	54,4%	(0,9%)	(3,0%)
Boissons gazeuses	2 676,0	2 767,4	2 883,7	31,4%	32,5%	32,9%	+3,4%	+4,2%
Eau	103,7	82,7	102,6	1,2%	1,0%	1,2%	(20,3%)	+24,1%
Autres	360,0	349,8	360,6	4,2%	4,1%	4,1%	(2,8%)	+3,1%
Négoce	424,0	409,1	659,1	5,0%	4,8%	7,5%	(3,5%)	+61,1%
Total	8 527,0	8 527,5	8 777,4	100,0%	100,0%	100,0%	+0,0%	+2,9%

- *Figure 1 : Evolution des volumes produits*

3.1.1.2. Actionnariat

Les actions de la Société sont admises aux négociations au fixing sur le compartiment B d'Euronext Paris, sous le code ISIN CM0000035113 – BCAM, depuis le 18 décembre 1978.

Actionnaire	Actions		Droits de vote	
	#	%	#	%
BGI	4 225 610	73,7%	4 225 610	73,7%
Heineken	501 977	8,8%	501 977	8,8%
SNI	573 727	10,0%	573 727	10,0%
Autres actionnaires au nominatif	299 033	5,2%	299 033	5,2%
Actionnaires au porteur	136 016	2,4%	136 016	2,4%
Total	5 736 363	100,0%	5 736 363	100,0%

Figure 2 : Répartition du capital et des droits de vote

3.1.1.3. Structure juridique

Douala est l'établissement principal et le siège de la SABC, immatriculée au RCCM de Douala sous le numéro DLA/1948/B/0538. Le siège social est situé 77 rue du Prince Bell, BP 4036, Douala.

La société détient plusieurs filiales et titres de participation à la date du présent document :

- SOCAVER (Société Camerounaise de Verrerie) à hauteur de 52,93%, immatriculée au RCCM de Douala sous le numéro DLA/1966/B/03021. La société est située rue des Ndogbong Bassa, Douala, Cameroun ;
- SEMC (Société des Eaux Minérales du Cameroun) à hauteur de 56,90%, immatriculée au RCCM de Douala sous le numéro DLA/1979/B/06568. La société est située 77 rue du Prince Bell, BP 4036, Douala, Cameroun ;
- FINADEI (Financière Afrique Développement International) à hauteur de 20,74%, immatriculé au RCS de Paris sous le numéro SIREN 388 358 137. La société est située rue Francois 1er 75008 Paris, France ;
- Société d'applications tech au Cameroun à hauteur de 75% ;
- Société des brasseries du Congo ;
- Société hôtelière des résidences Mont Febe ;
- Société hôtelière du nord Cameroun ;
- SAT plastique ;
- Stratégie de communication et promo ;
- Société nouvelle du marché Madagascar ;
- Société métropolitaine d'investissement de Douala (SMID).

3.1.2. Description du marché

La Société évolue sur le marché camerounais, sujet à différentes tendances liées aux contextes politique, social et économique. L'année 2017 a été marquée par la crise anglophone (attaques à répétition des populations, sécurité renforcée et démantèlement en cours des camps d'entraînement des sécessionnistes), le commerce illicite sur le marché des boissons, un renforcement des mécanismes d'imposition existants et la poursuite des actions répressives entreprises depuis 3 ans. A noter que le Cameroun s'est fait retirer fin 2018 l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations de football 2019 pour cause de retard dans les infrastructures. Celle-ci a été transférée en Egypte et le Cameroun accueillera l'édition 2021.

L'activité du marché de la bière a légèrement baissée en 2017 (-0,1%), impactée par (i) une baisse de la consommation de la bière suite à la crise économique, (ii) la crise sécuritaire sur les régions du Grand Nord et Anglophones, (iii) l'entrée frauduleuse des produits en provenance du Nigéria et de Guinée Equatoriale en partie liée à l'augmentation en 2015 du prix des bières produites localement du fait de la hausse de la fiscalité et (iv) la concurrence locale très vive sur un marché en régression (consommation par habitant par an).

L'activité du marché des boissons gazeuses non alcoolisées a diminué en 2017 (-2%), impactée notamment par l'introduction de la taxe environnementale qui a entraîné une augmentation significative des prix des PET.

L'activité du marché de l'eau a été en progression en 2017 (+6%), hausse des volumes toutefois compensée par une guerre des prix forte.

3.2. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

3.2.1. Principales hypothèses des travaux d'évaluation

3.2.1.1. Référentiel comptable

Les comptes de la Société sont établis conformément aux règles et méthodes comptables édités par l'Acte uniforme de l'OHADA portant organisation et harmonisation des comptabilités des entreprises.

3.2.1.2. Nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux est de 5 736 363, correspondant au nombre d'actions en circulation. Aucun instrument financier, titre de capital ou droit pouvant donner accès au capital de la Société n'a été émis.

3.2.2. Méthodologie et valorisation

3.2.2.1. Méthodes de valorisation écartées

3.2.2.1.1. Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthode est conçue pour valoriser une entreprise distribuant des dividendes, et dont l'augmentation (ou diminution) des dividendes suit une évolution régulière. SABC a historiquement versé des dividendes à ses actionnaires, mais ces dividendes n'ont pas suivi d'évolution régulière sur les quatre derniers exercices (voir tableau ci-dessous), ce qui ne permet pas d'anticiper les dividendes futurs. Par conséquent, cette méthode a été écartée dans notre analyse.

Date de versement	€/action
27/05/11	6.6
22/05/12	8.0
24/06/13	6.8
11/06/14	6.8
30/06/15	5.3
24/05/16	5.3
13/12/17	0.9
18/05/18	3.5
29/05/19	4.0

Figure 3 : Evolution historique de la distribution de dividendes

3.2.2.1.2. Valeur des titres SABC dans les comptes de BGI

Les titres de participation dans les comptes de BGI étant comptabilisés à leur coût d'acquisition, cette valeur ne reflète pas la valeur intrinsèque de la Société. La méthode a par conséquent été écartée.

A titre indicatif, les titres de la Société sont enregistrés au bilan de BGI pour une valeur de 79 768 K€ (pour 73,7% du capital), soit 13,9 € par action. Aucune provision n'est provisionnée sur ces titres.

3.2.2.1.3. Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs, passifs et éléments hors bilan et est particulièrement pertinente pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations diverses. Cette méthode a par conséquent été écartée.

3.2.2.1.4. Multiples de transactions comparables (sur base des comptes consolidés)

Cette méthode de valorisation est traitée dans la section « 2.2.1.8 Somme des parties des valeurs (comparables transactionnels) » de façon indépendante pour chacune des filiales du groupe sur base des comptes sociaux de chacune des entités.

3.2.2.1.5. Multiples de sociétés comparables cotées (sur base des comptes consolidés)

Cette méthode de valorisation est traitée dans la section « 2.2.3.2 Somme des parties » de façon indépendante pour chacune des filiales du groupe sur base des comptes sociaux de chacune des entités.

3.2.2.1.6. Actualisation des flux de trésorerie (DCF) (sur base des comptes consolidés)

Cette méthode de valorisation est traitée dans la section « 2.2.3.2 Somme des parties » de façon indépendante pour chacune des filiales du groupe sur base du plan d'affaires de chacune des entités.

3.2.2.1.7. Transactions significatives récentes sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer les actions de la Société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur ces dernières. Aucun bloc significatif n'ayant été acquis récemment, cette méthode a par conséquent été écartée.

Il convient toutefois de noter qu'Heineken, détenteur d'un bloc représentant 8,8% du capital, s'est engagé à apporter ses actions à l'Offre via la signature d'un engagement d'apport.

Il est rappelé que le prix d'Offre est supérieur au prix de toute action acquise par l'initiateur lors des 12 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre.

3.2.2.1.8. Somme des parties des valeurs (comparables transactionnels)

Après étude des transactions comparables identifiées, nous avons décidé de ne pas retenir cette méthode de valorisation pour les raisons suivantes :

- **Caractéristiques financières** : profils de croissance et de rentabilité différents de ceux de la Société ;

- **Géographie** : les géographies des sociétés identifiées sont très différentes de celle des 3 sociétés et présentent donc des contextes géopolitiques non comparables à la situation du Cameroun

A titre indicatif, les transactions comparables identifiées ont été listées ci-après.

Date	Cible	Pays	Description de l'activité	Acquéreur	Pays	VE (m€)	%	VE/CA	VE/EBITDA	% marge d'EBITDA
Embouteilleurs de boissons non-alcoolisées										
Mar. 18	Refresco	Pays-Bas	Mise en bouteille de boissons sans alcool sous marques propres et sous marques distributeurs	Sunshine Investments	Pays-Bas	3 300	100%	0,9x	8,5x	10,8%
Oct. 17	Coca-Cola Beverages Africa	Afrique de l'Est et du Sud	Partenaire de Coca-Cola pour l'embouteillage de boissons en Afrique et leader de la mise en bouteille sur le continent	The Coca-Cola Company	Etats-Unis	5 493	55%	n.d.	9,5x	n.d.
Feb. 17	Decacer	Canada	Embouteillage et distribution de sirop, flocons et sucre d'érable sous sa propre marque et sous différentes marques privées	L.B. Maple Treat Corporation	Canada	34	100%	1,5x	7,8x	19,7%
Sep. 16	Whitlock Packaging	Etats-Unis	Production et emballage de boissons sans alcool non gazeuses pour le compte de tiers	Refresco	Pays-Bas	117	100%	1,0x	7,3x	13,8%
Apr. 16	Edena	France	Embouteillage d'eaux de sources	Phoenix Beverages	Maurice	22	100%	1,3x	n.d.	n.d.
Moyenne								1,18x	8,3x	15%
Médiane								1,14x	8,2x	14%
Brasseurs										
mai-19	Dogfish Head Craft Brewery	Etats-Unis	Brassage de bières artisanales	The Boston Beer Company	Etats-Unis	268	100%	2,6x	14,0x	18,6%
janv.-19	Fuller, Smith & Turner (Segment bières)	Royaume-Uni	Production et distribution de bières, cidre et boissons gazeuses	Asahi Europe	Royaume-Uni	289	100%	2,4x	n.s.	n.d.
janv.-19	Orion Breweries	Japon	Brassage et commercialisation de bières	JV entre Nomura Capital Partners et Carlyle Group	Japon	340	100%	1,6x	11,6x	13,6%
mars-18	Tsingtao Brewery	Chine	Brassage et commercialisation de plusieurs marques de bière (dont Tsingtao)	Fosun	Chine	2 596	18%	0,8x	8,4x	9,2%
mars-17	AB InBev (Europe de l'Est et Centrale)	République Tchèque	Activités de brassage en Europe de l'Est et Centrale du groupe AB Inbev	Asahi Group	Japon	7 300	100%	n.d.	14,8x	n.d.
oct.-16	China Resources Snow Breweries	Chine	Production, vente et marketing de boissons alcoolisées	China Resources Beer	Hong Kong	3 316	49%	0,8x	6,5x	12,3%
Moyenne								1,64x	11,1x	13%
Médiane								1,57x	11,6x	13%

Figure 4 : Présentation des transactions comparables de SABC

Date	Cible	Pays	Description de l'activité	Acquéreur	Pays	VE (M€)	%	VE/CA	VE/EBITDA	% marge EBITDA	
Producteurs et distributeurs d'eau minérale naturelle											
août-18	Sorgenti Italiana	Italie	Gestionnaire des marques, des usines et de la distribution d'Acqua Pejo et Goccia di Carnia en Italie	Consortium composé de 5 fonds d'investissement	Italie et Malte	59	100%	1,79x	n.d.	n.d.	
mars-18	Crystal Rock Holdings	Etats-Unis	Embouteilleur et distributeur d'eau de source naturelle	Cott Corporation	Canada	29	100%	0,59x	6,8x	8,7%	
oct.-17	Sansu Beverage	Corée du Sud	Distributeur d'eau minérale	Lotte Chilsung Beverage	Corée du Sud	53	100%	6,59x	n.s.	n.d.	
sept.-17	Topo Chico Mineral Water	Etats-Unis	Propriétaire d'une marque d'eau minérale pétillante de source et en bouteille dans le nord du Mexique	The Coca-Cola Company	Etats-Unis	187	100%	2,72x	n.d.	n.d.	
juin-17	Tibet Water Resources	Hong Kong	Producteur, vendeur et fournisseur d'eau minérale en bouteille	Xinjiang Tianshan Industrial IFM	Chine	1 133	18%	9,59x	16,7x	57,3%	
mars-17	DevIn JSC	Bulgarie	Fournisseur d'eau minérale en bouteille, d'eau de source, de boissons gazeuses et non gazeuses	S.A. Spadel	Belgique	120	93%	2,71x	13,5x	20,1%	
mars-17	Kompaniya Chistaya Voda	Russie	Producteur d'eau minérale	IDS Borjomi Russia	Angola, Russie	25	100%	2,86x	n.d.	n.d.	
janv.-16	Voss of Norway	Norvège	Producteur et distributeur d'eau en bouteille	Reignwood Group	Chine	160	50%	2,20x	n.s.	n.d.	
déc.-15	Oasis Waters International	Indonésie	Entreprise spécialisée dans la fabrication, la vente, la commercialisation et la distribution d'eau potable en bouteille	Hyflux	Singapour	33	50%	0,72x	6,0x	12,0%	
oct.-15	Cosmolife	Japon	Producteur et distributeur d'eau minérale	ORIX Corporation	Japon	144	100%	1,68x	n.d.	n.d.	
								<i>Moyenne</i>	<i>3,15x</i>	<i>10,8x</i>	<i>25%</i>
								<i>Médiane</i>	<i>2,46x</i>	<i>10,1x</i>	<i>16%</i>

Figure 5 : Présentation des transactions comparables de SEMC

Date	Cible	Pays	Description de l'activité	Acquéreur	Pays	VE (M€)	%	VE/CA	VE/EBITDA	Marge d'EBITDA	
déc.-18	SEVAM	Maroc	Fabrication de bouteilles, de pots standards et personnalisés, de verres de table, etc.	MDI (Marocaine d'investissements et de service)	Maroc	n.d.	100%	n.d.	8,4x	n.d.	
oct.-17	Santos Barosa	Portugal	Production d'emballages en verre	Vidrala	Espagne	253	100%	1,9x	7,7x	25,1%	
mai-17	Vetroelite	Italie	Production de bouteilles et pots en verre haut de gamme à destination du marché des spiritueux et du vin, des produits alimentaires et des produits cosmétiques	LBO France	France	39	100%	1,9x	15,0x	13,0%	
nov.-16	Bruni Glass	Italie	Producteur d'emballages en verre pour les spiritueux, le vin et la bière	Berlin Packaging	USA	220	100%	1,6x	10,7x	15,0%	
nov.-16	SGD	France	Production d'emballages pharmaceutiques en verre	China Jianyin Investment Co	Chine	700	100%	2,4x	10,0x	24,1%	
mars-16	Saverglass	France	Fabrication et décoration de bouteilles en verre luxe et haut-de-gamme pour les vins et spiritueux	The Carlyle Group	Etats-Unis	560	100%	1,4x	6,5x	21,8%	
oct.-15	Verallia	France	Production d'emballages en verre pour les boissons et les produits alimentaires	Apollo Global Management & Bpifrance	Etats-Unis & France	2 945	100%	1,2x	7,4x	16,7%	
sept.-15	Vitro (food and beverage container business)	Mexique	Production d'emballages en verre pour les boissons et les produits alimentaires	Owens-Illinois	Etats-Unis	1 909	100%	3,2x	12,8x	24,9%	
janv.-15	Encirc	Royaume-Uni	Production d'emballages en verre pour les boissons et les produits alimentaires et services d'embouteillage, de stockage et logistique	Vidrala	Espagne	409	100%	1,3x	6,7x	19,5%	
								<i>Moyenne</i>	<i>1,88x</i>	<i>9,5x</i>	<i>20%</i>
								<i>Médiane</i>	<i>1,77x</i>	<i>8,4x</i>	<i>21%</i>

Figure 6 : Présentation des transactions comparables de SOCAVER

3.2.2.2. Méthodes de valorisation retenues

La Société détenant deux filiales (SOCAVER, à hauteur de 52,93%, et SEMC, à hauteur de 56,90%), et consolidant ces dernières à 100%, nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- Actif net comptable consolidé (à titre indicatif)
- Analyse du cours de bourse
- Somme des parties : valorisation de chaque entité en fonction des méthodes applicables et agrégation de l'ensemble des valeurs selon le pourcentage de détention dans chacune des filiales :
 - o Une approche multicritère a été retenue permettant l'évaluation de la valeur de chacune des entités ;
 - o Chaque entité est valorisée sur la base de ses comptes sociaux et de son plan d'affaires ;
 - o La valeur finale de SABC (consolidé) correspond à la somme de la valeur des titres de 100% de SABC (social), 52,9% de SOCAVER et 56,9% de SEMC pour chacune des méthodes utilisées.

Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble des méthodes de valorisation utilisées pour obtenir la valorisation du groupe SABC dans le cadre de la somme des parties :

		Méthodes appliquées sur base des comptes sociaux/du plan d'affaires de chacune des entités					
		A SABC - 100,0%	B SOCAVER - 52,9%	C SEMC - 56,9%	Total A + B + C		
1	Méthode comptable						
	Valeur de l'actif net comptable	✓	+	✓	+	✓	=
2	Méthodes analogiques						
	Comparables boursiers	✓	+	✓	+	✓	=
3	Méthode intrinsèque						
	Actualisation des flux de trésorerie	✓	+	✓	+	✓	=

Figure 7 : Synthèse des méthodes de valorisation retenues dans le cadre de la somme des parties

3.2.2.3. Valorisation sur la base des méthodes retenues

3.2.2.3.1. Actif Net Comptable (ANC) - à titre indicatif

La méthode de l'Actif Net Comptable (ANC) est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires. La méthode a par conséquent été retenue à titre indicatif uniquement.

Actif Net Comptable	2016a	2017a	2018a
<i>En millions</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>
ANC (MFCFA)	154,883.7	170,775.4	182,500.6
<i>Taux EUR / XAF</i>	<i>655</i>	<i>667</i>	<i>656</i>
ANC (M€)	236.3	256.1	278.2
<i># actions</i>	<i>5,736,363</i>	<i>5,736,363</i>	<i>5,736,363</i>
Cours induit (€)	41.2	44.6	48.5
Prime induite par l'offre (%)	+211.9%	+187.8%	+164.9%

Figure 8 : Evolution de l'Actif Net Comptable (ANC)

3.2.2.3.2. Somme des parties

3.2.2.3.2.1. SABC (100%)

3.2.2.3.2.1.1. Performance financière

L'analyse des performances financières présentée ci-dessous est effectuée sur base des comptes sociaux de SABC

3.2.2.3.2.1.1.1. Analyse du compte de résultat historique

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions de FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Chiffre d'affaires	338 199,7	334 911,3	345 683,3	155 241,0
<i>% Croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>3,2%</i>	<i>n.s.</i>
Coût des biens vendus	(174 937,0)	(164 819,6)	(167 788,2)	(72 672,0)
Marge brute	163 262,7	170 091,7	177 895,1	82 569,0
<i>% du CA</i>	<i>48,3%</i>	<i>50,8%</i>	<i>51,5%</i>	<i>53,2%</i>
Total des frais généraux & administratifs	(108 428,4)	(113 695,0)	(108 122,2)	(48 089,1)
Total des autres produits	6 628,1	22 091,4	10 254,6	3 388,1
Total des autres dépenses	(9 157,6)	(15 452,8)	(13 035,2)	(4 804,4)
EBE	52 304,8	63 035,3	66 992,3	33 063,7
<i>% du CA</i>	<i>15,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,4%</i>	<i>21,3%</i>
Amortissements et provisions	(28 642,8)	(26 081,1)	(26 824,5)	(19 373,5)
Résultat opérationnel	23 662,1	36 954,2	40 167,8	13 690,2
<i>% du CA</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>8,8%</i>
Résultat financier	121,8	(4 630,1)	(1 019,9)	(554,1)
Résultat exceptionnel	74,2	(1 589,3)	(281,2)	18,0
Impôts	(10 606,7)	(8 796,6)	(13 192,1)	(6 279,5)
Résultat net	13 251,5	21 938,2	25 674,5	6 874,6
<i>% du CA</i>	<i>3,9%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>4,4%</i>

Figure 9 : Compte de résultat historique simplifié

Chiffre d'affaires

La société a généré un chiffre d'affaires de 155 241,0 MFCFA à fin juin 2019, en baisse de 10% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent. Cette baisse s'explique à la fois par une production vendue en retrait de 3,4% en volume, et par une transformation du modèle de distribution directe au point de vente (avec une facturation supérieure incluant les coûts de livraison) vers une distribution au travers de distributeurs spécialisés. Une baisse additionnelle concerne un retraitement comptable effectué en 2018 concernant les produits accessoires au titre duquel lesdits produits ont été comptabilisés à la fois en chiffre d'affaires et en « autres charges »

EBE

L'EBE de SABC à fin juin 2019 est de 33 063,7 MFCFA, soit une marge de 21,3% du chiffre d'affaires, en légère amélioration par rapport à 2018. Cette amélioration s'explique i) par une baisse des charges d'exploitations pour le premier semestre 2019 (141,6 MFCFA vs. 150,5 MFCFA au S1 2018), et ii) par les économies réalisées sur les coûts de transport non facturés du fait du changement de modèle de distribution, car redescendus au niveau des distributeurs spécialisés

A noter que l'EBE par activité à fin juin 2019 était le suivant :

- 30 675 MFCFA pour l'activité brasserie ;
- 2 389 MFCFA pour l'activité embouteillage de boissons non-alcoolisées.

Résultat net

Le résultat net de SABC pour le premier semestre 2019 s'est élevé à 6 874,6 MFCFA, soit une marge de 4,4% du chiffre d'affaires, en baisse de 52,7% vs. le premier semestre 2018, qui s'explique principalement par la provision de c. 8 500 MFCFA passée au cours du premier semestre 2019 concernant la vérification générale des comptes (VGC) des exercices 2016 et 2017 par l'Administration fiscale de la République du Cameroun. A noter que deux fois 500 MFCFA de reprises relatives à des provisions dotées à fin 2018 ont également été enregistrées dans les comptes du 1er semestre à cet effet. L'impact net des VGC 2016-17 sur les comptes à fin juin 2019 dans les provisions hors Exploitation est de (7 500) MFCFA.

3.2.2.3.2.1.1.2. Analyse du bilan historique

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Charges immobilisées	73,5	-	-	-
Immobilisations incorporelles	13 662,0	13 239,0	13 000,1	12 929,8
Immobilisations corporelles	156 546,2	159 458,3	152 638,1	143 834,6
Avances et acomptes sur immobilisations	-	213,6	90,8	321,1
Immobilisations financières	17 581,0	3 249,1	3 276,6	3 276,6
Actif immobilisé	187 862,6	176 160,0	169 005,6	160 362,1
Actif circulant H.A.O.	-	4 077,2	2 793,2	2 796,4
Stocks	65 877,7	73 351,4	71 612,8	67 781,4
Créances et emplois assimilés	50 275,3	44 984,3	35 844,6	43 245,2
Actif circulant	116 153,0	122 412,9	110 250,5	113 822,9
Trésorerie	20 814,9	16 821,6	37 621,7	31 732,2
Total actif	324 830,5	315 394,5	316 877,8	305 917,2
Capital	57 363,6	57 363,6	57 363,6	57 363,6
Primes et réserves	58 564,2	68 373,9	74 594,2	85 239,4
Résultat de l'exercice	13 251,5	21 938,2	25 674,5	6 874,6
Capitaux propres	129 179,3	147 675,7	157 632,3	149 477,6
Dettes financières	39 205,1	67 656,5	51 137,0	54 688,6
Total dettes courantes	107 798,7	93 100,7	99 492,0	97 802,7
Banques, crédits de trésorerie	48 647,4	6 961,6	8 616,5	3 948,3
Total passif	324 830,5	315 394,5	316 877,8	305 917,2

Figure 10 : Bilan historique simplifié

Actif immobilisé

Au 30 juin 2019, l'actif immobilisé est composé principalement d'immobilisations corporelles (143 834,6 MFCFA, dont 97 794,7 MFCFA relatifs à du matériel). Les immobilisations incorporelles (12 929,8 MFCFA) correspondent essentiellement aux fonds commerciaux (12 771,0 MFCFA). Les immobilisations financières correspondent principalement aux titres détenus par SABC dans FINADEI à hauteur de 781,2 MFCFA (ces derniers ont été réévalués dans le calcul de l'endettement net).

Actif circulant

Au 30 juin 2019, l'actif circulant est principalement composé de stocks à hauteur de 67 781,4 MFCFA, en baisse vs. fin 2018 du fait de la compensation de la hausse des stocks de marchandises liée aux achats de Heineken en 2018 et à la diminution du stock de matières premières résultant d'une meilleure efficacité dans la gestion des stocks et de la baisse du prix de certaines matières premières.

L'actif est également composé de créances et emplois assimilés à hauteur de 43 245,2 MFCFA.

Capitaux propres

Les capitaux propres se composent :

- D'un capital social fixé à 57 363,6 MFCFA, et divisé en 5 736 K actions de 10 000 FCFA chacune entièrement libérées. La dernière augmentation de capital remonte au 11 juin 2014, à un prix par action de 15,3 € ;
- De primes et réserves à hauteur de 85 239,4 MFCFA ;
- Du résultat de l'exercice d'un montant de 6 874,6 MFCFA.

Dettes financières nettes

Au 30 juin 2019, la trésorerie financière nette s'élève à 13 025,3 MFCFA, elle se compose de :

- D'une dette financière brute de 29 511,4 MFCFA. Cette dernière comprend des crédits de trésorerie à hauteur de 3 948,3 MFCFA, des emprunts pour un montant de 24 200,3 MFCFA auprès des établissements de crédit, de dettes hors activités ordinaires à hauteur de 15,1 MFCFA, de dividendes à payer d'un montant de 770,6 MFCFA et de comptes courant groupe à hauteur de 577,1 MFCFA ;
- D'une trésorerie et équivalents de trésorerie de 42 536,6 MFCFA. La trésorerie et les équivalents de trésorerie comprennent essentiellement des disponibilités détenues en banques, chèques postaux et caisse à hauteur de 31 717,0 MFCFA, des créances associés et groupe à hauteur de 8 008,0 MFCFA et des créances sur cessions d'immobilisations d'un montant de 2 796,4 MFCFA. Du fait de la pénurie des devises sur le marché, toutes les factures échues des fournisseurs étrangers n'ont pas pu être réglés en fin d'année 2018 avec pour conséquence l'augmentation de la trésorerie.

Dettes / (trésorerie) financières nettes	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	47 500,0	5 500,0	8 616,5	3 948,3
Banques, découverts	1 147,4	1 461,6	-	-
Dettes H.A.O.	-	-	1,4	15,1
Associés dividendes à payer	n.d.	878,2	779,7	770,6
Groupe, comptes courants	n.d.	315,2	367,4	577,1
Total dettes courantes	48 647,4	8 155,0	9 765,0	5 311,1
Emprunts	-	31 283,3	27 726,3	24 200,3
Dettes financières diverses	-	-	-	-
Total dettes non-courantes	-	31 283,3	27 726,3	24 200,3
Dettes financières brutes	48 647,4	39 438,3	37 491,3	29 511,4
Valeurs à encaisser	(33,0)	(239,7)	(70,4)	(15,2)
Créances sur cessions d'immobilisations	-	(4 077,2)	(2 793,2)	(2 796,4)
Apporteurs, associés et groupe	(33 385,6)	(5 801,5)	(10 858,1)	(8 008,0)
Banques, chèques postaux, caisse	(20 781,9)	(16 581,9)	(37 551,3)	(31 717,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(54 200,5)	(26 700,3)	(51 272,9)	(42 536,6)
Dettes / (trésorerie) financières nettes	(5 553,0)	12 738,0	(13 781,6)	(13 025,3)

Figure 11 : Evolution de la dette / (trésorerie) financière nette

3.2.2.3.2.1.1.3. Plan d'affaires

Le plan d'affaires a été élaboré par le management sur une durée de 5 ans (exercice clos du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2023) et repose sur les hypothèses opérationnelles décrites ci-après.

Chiffre d'affaires

- Les prévisions de chiffre d'affaires sont basées sur des hypothèses d'augmentation de volumes par marque, sans nouveau lancement de marque ;
- L'activité Bière bénéficie en 2020 de la promotion Manyan (+144k HI, soit +24% vs. 2019) et en 2021 de la CAN finalement organisée au Cameroun (initialement prévue en 2019). Sur les Boissons Gazeuses, 90% de la croissance est toujours tirée par le format PET 1l à très faible rentabilité. Les Eaux (ventes directes et négoce) bénéficient du même dynamisme que SEMC, notamment via des volumes tirés par une lente reconquête des parts de marchés perdus en 2014-18, sur un marché en forte croissance.
- Le plan d'affaires ne prévoit pas de hausse tarifaire sur la période 2019-2023 ;
- Poursuite de la croissance avec une augmentation moyenne du chiffre d'affaires d'environ 2,5% par an jusqu'en 2023 ;
- A noter que le chiffre d'affaires présenté dans le plan d'affaires ne correspond pas au chiffre d'affaires présenté dans les comptes sociaux car il provient des rapports de gestion n'incluant pas les mêmes postes. Le tableau ci-dessous présente la réconciliation du chiffre d'affaires 2018 entre celui présenté dans les comptes sociaux et celui présenté dans les rapports de gestion.

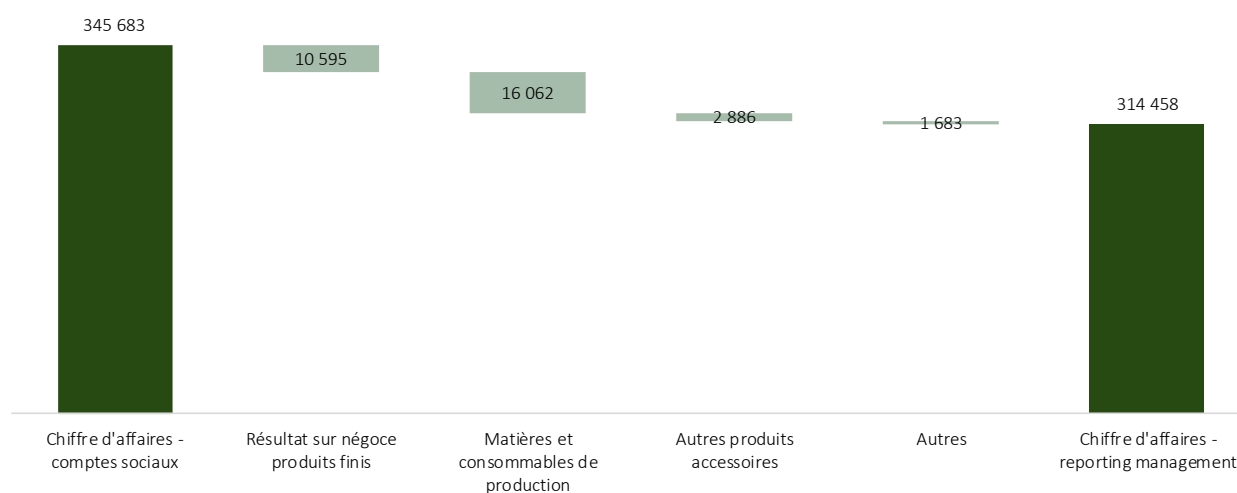


Figure 12 : Réconciliation du chiffre d'affaires SABC

Frais variables

- Le pourcentage de frais variables hors redevance de marque reste identique à celui de 2019, gonflé de l'inflation annuelle ;
- Les frais variables incluant les redevances de marque augmentent au rythme des volumes sans inflation ;
- Les autres coûts variables subissent l'inflation annuelle ;
- La maintenance évolue en fonction des mouvements sur les volumes, combinés à l'inflation annuelle ;
- Les frais de marketing sont stables sur la période à c. 3% du CA hors taxe.

Frais fixes

- La société reste à iso effectif sur l'ensemble du plan d'affaires avec un coût de la masse salariale qui augmente légèrement au rythme de 2% par an ;
- Les autres frais fixes évoluent en fonction de l'inflation annuelle (taux de 2%) et l'augmentation des autres services est essentiellement due aux loyers des LLD (parc de véhicules qui passe progressivement en LLD).

D&A

- La baisse des D&A s'explique par un niveau d'investissement plus mesuré sur la durée du BP, ainsi qu'une pause des investissements de capacité en 2021.

Résultat opérationnel (EBIT)

- L'amélioration du résultat en 2020/21 est le résultat d'un effet mix produit favorable avec un niveau de ventes de bières important (principalement lié à l'Euro 2020 et la CAN 2021), produits ayant les plus fortes rentabilités ;
- La baisse de l'EBITDA sur le reste du plan est due à l'effet ciseaux lié à la stabilité des prix vs. 2% d'inflation par année.

Investissements

- Principaux investissements industriels réalisés sur la période 2017-20 (e.g. nouvelle ligne verre en remplacement de 3 anciennes pour c. 12 000 MFCFA en 2019), ceux-ci représentant en moyenne les 3/4 du total des investissements.

- 2021 marque une pause dans ces investissements industriels avant de reprendre dès 2022 mais sur une tendance moins élevée que les années précédentes (organisation industrielle inchangée).

Besoin en fonds de roulement (BFR)

- Le besoin en fonds de roulement opérationnel reste stable sur la période, les principales variations en 2019 et 2020 étant liées au paiement des dettes fiscales envers l'Etat en 2019, au contraire de 2020.

Impôt sur les sociétés

- Le taux d'imposition retenu est de 33% de 2021 à 2023 ;
- A noter que les droits d'accises sont inclus directement dans le chiffre d'affaires présenté dans le plan d'affaires.

Prolongation du plan d'affaires

Le plan d'affaires du management, réalisé sur cinq exercices, a été prolongé par Alantra selon les hypothèses décrites ci-après. Cette prolongation permet de rééquilibrer la pondération de valeur entre la durée du plan d'affaires et la valeur terminale.

- Chiffre d'affaires : convergence linéaire de la croissance du chiffre d'affaires en dernière année du plan vers la croissance à l'infini retenue de 2,0% ;
- Marges : maintien des hypothèses de marge estimées par le management en dernière année du plan (2023) pour toutes les années jusqu'en 2028 ;
- D&A : convergence linéaire des dépréciations et amortissements vers le niveau d'investissements à l'infini.

<i>(en MFCFA, au 31/12)</i>	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	295 931	303 776	319 071	322 272	326 777	331 740	337 176	343 108	349 557	356 548	363 679
<i>% de croissance</i>	-	2,7%	5,0%	1,0%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
EBITDA	62 217	68 025	66 328	62 106	58 425	59 312	60 284	61 344	62 497	63 747	65 022
<i>% du CA</i>	21,0%	22,4%	20,8%	19,3%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
D&A	(29 292)	(32 205)	(29 876)	(29 239)	(27 706)	(25 964)	(24 192)	(22 381)	(20 523)	(18 609)	(18 981)
<i>% du CA</i>	(9,9%)	(10,6%)	(9,4%)	(9,1%)	(8,5%)	(7,8%)	(7,2%)	(6,5%)	(5,9%)	(5,2%)	(5,2%)
EBIT	32 925	35 820	36 452	32 867	30 719	33 348	36 092	38 964	41 975	45 139	46 041
<i>% du CA</i>	11,1%	11,8%	11,4%	10,2%	9,4%	10,1%	10,7%	11,4%	12,0%	12,7%	12,7%
IS théorique	(10 865)	(11 820)	(12 029)	(10 846)	(10 137)	(11 005)	(11 910)	(12 858)	(13 852)	(14 896)	(15 194)
D&A	29 292	32 205	29 876	29 239	27 706	25 964	24 192	22 381	20 523	18 609	18 981
Investissements	(31 305)	(28 797)	(10 125)	(19 020)	(17 055)	(17 314)	(17 598)	(17 907)	(18 244)	(18 609)	(18 981)
Variation du BFR	(10 950)	6 674	(624)	333	169	(45)	(46)	(47)	(47)	(48)	(48)
Flux de trésorerie	9 097	34 081	43 549	32 572	31 401	30 948	30 730	30 532	30 354	30 194	30 799
<i>% de l'EBITDA</i>	14,6%	50,1%	65,7%	52,4%	53,7%	52,2%	51,0%	49,8%	48,6%	47,4%	47,4%

Figure 13 : Plan d'affaires

3.2.2.3.2.1.1.4. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres ont été établis sur la base des comptes au 30 juin 2019.

La dette financière nette ajustée s'élève à 7 686,0 MFCFA au 30 juin 2019. Nous avons intégré à la dette financière nette présentée précédemment, les éléments suivants :

- Les provisions pour pensions et obligations assimilées à hauteur de 17 484,3 MFCFA qui sont constituées de provisions pour indemnité de fin de carrière (IFC), pour prise en charge de 50% de l'IRPP sur l'IFC, pour cotisations patronales FNE et CFC sur l'IFC, pour médaille de travail, et pour ancienneté ;
- Les provisions pour litiges d'un montant de 3 290,9 MFCFA ;
- Les provisions fiscales à hauteur de 9 321,3 MFCFA ;
- La valeur des titres réévaluée de Finadei d'un montant de 3 292,2 MFCFA ;
- L'impact IS lié aux provisions pour pensions et obligations assimilées et litiges, ainsi que l'impact lié à la plus-value sur les titres Finadei, d'un montant de 6 093,0 MFCFA.

Dette / (trésorerie) financière nette	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	47 500,0	5 500,0	8 616,5	3 948,3
Banques, découverts	1 147,4	1 461,6	-	-
Dettes H.A.O.	-	-	1,4	15,1
Associés dividendes à payer	n.d.	878,2	779,7	770,6
Groupe, comptes courants	n.d.	315,2	367,4	577,1
Total dettes courantes	48 647,4	8 155,0	9 765,0	5 311,1
Emprunts	-	31 283,3	27 726,3	24 200,3
Dettes financières diverses	-	-	-	-
Total dettes non-courantes	-	31 283,3	27 726,3	24 200,3
Dette financière brute	48 647,4	39 438,3	37 491,3	29 511,4
Valeurs à encaisser	(33,0)	(239,7)	(70,4)	(15,2)
Créances sur cessions d'immobilisations	-	(4 077,2)	(2 793,2)	(2 796,4)
Apporteurs, associés et groupe	(33 385,6)	(5 801,5)	(10 858,1)	(8 008,0)
Banques, chèques postaux, caisse	(20 781,9)	(16 581,9)	(37 551,3)	(31 717,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(54 200,5)	(26 700,3)	(51 272,9)	(42 536,6)
Dette / (trésorerie) financière nette	(5 553,0)	12 738,0	(13 781,6)	(13 025,3)
Provisions pour litiges	1 201,2	2 017,0	3 044,8	3 290,9
Provisions pour pensions et obligations assimilées	11 727,2	16 055,3	16 839,2	17 484,3
Provision fiscale	-	-	3 300,0	9 321,3
Titres Finadei	-	-	(3 210,1)	(3 292,2)
Impact IS	(4 266,4)	(5 963,9)	(5 824,4)	(6 093,0)
Dette / (trésorerie) financière nette ajustée	3 108,9	24 846,5	367,9	7 686,0

Figure 14 : Détail de la dette / (trésorerie) financière nette ajustée

3.2.2.3.2.1.2. Valorisation sur base des méthodes retenues

3.2.2.3.2.1.2.1. Actif Net Comptable (ANC) – à titre indicatif

La méthode de l'Actif Net Comptable (ANC) est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires. La méthode a par conséquent été retenue à titre indicatif uniquement.

Actif Net Comptable	2016a	2017a	2018a	2019a
En millions	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
ANC (MFCFA)	129 179,3	147 675,7	157 632,3	149 477,6
Taux EUR / XAF	655	667	656	656
ANC (M€)	197,1	221,5	240,3	227,9

Figure 15 : Evolution de l'Actif Net Comptable (ANC)

3.2.2.3.2.1.2.2. Multiples de sociétés comparables cotées

La méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société, la moyenne ou la médiane des multiples de valorisations observés sur des sociétés cotées considérées comme comparables.

Nous avons étudié trois ensembles de sociétés, l'un comprenant des sociétés spécialisées dans l'embouteillage de boissons non-alcoolisées (ensemble 1), un autre comprenant des sociétés spécialisées dans les activités internationales de brassage de bières (ensemble 2) et un dernier comprenant des sociétés spécialisées dans les activités de brassages de bières dans les pays émergents, principalement Afrique et Amérique Latine (ensemble 3).

Nous avons décidé de ne retenir l'ensemble 2 qu'à titre indicatif car les sociétés sont situées sur des marchés très différents, développés, avec un risque de pays faible et donc un historique et des perspectives de croissance et de profitabilités différents de ceux de SABC. En revanche, l'ensemble de comparables 3 est plus pertinent car incluant des sociétés opérant sur des marchés similaires avec des profils de risque pays plus élevés (mais toutefois plus faibles que celui du Cameroun).

Par souci de comparabilité avec la société, les agrégats financiers des sociétés retenues ont été calendarisés au 31 décembre.

Les agrégats financiers prospectifs sont issus du consensus moyen des analystes (ou des prévisions de l'analyste le plus pertinent) au 15 janvier 2020.

Afin d'éviter tout biais lié à la volatilité des marchés, la capitalisation boursière des sociétés retenues a été calculée sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 15 janvier 2020.

Les multiples (marges) ont été calculé(e)s dans la monnaie de cotation (présentation des comptes) afin d'éviter tout biais lié à la variation du taux de change.

Les capitalisations boursières et valeurs d'entreprise ont été calculées sur la base d'un nombre d'actions entièrement dilué (prenant en compte la conversion des instruments dilutifs dans la monnaie) et ont été converties en Euros sur base du taux de change spot au 15 janvier 2020.

La valorisation induite est donc basée sur une dette nette ajustée de 7 686,0 MFCFA au 30 juin 2019.

Nous n'avons pas retenu le multiple de chiffre d'affaires qui ne permet pas de refléter les grandes différences de rentabilité entre les sociétés de l'échantillon et SABIC. Nous avons retenu le multiple d'EBITDA comme référence et l'EBITDA par activité comme agrégat financier.

Société	Pays	Performance du cours sur 1 an	Capi. bours. (M€)	VE (M€)	VE / Chiffre d'affaires			VE / EBITDA		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Embouteilleurs de boissons non-alcoolisées										
Coca-Cola Hbc	SU		11 036	11 836	1,69x	1,59x	1,52x	10,7x	9,8x	9,2x
Arca Continental	MX		8 616	11 508	1,48x	1,38x	1,30x	8,2x	7,5x	6,9x
Coca-Cola Amatil	AU		5 101	6 196	2,00x	1,93x	1,87x	10,8x	10,3x	9,9x
Embotelladora Andina	CL		2 621	3 266	1,65x	1,60x	1,49x	8,8x	8,4x	7,7x
Britvic	GB		2 817	3 611	2,01x	2,01x	1,96x	13,0x	10,9x	10,5x
Cott Corporation	CA		1 679	2 733	1,27x	1,25x	1,18x	9,3x	8,5x	7,8x
Coca-Cola İçecek	TU		1 509	2 144	1,15x	0,99x	0,85x	6,5x	5,9x	5,0x
Moyenne					1,61x	1,54x	1,45x	9,6x	8,8x	8,1x
Médiane					1,65x	1,59x	1,49x	9,3x	8,5x	7,8x
Brasseurs - Présence globale (à titre indicatif)										
Anheuser-Busch InBev	BE		143 136	237 945	5,00x	4,87x	4,67x	12,2x	11,8x	11,2x
Heineken	BR		55 159	73 918	3,10x	2,95x	2,83x	13,4x	12,6x	12,0x
Ambev	PB		64 164	58 535	5,14x	4,87x	4,56x	12,7x	11,7x	10,6x
Kirin	JP		17 245	22 167	1,39x	1,40x	1,39x	12,6x	10,4x	9,9x
Molson Coors	EU		10 485	19 959	2,11x	2,12x	2,13x	9,8x	10,2x	10,2x
Carlsberg	DK		19 614	22 109	2,50x	2,41x	2,33x	11,4x	10,6x	10,1x
Compania Cervecerias Unidas	CL		3 287	3 305	1,60x	1,53x	1,45x	9,0x	8,1x	7,7x
Boston Beer	EU		4 030	3 965	3,60x	2,96x	2,65x	20,5x	16,4x	14,4x
Société Des Brasseries Du Maroc	MA		747	681	2,67x	2,52x	2,38x	9,7x	9,1x	-
Moyenne					3,01x	2,85x	2,71x	12,4x	11,2x	10,8x
Médiane					2,67x	2,52x	2,38x	12,2x	10,6x	10,2x
Brasseurs - Pays émergents										
Compania Cervecerias Unidas	CL		3 287	3 305	1,60x	1,53x	1,45x	9,0x	8,1x	7,7x
EFES	TU		1 809	4 273	1,20x	1,06x	0,93x	7,2x	6,3x	5,4x
EABL	KE		1 441	1 726	2,26x	2,10x	1,91x	7,6x	6,8x	6,1x
Tanzania Breweries	TA		1 283	1 248	2,86x	2,59x	2,34x	10,0x	8,8x	8,1x
International Breweries	NI		268	746	2,20x	2,01x	1,82x	17,7x	10,0x	9,5x
Société Des Brasseries Du Maroc	MA		747	681	2,67x	2,52x	2,38x	9,7x	9,1x	-
Guinness Nigeria	NI		170	192	0,60x	0,59x	0,56x	4,2x	4,2x	3,9x
Moyenne					1,91x	1,77x	1,63x	9,3x	7,6x	6,8x
Médiane					2,20x	2,01x	1,82x	9,0x	8,1x	6,1x

Figure 16 : Présentation des niveaux de multiples des comparables boursiers

Société	Pays	Description de l'activité	Croissance du CA			Marge d'EBITDA		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Embouteilleurs de boissons non-alcoolisées								
Coca-Cola Hbc	SU	Embouteillage et distribution de 136 marques de boissons non alcoolisées	5,2%	6,0%	4,8%	15,7%	16,2%	16,6%
Arca Continental	MX	Mise en bouteille de boissons non alcoolisées en Amérique Latine et aux Etats-Unis	2,7%	7,3%	6,0%	18,0%	18,5%	18,8%
Coca-Cola Amatil	AU	Embouteillage de boissons sans alcool pour The Coca-Cola Company	5,2%	3,5%	3,3%	18,5%	18,7%	18,8%
Embotelladora Andina	CL	Embouteillage des boissons de la marque Coca-Cola au Chili	2,6%	2,6%	8,0%	18,6%	19,2%	19,3%
Britvic	GB	Mise en bouteille et commercialisation de boissons gazeuses et non-gazeuses	1,8%	(0,0%)	2,3%	15,4%	18,4%	18,7%
Cott Corporation	CA	Embouteillage et commercialisation de boissons (sodas, boissons énergisantes, jus de fruits)	1,2%	1,7%	5,8%	13,7%	14,6%	15,2%
Coca-Cola İçecek	TU	Mise en bouteille de boissons sans alcool	15,1%	16,3%	15,8%	17,7%	16,9%	17,0%
Moyenne			4,8%	5,3%	6,6%	16,8%	17,5%	17,8%
Médiane			2,7%	3,5%	5,8%	17,7%	18,4%	18,7%
Brasseurs - Présence globale (à titre indicatif)								
Anheuser-Busch InBev	BE	Brassage et production de bière	(2,8%)	2,7%	4,1%	41,0%	41,3%	41,6%
Heineken	BR	Brassage et commercialisation de bière en Amérique du Sud (filiale d'Ab InBev)	6,3%	4,8%	4,5%	23,1%	23,4%	23,5%
Ambev	PB	Brassage et distribution de plusieurs marques de boissons alcoolisées (bière principalement) en propre	5,8%	5,5%	6,9%	40,6%	41,7%	42,9%
Kirin	JP	Production, brassage et commercialisation de bières au Japon	1,7%	(1,2%)	0,9%	11,0%	13,5%	14,0%
Molson Coors	EU	Brassage de bière, né de la fusion entre Molson (Canada) et Coors (US)	(1,9%)	(0,7%)	(0,1%)	21,6%	20,8%	20,9%
Carlsberg	DK	Fabrication et commercialisation de la marque Carlsberg et d'autres marques en propres	5,6%	3,8%	3,7%	21,9%	22,7%	22,9%
Compania Cervecerias Unidas	CL	Fabrication et commercialisation de boissons alcoolisées et sans alcool en Amérique Latine	0,1%	4,7%	5,6%	17,7%	18,9%	18,8%
Boston Beer	EU	Brassage de marques en propre de bières et de cidres	23,4%	21,8%	11,5%	17,6%	18,0%	18,4%
Société Des Brasseries Du Maroc	MA	Brassage et maltage des boissons alcoolisées (bière, vin) et d'eau	5,4%	5,9%	5,7%	27,5%	27,7%	-
Moyenne			4,8%	5,2%	4,8%	24,7%	25,3%	25,4%
Médiane			5,4%	4,7%	4,5%	21,9%	22,7%	20,9%
Brasseurs - Pays émergents								
Compania Cervecerias Unidas	CL	Fabrication et commercialisation de boissons alcoolisées et sans alcool en Amérique Latine	0,1%	4,7%	5,6%	17,7%	18,9%	18,8%
EFES	TU	Brassage, embouteillage, commercialisation et distribution de bière, de malt et de boissons non alcoolisées	25,2%	13,4%	13,4%	16,6%	16,8%	17,4%
EABL	KE	Brassage, production, commercialisation et vente de bière, de spiritueux et de boissons non alcoolisées	10,6%	8,0%	9,8%	29,7%	30,9%	31,3%
Tanzania Breweries	TA	Brassage et distribution de bière de malt, de boissons maltées non alcoolisées et des boissons alcoolisées aux fruits	42,8%	10,3%	10,9%	28,6%	29,3%	29,0%
International Breweries	NI	Brassage, conditionnement et commercialisation de spiritueux, bière, produits prêts à boire et boissons non alcoolisées	13,5%	9,8%	10,0%	12,4%	20,0%	19,2%
Société Des Brasseries Du Maroc	MA	Brassage et maltage des boissons alcoolisées (bière, vin) et d'eau	5,4%	5,9%	5,7%	27,5%	27,7%	-
Guinness Nigeria	NI	Brassage, conditionnement et vente de bière, boissons alcoolisées et non alcoolisées et de boissons gazeuses	(5,4%)	0,8%	5,0%	14,3%	14,1%	14,4%
Moyenne			13,2%	7,6%	8,6%	21,0%	22,5%	21,7%
Médiane			10,6%	8,0%	9,8%	17,7%	20,0%	18,8%

Figure 17 : Présentation des indicateurs de performance des comparables boursiers

Embouteilleurs de boissons non-alcoolisées A	2019E	2020E	2021E
Agrégat (EBITDA)	2 114,0	2 311,3	2 253,7
x multiple moyen	9,6x	8,8x	8,1x
= Valeur d'entreprise (MFCFA)	20 335,8	20 237,2	18 355,1

Brasseurs - Pays émergents B	2019E	2020E	2021E
Agrégat (EBITDA)	60 103,0	65 713,3	64 073,9
x multiple moyen	9,3x	7,6x	6,8x
= Valeur d'entreprise (MFCFA)	561 894,7	500 343,0	434 062,8

Somme des parties A + B	2019E	2020E	2021E
Valeur d'entreprise (MFCFA)	582 230,5	520 580,3	452 418,0
+/- Dette nette (MFCFA)	(7 686,0)	(7 686,0)	(7 686,0)
= Valeur des titres (M€)	874,5	780,6	676,9

Figure 18 : Valeurs des titres induite par les comparables boursiers

3.2.2.3.2.1.2.3. Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

Cette méthode consiste à valoriser la Société par l'actualisation de ses flux de trésorerie futurs au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC).

Détermination du coût des fonds propres

Le coût des fonds propres a été déterminé suivant la méthode du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) intégrant une prime de risque pays comme suit :

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_p$$

Où :

- β : beta des fonds propres
- R_f : taux sans risque
- $R_m - R_f$: prime de risque du marché
- R_p : prime de risque pays

Hypothèses retenues :

- **Taux sans risque** : le taux sans risque retenu de 2,07% correspond au taux utilisé par BNP Paribas pour le Cameroun ;

- **Beta** : compte tenu de la faible liquidité du titre, nous n'avons pas retenu le beta de SABC mais la moyenne des betas désendettés de comparables provenant de l'analyse de betas effectuée par Damodaran sur le secteur « beverage (soft and alcoholic) » à laquelle nous avons appliqué la structure financière cible de SABC (gearing de 30%). Cette méthode fait ressortir un beta économique à 1,2.
- **Prime de risque pays** : compte-tenu du profil de risque associé à la localisation géographique de la Société, le coût des fonds propres a été ajusté par une prime de risque pays (5,0%).

Détermination du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Le CMPC est calculé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = E \times Re / (D + E) + D \times Rd \times (1-t) / (D + E)$$

Ou encore :

$$\text{CMPC} = Re / (\text{Gearing} + 1) + \text{Gearing} \times Rd \times (1 - t) / (\text{Gearing} + 1)$$

Hypothèses retenues :

- **Gearing** : le gearing cible utilisé est de 30% selon les hypothèses formulées par le management ;
- **Taux d'imposition** : le taux d'imposition utilisé de 33% correspond au taux en vigueur au Cameroun en 2018 ;
- **Coût de la dette** : à titre indicatif le coût de la dette retenu de 5,5% correspond au taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun. Une société ayant à s'endetter sur ce marché le ferait à un taux supérieur, ce qui aurait un impact à la baisse sur la valorisation.

Le CMPC a été calculé comme suit :

Calcul du CMPC		Commentaires/Sources
Coût de la dette (pré impôts)	5,5%	Taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun
Taux d'imposition	33,0%	Taux d'imposition en vigueur au Cameroun
Beta désendetté	1,0	Source Damodaran, moyenne des betas désendettés des secteurs beverage (soft et alcoholic)
Gearing cible⁽¹⁾	30,0%	Hypothèses management
<i>Beta réendetté</i>	1,2	
<i>Taux sans risque</i>	2,1%	BNP Paribas
<i>Prime de risque de marché</i>	6,0%	BNP Paribas
<i>Prime de risque pays</i>	5,0%	BNP Paribas
Coût des fonds propres	14,4%	MEDAF
CMPC	11,9%	

⁽¹⁾ Gearing: Dette nette / Capitaux propres

Figure 19 : Calcul du CMPC

Actualisation des flux de trésorerie

La valorisation par actualisation de flux de trésorerie futurs s'appuie sur le plan d'affaires établi par la Société.

La première année du plan d'affaires est 2019.

Par souci de cohérence, la dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres devrait être une projection au 31 décembre 2019. Cette dernière a été appréciée sur base de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2019, à laquelle a été ajoutée 50% du flux de trésorerie anticipé pour 2019, soit 7 298,2 MFCFA.

La dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres correspond donc à la dette nette ajustée de 387,8 MFCFA au 31 décembre 2019.

La valeur terminale est calculée sur un flux normatif post extrapolation et une croissance à l'infini de 2,0% selon la méthode de Gordon Shapiro.

<i>(en MFCFA, au 31/12)</i>	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	295 931	303 776	319 071	322 272	326 777	331 740	337 176	343 108	349 557	356 548	363 679
<i>% de croissance</i>	-	2,7%	5,0%	1,0%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
EBITDA	62 217	68 025	66 328	62 106	58 425	59 312	60 284	61 344	62 497	63 747	65 022
<i>% du CA</i>	21,0%	22,4%	20,8%	19,3%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
D&A	(29 292)	(32 205)	(29 876)	(29 239)	(27 706)	(25 964)	(24 192)	(22 381)	(20 523)	(18 609)	(18 981)
<i>% du CA</i>	(9,9%)	(10,6%)	(9,4%)	(9,1%)	(8,5%)	(7,8%)	(7,2%)	(6,5%)	(5,9%)	(5,2%)	(5,2%)
EBIT	32 925	35 820	36 452	32 867	30 719	33 348	36 092	38 964	41 975	45 139	46 041
<i>% du CA</i>	11,1%	11,8%	11,4%	10,2%	9,4%	10,1%	10,7%	11,4%	12,0%	12,7%	12,7%
IS théorique	(10 865)	(11 820)	(12 029)	(10 846)	(10 137)	(11 005)	(11 910)	(12 858)	(13 852)	(14 896)	(15 194)
D&A	29 292	32 205	29 876	29 239	27 706	25 964	24 192	22 381	20 523	18 609	18 981
Investissements	(31 305)	(28 797)	(10 125)	(19 020)	(17 055)	(17 314)	(17 598)	(17 907)	(18 244)	(18 609)	(18 981)
Variation du BFR	(5 450)	(9 174)	(624)	333	169	(45)	(46)	(47)	(47)	(48)	(48)
Flux de trésorerie	14 596	18 233	43 549	32 572	31 401	30 948	30 730	30 532	30 354	30 194	30 799
<i>% de l'EBITDA</i>	23,5%	26,8%	65,7%	52,4%	53,7%	52,2%	51,0%	49,8%	48,6%	47,4%	47,4%
Taux d'actualisation		0,95	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	
Flux de trésorerie actualisé		17 230	36 764	24 563	21 154	18 624	16 520	14 663	13 022	11 571	

Figure 20 : Plan d'affaires et actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie au CMPC fait ressortir les résultats suivants :

Valorisation au (31/12/2019)	Croissance à l'infini (2,0%)	
	MCFA	%
Somme des flux actualisés	174 110	59,5%
Valeur terminale	118 705	40,5%
Valeur d'entreprise	292 815	100,0%
Dette nette au 30/06/2019	(7 686)	2,6%
+ Flux de trésorerie S2 2019	7 298	(2,5%)
Dette nette au 31/12/2019	(388)	0,1%
Valeur des titres (MFCFA)	292 427	99,9%
Taux EUR / XAF	656	
Valeur des titres (M€)	445,8	

Figure 21 : Valeur des titres induite

L'analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini (variation de +/- 0,5%) a été réalisée. Les valeurs par actions issues de cette analyse ont été reproduites ci-après :

VT induite en M€		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	10,9%	460,4	475,1	491,3	509,4	529,9
	11,4%	440,1	453,0	467,3	483,3	501,1
	11,9%	421,5	433,1	445,8	459,8	475,4
	12,4%	404,6	414,9	426,2	438,7	452,5
	12,9%	389,0	398,3	408,5	419,6	431,8

Figure 22 : Analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini

L'analyse fait ressortir une valeur des titres centrale de 445,8 M€, une valeur basse de 426,2 M€ et une valeur haute de 467,3 M€.

3.2.2.3.2.2. SEMC (détenu à 56,9% par SABC)

3.2.2.3.2.2.1. Performance financière

3.2.2.3.2.2.1.1. Analyse du compte de résultat historique

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
En millions de FCFA	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
Chiffre d'affaires	9 356,1	6 230,0	6 469,1	4 275,8
% Croissance	n.a.	(33,4%)	3,8%	n.s.
Coût des biens vendus	(4 879,9)	(4 086,0)	(4 096,3)	(2 351,8)
Marge brute	4 476,2	2 144,0	2 372,8	1 924,0
% du CA	47,8%	34,4%	36,7%	45,0%
Total des frais généraux & administratifs	(1 752,5)	(1 696,4)	(1 414,9)	(701,1)
Total des autres produits	149,0	487,2	422,5	86,0
Total des autres dépenses	(1 102,6)	(287,2)	(138,1)	(271,7)
EBE	1 770,1	647,6	1 242,3	1 037,2
% du CA	18,9%	10,4%	19,2%	24,3%
Amortissements et provisions	(1 578,1)	(1 144,6)	(1 567,0)	(660,9)
Résultat opérationnel	192,0	(497,1)	(324,7)	376,3
% du CA	2,1%	(8,0%)	(5,0%)	8,8%
Résultat financier	(271,9)	(280,7)	(321,9)	(185,0)
Résultat exceptionnel	1,1	0,0	0,1	-
Impôts	(237,2)	(159,1)	(153,4)	(95,2)
Résultat net	(316,0)	(936,9)	(799,9)	96,2
% du CA	(3,4%)	(15,0%)	(12,4%)	2,2%

Figure 23 : Compte de résultat historique simplifié

Chiffre d'affaires

Il est rappelé que les ventes de SEMC à SABC représentent 100% des ventes de SEMC, SABC étant le client unique de SEMC.

Sur le marché des eaux embouteillées, SEMC a poursuivi le redressement enclenché au cours de l'exercice 2018. Pour le premier semestre 2019, les ventes de SEMC ont représenté 438 679 hL vendus, soit une progression de 50% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent, principalement en raison de la croissance sur bidon Vitale 10 L. De fait, pour le premier semestre 2019, le chiffre d'affaires de SEMC s'est établi à 4 275,8 MFCFA, en hausse de 39% par rapport à celui du premier semestre de l'exercice précédent.

EBE

L'EBE de SEMC à fin juin 2019 est de 1 037,2 MFCFA, soit une marge de 24,3% du chiffre d'affaires, en hausse vs. 2018. La forte hausse des marges depuis 2017 est le résultat i) d'une baisse des coûts des services extérieurs (coûts d'entretien, réparations et maintenance, de coûts de publicité, de frais de rémunération d'intermédiaires et de conseils), ii) d'une baisse des coûts de certains achats (achats de fourniture d'atelier liés à une baisse des achats des pièces de rechange, d'usine et de magasin et des charges d'électricité suite à l'arrêt de la facturation forfaitaire en septembre 2017), et iii) d'une baisse des coûts de la masse salariale (diminution des effectifs, avec 60 personnes au 31 décembre 2018 contre 71 en décembre 2017).

Résultat net

La Société génère pour la première fois des profits depuis 2016, à hauteur de 96,2 MFCFA.

Analyse du bilan historique

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Charges immobilisées	-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	12,1	10,3	4,0	2,7
Immobilisations corporelles	8 626,0	7 866,3	6 780,0	6 262,9
Avances et acomptes sur immobilisations	-	-	-	32,7
Immobilisations financières	22,9	22,9	22,9	22,9
Actif immobilisé	8 661,0	7 899,5	6 806,9	6 321,2
Actif circulant H.A.O.	-	-	-	-
Stocks	1 542,9	1 595,0	2 207,7	2 043,1
Créances et emplois assimilés	809,8	788,7	1 522,1	1 861,4
Actif circulant	2 352,7	2 383,8	3 729,7	3 904,5
Trésorerie	949,1	40,5	2,8	1 262,0
Total actif	11 962,8	10 323,8	10 539,4	11 487,7
Capital	1 924,7	1 924,7	1 924,7	1 924,7
Primes et réserves	745,5	429,5	(507,4)	(1 307,2)
Résultat de l'exercice	(316,0)	(936,9)	(799,9)	96,2
Capitaux propres	2 354,2	1 417,4	617,5	713,7
Dettes financières	908,2	244,4	391,5	371,3
Passif circulant	6 314,2	6 659,6	7 498,3	8 390,3
Banques, crédits de trésorerie	2 386,1	2 002,4	2 032,1	2 012,4
Total passif	11 962,8	10 323,8	10 539,4	11 487,7

Figure 24 : Bilan historique simplifié

Actif immobilisé

Au 30 juin 2019, l'actif immobilisé est composé essentiellement d'immobilisations corporelles (6 262,9 MFCFA, dont 5 503,3 MFCFA relatifs à du matériel).

Actif circulant

Au 30 juin 2019, l'actif circulant est principalement composé de stocks à hauteur de 2 043,1 MFCFA, en légère baisse vs. fin 2018. L'actif est également composé de créances et emplois assimilés à hauteur de 1 861,4 MFCFA en forte hausse depuis 2017, principalement due à la variation à la hausse des créances clients groupe résultant des factures de décembre 2018 non encore payées.

Capitaux propres

Les capitaux propres se composent :

- D'un capital social fixé à 1 924,7 MFCFA, divisé en 192 473 actions de 10 000 FCFA chacune entièrement libérées ;
- De primes et réserves négatives à hauteur de (1 307,2) MFCFA ;
- Du résultat de l'exercice d'un montant de 96,2 MFCFA.

Dettes financières nettes

Au 30 juin 2019, la dette financière nette s'élève à 6 103,6 MFCFA, elle se compose essentiellement d'une dette financière brute de 7 365,6 MFCFA, comprenant essentiellement des crédits de trésorerie à hauteur de 2 000,0 MFCFA, qui correspondent à un crédit court terme (spot) obtenu auprès de la Société Générale du Cameroun, 5 350,8 MFCFA de comptes courants groupe ainsi que 1 262,0 MFCFA de trésorerie disponible.

Dettes / (trésorerie) financières nettes	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Banques, découverts	386,1	2,4	32,1	12,4
Associés dividendes à payer	n.d.	2,3	2,3	2,3
Groupe, comptes courants	n.d.	3 753,0	5 712,8	5 350,8
Total dettes courantes	2 386,1	5 757,8	7 747,2	7 365,6
Emprunts	-	-	-	-
Dettes financières diverses	-	-	-	-
Total dettes non-courantes	-	-	-	-
Dettes financières brutes	2 386,1	5 757,8	7 747,2	7 365,6
Valeurs à encaisser	(0,5)	(0,3)	(0,1)	-
Banques, chèques postaux, caisse	(948,6)	(40,3)	(2,8)	(1 262,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(949,1)	(40,5)	(2,8)	(1 262,0)
Dettes / (trésorerie) financières nettes	1 437,0	5 717,2	7 744,4	6 103,6

Figure 25 : Evolution de la dette / (trésorerie) financière nette

3.2.2.3.2.2.1.2. Plan d'affaires

Le plan d'affaires a été élaboré par le management sur une durée de 5 ans (exercice clos du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2023) et repose sur les hypothèses opérationnelles décrites ci-après.

Chiffre d'affaires

- Le plan d'affaires prévoit une hausse des volumes sur l'ensemble du plan d'affaires, tirés par une lente reconquête des parts de marchés perdues en 2014-18, sur un marché en croissance. A noter que le positionnement de la marque tanguai en premium à partir de 2020 entraînera une baisse des volumes de 10% sur cette marque uniquement ;
- Les prix de vente sont attendus stables de 2021 à 2023, à la suite d'une augmentation de prix sur le bidon de 10L intégrée au budget 2020 ;
- Poursuite de la croissance du chiffre d'affaires à un rythme annualisé de c. 8% par an de 2020 à 2023.

Marge brute

- La marge brute diminue très légèrement sur la durée du plan d'affaires, résultant principalement de la hausse limitée des prix des matières premières et de conditionnement (2% par an) à partir de 2020.

Frais fixes

- Les frais fixes augmentent en valeur à partir de 2020, liés à :
 - o Une hausse limitée des frais fixes hors masse salariale de 2% par an à partir de 2021. Celle-ci est compensée par l'augmentation des volumes qui garantissent à SEMC d'atteindre des ratios de frais de personnel et de frais fixes en-dessous des objectifs du groupe ;
 - o Une hausse limitée de coûts de la masse salariale due à l'inflation (2% par an) à partir de 2020, une prime de mérite de 2,8% par an et 1,7% de GVT (Glissement Vieillessement Technicité).
- Ces augmentations sont absorbées par la hausse du chiffre d'affaires.

D&A

- Les dotations aux amortissements sont prévues en forte baisse jusqu'en 2023. Cette baisse est liée à un niveau d'investissement plus faible anticipé sur la durée du plan d'affaires.

Résultat opérationnel (EBIT)

Le résultat opérationnel est positivement impacté par l'absorption des coûts fixes via la croissance du chiffre d'affaires et augmente sur la durée du plan d'affaires pour atteindre 25% du chiffre d'affaires en 2023.

Investissements

- Pas d'investissements majeurs prévus sur la période, les capacités de production actuelles pouvant absorber les volumes supplémentaires.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

- Le BFR est attendu stable sur la période, évoluant en fonction de la croissance du groupe.

Impôt sur les sociétés

- Le taux d'imposition retenu est de 2,2% du chiffre d'affaires de 2019 à 2020 au titre de l'IMF (Impôt Minimum Forfaitaire), conformément au Code Général 2018 des Impôts au Cameroun ;
- Par la suite, le taux d'imposition retenu est de 33% de 2021 à 2023 ;

Prolongation du plan d'affaires

Le plan d'affaires du management, réalisé sur cinq exercices, a été prolongé par Alantra selon les hypothèses décrites ci-après.

- Chiffre d'affaires : convergence linéaire de la croissance du chiffre d'affaires en dernière année du plan vers la croissance à l'infini retenue de 2,0% ;
- Marges : maintien des hypothèses de marge estimées par le management en dernière année du plan (2023) pour toutes les années jusqu'en 2028 ;
- D&A : convergence linéaire des dépréciations et amortissements vers le niveau d'investissements à l'infini.

<i>(en MFCFA, au 31/12)</i>	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	8 305	10 340	11 838	12 651	13 184	13 680	14 135	14 543	14 898	15 196	15 500
% de croissance	-	24,5%	14,5%	6,9%	4,2%	3,8%	3,3%	2,9%	2,4%	2,0%	2,0%
EBITDA	2 178	3 079	3 679	3 896	3 985	4 135	4 272	4 396	4 503	4 593	4 685
% du CA	26,2%	29,8%	31,1%	30,8%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
D&A	(1 429)	(1 367)	(1 374)	(1 221)	(710)	(649)	(581)	(505)	(423)	(334)	(341)
% du CA	(17,2%)	(13,2%)	(11,6%)	(9,7%)	(5,4%)	(4,7%)	(4,1%)	(3,5%)	(2,8%)	(2,2%)	(2,2%)
EBIT	749	1 712	2 305	2 675	3 275	3 485	3 691	3 890	4 080	4 259	4 344
% du CA	9,0%	16,6%	19,5%	21,1%	24,8%	25,5%	26,1%	26,8%	27,4%	28,0%	28,0%
IS théorique	(183)	(227)	(761)	(883)	(1 081)	(1 150)	(1 218)	(1 284)	(1 347)	(1 405)	(1 434)
D&A	1 429	1 367	1 374	1 221	710	649	581	505	423	334	341
Investissements	(643)	(339)	(275)	(175)	(290)	(301)	(311)	(320)	(328)	(334)	(341)
Variation du BFR	(110)	(110)	(110)	(10)	90	(15)	(16)	(16)	(17)	(17)	(17)
Flux de trésorerie	1 241	2 402	2 533	2 828	2 704	2 668	2 728	2 776	2 812	2 836	2 893
% de l'EBITDA	57,0%	78,0%	68,9%	72,6%	67,8%	64,5%	63,8%	63,1%	62,4%	61,8%	61,8%

Figure 26 : Plan d'affaires

3.2.2.3.2.2.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres ont été établis sur la base des comptes au 30 juin 2019.

La dette financière nette ajustée s'élève à 6 364,4 MFCFA au 30 juin 2019. Nous avons intégré à la dette financière nette présentée précédemment, les éléments suivants :

- Les provisions pour pensions et obligations assimilées à hauteur de 334,7 MFCFA, principalement constituées d'indemnités de départ à la retraite ;
- Les provisions pour les pénalités fiscales à hauteur de 36,6 MFCFA ;
- L'impact IS lié aux provisions pour pensions et obligations assimilées à hauteur de 110,4 MFCFA.

Dette / (trésorerie) financière nette	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Banques, découverts	386,1	2,4	32,1	12,4
Associés dividendes à payer	n.d.	2,3	2,3	2,3
Groupe, comptes courants	n.d.	3 753,0	5 712,8	5 350,8
Total dettes courantes	2 386,1	5 757,8	7 747,2	7 365,6
Emprunts	-	-	-	-
Dettes financières diverses	-	-	-	-
Total dettes non-courantes	-	-	-	-
Dette financière brute	2 386,1	5 757,8	7 747,2	7 365,6
Valeurs à encaisser	(0,5)	(0,3)	(0,1)	-
Banques, chèques postaux, caisse	(948,6)	(40,3)	(2,8)	(1 262,0)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(949,1)	(40,5)	(2,8)	(1 262,0)
Dette / (trésorerie) financière nette	1 437,0	5 717,2	7 744,4	6 103,6
Provisions pour pensions et obligations assimilées	366,9	244,4	248,1	334,7
Provisions pénalités fiscales	-	-	-	36,6
Impact IS	(121,1)	(80,6)	(81,9)	(110,4)
Dette / (trésorerie) financière nette ajustée	1 682,9	5 881,0	7 910,6	6 364,4

Figure 27 : Détail de la dette / (trésorerie) financière nette ajustée

3.2.2.3.2.2.2. Valorisation sur base des méthodes retenues

3.2.2.3.2.2.2.1. Actif Net Comptable (ANC) – à titre indicatif

La méthode de l'Actif Net Comptable (ANC) est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires. La méthode a par conséquent été retenue à titre indicatif uniquement.

Actif Net Comptable	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En M€</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
ANC (MFCFA)	2 354,2	1 417,4	617,5	713,7
<i>Taux EUR / XAF</i>	<i>655</i>	<i>667</i>	<i>656</i>	<i>656</i>
ANC (M€)	3,6	2,1	0,9	1,1

Figure 28 : Evolution de l'Actif Net Comptable (ANC)

3.2.2.3.2.2.2.2. Multiples de sociétés comparables cotées

La méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société, la moyenne ou la médiane des multiples de valorisations observés sur des sociétés cotées considérées comme comparables.

Nous avons sélectionné un ensemble de sociétés particulièrement actives dans la production, commercialisation et distribution d'eau minérale.

Par souci de comparabilité avec la société, les agrégats financiers des sociétés retenues ont été calendarisés au 31 décembre.

Les agrégats financiers prospectifs sont issus du consensus moyen des analystes (ou des prévisions de l'analyste le plus pertinent) au 15 janvier 2020.

Afin d'éviter tout biais lié à la volatilité des marchés, la capitalisation boursière des sociétés retenues a été calculée sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 15 janvier 2020.

Les multiples (marges) ont été calculé(e)s dans la monnaie de cotation (présentation des comptes) afin d'éviter tout biais lié à la variation du taux de change.

Les capitalisations boursières et valeurs d'entreprise ont été calculées sur la base d'un nombre d'actions entièrement dilué (prenant en compte la conversion des instruments dilutifs dans la monnaie) et ont été converties en Euros sur base du taux de change spot au 15 janvier 2020.

Nous n'avons pas retenu le multiple de chiffre d'affaires qui ne permet pas de refléter les différences de rentabilité entre les sociétés de l'échantillon et SEMC. Nous avons retenu le multiple d'EBITDA comme référence et l'EBITDA de SEMC comme agrégat financier.

La valorisation induite est basée sur une dette nette ajustée de 6 364,4 MFCFA au 30 juin 2019.

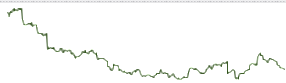



Société	Pays	Performance du cours sur 1 an	Capi. bours. (M€)	VE (M€)	VE / Chiffre d'affaires			VE / EBITDA		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<i>Producteurs et distributeurs d'eau embouteillée</i>										
National Beverage	US		2 070	1 905	2,16x	2,22x	2,21x	12,1x	13,1x	13,2x
Primo Water Corporation	US		490	667	2,38x	2,27x	2,10x	14,9x	13,3x	11,3x
A.G. Barr	RU		728	741	2,42x	2,34x	2,34x	13,3x	12,7x	12,7x
Kofola Ceskoslovensko	CZ		240	346	1,32x	1,20x	1,19x	8,0x	7,1x	7,4x
Moyenne					2,07x	2,01x	1,96x	12,1x	11,5x	11,1x
Médiane					2,27x	2,24x	2,16x	12,7x	12,9x	12,0x

Figure 29 : Présentation des niveaux de multiples des comparables boursiers

Société	Pays	Description de l'activité	Croissance du CA			Marge d'EBITDA		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Producteurs et distributeurs d'eau embouteillée								
National Beverage	US	Développement, production, commercialisation et distribution d'un portefeuille diversifié d'eaux gazeuses, de jus et, dans une moindre mesure, de boissons énergétiques	(1,9%)	(2,4%)	0,3%	17,8%	16,9%	16,8%
Primo Water Corporation	US	Fournisseur d'eau en bouteille purifiée, d'eau en libre-service et de distributeurs d'eau vendus par le biais de grands détaillants aux États-Unis et au Canada	3,4%	5,0%	7,8%	16,0%	17,1%	18,6%
A.G. Barr	RU	Producteur et distributeur de boissons non alcoolisées, dont l'eau représente c. 20% du CA, principalement à destination du Royaume-Uni et également à destination de l'international	(5,8%)	3,6%	0,0%	18,2%	18,4%	18,4%
Kofola Ceskoslovensko	CZ	Producteur et distributeur de boissons non alcoolisées, dont l'eau représente c. 30% du CA, principalement à destination des pays d'Europe de l'Est	(7,5%)	10,2%	0,6%	16,6%	16,8%	16,0%
Moyenne			(2,9%)	4,1%	2,2%	17,2%	17,3%	17,5%
Médiane			(3,8%)	4,3%	0,5%	17,2%	17,0%	17,6%

Figure 30 : Présentation des indicateurs de performance des comparables boursiers

Producteurs et distributeurs d'eau minérale	2019E	2020E	2021E
Agrégat (EBITDA)	2 177,9	3 079,1	3 679,5
x multiple moyen	12,1x	11,5x	11,1x
= Valeur d'entreprise (MFCFA)	26 292,7	35 554,8	40 987,4
+/- Dette nette (MFCFA)	(6 364,4)	(6 364,4)	(6 364,4)
= Valeur des titres (MFCFA)	19 928,3	29 190,3	34 623,0
= Valeur des titres (M€)	30,3	44,4	52,7

Figure 31 : Valeur des titres induite par les comparables boursiers

3.2.2.3.2.2.3. Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

Cette méthode consiste à valoriser la Société par l'actualisation de ses flux de trésorerie futurs au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC).

Détermination du coût des fonds propres

Le coût des fonds propres a été déterminé suivant la méthode du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) intégrant une prime de risque pays comme suit :

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_p$$

Où :

- β : beta des fonds propres
- R_f : taux sans risque
- $R_m - R_f$: prime de risque du marché
- R_p : prime de risque pays

Hypothèses retenues :

- **Taux sans risque** : le taux sans risque retenu de 2,07% correspond au taux utilisé par BNP Paribas pour le Cameroun ;
- **Beta** : nous avons retenu la moyenne des betas désendettés de comparables provenant de l'analyse de betas effectuée par Damodaran sur le secteur « beverage (soft) » à laquelle nous avons appliqué la structure financière cible de SEMC (gearing de 30%). Cette méthode fait ressortir un beta économique de 1,2.
- **Prime de risque pays** : compte-tenu du profil de risque associé à la localisation géographique de la Société, le coût des fonds propres a été ajusté par une prime de risque pays (5,0%).

Détermination du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Le CMPC est calculé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = E \times Re / (D + E) + D \times Rd \times (1-t) / (D + E)$$

Ou encore :

$$\text{CMPC} = Re / (\text{Gearing} + 1) + \text{Gearing} \times Rd \times (1 - t) / (\text{Gearing} + 1)$$

Hypothèses retenues :

- **Gearing** : le gearing cible utilisé est de 30% selon les hypothèses formulées par le management ;
- **Taux d'imposition** : le taux d'imposition utilisé de 33% correspond au taux en vigueur au Cameroun en 2018 ;
- **Coût de la dette** : à titre indicatif le coût de la dette retenu de 5,5% correspond au taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun. Une société ayant à s'endetter sur ce marché le ferait à un taux supérieur, ce qui aurait un impact à la baisse sur la valorisation.

Le CMPC a été calculé comme suit :

Calcul du CMPC		Commentaires/Sources
Coût de la dette (pré impôts)	5,5%	Taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun
Taux d'imposition	33,0%	Taux d'imposition en vigueur au Cameroun
Beta désendetté	1,0	Source Damodaran, moyenne des betas désendettés du secteur beverage (soft)
Gearing cible⁽¹⁾	30,0%	Hypothèses management
<i>Beta réendetté</i>	1,2	
<i>Taux sans risque</i>	2,1%	BNP Paribas
<i>Prime de risque de marché</i>	6,0%	BNP Paribas
<i>Prime de risque pays</i>	5,0%	BNP Paribas
Coût des fonds propres	14,3%	MEDAF
CMPC	11,9%	

⁽¹⁾ Gearing: Dette nette / Capitaux propres

Figure 32 : Calcul du CMPC

Actualisation des flux de trésorerie

La valorisation par actualisation de flux de trésorerie futurs s'appuie sur le plan d'affaires établi par la Société.

La première année du plan d'affaires est 2019.

Par souci de cohérence, la dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres devrait être une projection au 31 décembre 2019. Cette dernière a été appréciée sur base de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2019, à laquelle a été ajoutée 50% du flux de trésorerie anticipé pour 2019, soit 620,7 MFCFA.

La dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres correspond donc à la dette nette ajustée de 5 743,7 MFCFA au 31 décembre 2019.

La valeur terminale est calculée sur un flux normatif post extrapolation et une croissance à l'infini de 2,0% selon la méthode de Gordon Shapiro.

(en MFCFA, au 31/12)	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	8 305	10 340	11 838	12 651	13 184	13 680	14 135	14 543	14 898	15 196	15 500
% de croissance	-	24,5%	14,5%	6,9%	4,2%	3,8%	3,3%	2,9%	2,4%	2,0%	2,0%
EBITDA	2 178	3 079	3 679	3 896	3 985	4 135	4 272	4 396	4 503	4 593	4 685
% du CA	26,2%	29,8%	31,1%	30,8%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
D&A	(1 429)	(1 367)	(1 374)	(1 221)	(710)	(649)	(581)	(505)	(423)	(334)	(341)
% du CA	(17,2%)	(13,2%)	(11,6%)	(9,7%)	(5,4%)	(4,7%)	(4,1%)	(3,5%)	(2,8%)	(2,2%)	(2,2%)
EBIT	749	1 712	2 305	2 675	3 275	3 485	3 691	3 890	4 080	4 259	4 344
% du CA	9,0%	16,6%	19,5%	21,1%	24,8%	25,5%	26,1%	26,8%	27,4%	28,0%	28,0%
IS théorique	(183)	(227)	(761)	(883)	(1 081)	(1 150)	(1 218)	(1 284)	(1 347)	(1 405)	(1 434)
D&A	1 429	1 367	1 374	1 221	710	649	581	505	423	334	341
Investissements	(643)	(339)	(275)	(175)	(290)	(301)	(311)	(320)	(328)	(334)	(341)
Variation du BFR	(110)	(110)	(110)	(10)	90	(15)	(16)	(16)	(17)	(17)	(17)
Flux de trésorerie	1 241	2 402	2 533	2 828	2 704	2 668	2 728	2 776	2 812	2 836	2 893
% de l'EBITDA	57,0%	78,0%	68,9%	72,6%	67,8%	64,5%	63,8%	63,1%	62,4%	61,8%	61,8%
Taux d'actualisation		0,95	0,85	0,76	0,68	0,60	0,54	0,48	0,43	0,39	
Flux de trésorerie actualisé		2 271	2 141	2 136	1 826	1 611	1 472	1 339	1 213	1 094	

Figure 33 : Plan d'affaires et actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie au CMPC fait ressortir les résultats suivants :

Valorisation au (31/12/2019)	Croissance à l'infini (2,0%)	
	MCFA	%
Somme des flux actualisés	15 105	57,2%
Valeur terminale	11 318	42,8%
Valeur d'entreprise	26 423	100,0%
Dette nette au 30/06/2019	(6 364)	24,1%
+ Flux de trésorerie S2 2019	621	(2,3%)
Dette nette au 31/12/2019	(5 744)	21,7%
Valeur des titres (MFCFA)	20 679	78,3%
Taux EUR / XAF	656	
Valeur des titres (M€)	31,5	

Figure 34 : Valeur des titres induite

L'analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini (variation de +/- 0,5%) a été réalisée. Les valeurs par actions issues de cette analyse ont été reproduites ci-après :

VT induite en M€		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	10,9%	32,9	34,3	35,8	37,6	39,5
	11,4%	30,9	32,2	33,6	35,1	36,8
	11,9%	29,2	30,3	31,5	32,9	34,4
	12,4%	27,6	28,6	29,7	30,9	32,2
	12,9%	26,2	27,1	28,0	29,1	30,2

Figure 35 : Analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini

L'analyse fait ressortir une valeur des titres centrale de 31,5 M€, une valeur basse de 29,7 M€ et une valeur haute de 33,6 M€.

Analyse du cours de bourse (à titre indicatif)

SEMC étant cotée sur le Douala Stock Exchange, la disponibilité de l'information boursière est très limitée et ne permet pas d'avoir une analyse des cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) sur les différentes périodes jusqu'à l'annonce de l'Offre (en jours de bourse, i.e. jours pendant lesquels le titre peut être échangé, qu'il le soit ou non), ni une analyse des cours de clôture maximum et minimum sur les différentes périodes jusqu'à l'annonce de l'Offre.

Le tableau ci-dessous fait ressortir la valeur des titres de SEMC à la date du dernier cours de bourse disponible avant l'annonce de l'offre :

Analyse du cours de bourse	
Cours de bourse au 13/01/2020 (FCFA)	48 001,0
x # d'actions	192 473,0
= Valeur des titres (MFCFA)	9 238,9
= Valeur des titres (M€)	14,1

Figure 36 : Analyse du cours de bourse de SEMC

3.2.2.3.2.3. SOCAVER (détenu à 52,9% par SABC)

3.2.2.3.2.3.1. Performance financière

3.2.2.3.2.3.1.1. Analyse du compte de résultat historique (social)

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
En millions de FCFA	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
Chiffre d'affaires	22 465,4	23 699,7	16 491,6	3 683,1
% Croissance	n.a.	5,5%	(30,4%)	n.s.
Coût des biens vendus	(10 381,1)	(11 079,1)	(7 571,6)	(3 231,2)
Marge brute	12 084,3	12 620,6	8 920,0	451,9
% du CA	53,8%	53,3%	54,1%	12,3%
Total des frais généraux & administratifs	(7 009,8)	(7 392,6)	(6 006,2)	(2 017,9)
Total des autres produits	2 658,6	2 362,6	1 208,6	138,7
Total des autres dépenses	(621,3)	(438,4)	(359,4)	(875,6)
EBE	7 111,8	7 152,2	3 762,9	(2 302,8)
% du CA	31,7%	30,2%	22,8%	(62,5%)
Amortissements et provisions	(2 763,1)	(4 032,1)	(3 089,9)	(783,4)
Résultat opérationnel	4 348,6	3 120,1	673,0	(3 086,2)
% du CA	19,4%	13,2%	4,1%	(83,8%)
Résultat financier	(89,0)	(180,6)	(195,4)	(142,2)
Résultat exceptionnel	-	1,8	1,0	-
Impôts	(1 338,4)	(903,7)	(381,3)	(81,5)
Résultat net	2 921,3	2 037,7	97,3	(3 309,9)
% du CA	13,0%	8,6%	0,6%	(89,9%)

Figure 37 : Compte de résultat historique simplifié

Chiffre d'affaires

La production de SOCAVER a connu une très forte baisse, de nature exceptionnelle, au cours du premier semestre 2019 en raison de la mise à l'arrêt (temporaire) le 31 janvier 2019 du four n°2 pour reconstruction, étant rappelé que cette mise à l'arrêt avait été intégralement planifiée et que l'activité du four n°1 de SOCAVER avait été mise en sommeil le 7 mai 2018. Après reconstruction, le four n°2 de SOCAVER a été remis en activité au cours du mois d'août 2019 et est désormais pleinement opérationnel.

Compte tenu de ces éléments, pour le premier semestre 2019, la production de bouteilles en verre de SOCAVER s'est élevée à 2 315 tonnes, contre 21 527 tonnes pour le premier semestre de l'exercice précédent, soit une baisse de près de 90%. Le volume du premier semestre 2019 a été réalisé avec un taux moyen de groisil de 80% et un rendement de 83%. SOCAVER a également produit 159 399 casiers au cours du premier semestre de l'exercice 2019, contre 488 425 casiers pour le premier semestre de l'exercice 2018.

Pour le premier semestre 2019, le chiffre d'affaires de SOCAVER s'élève à 3 683 MFCFA, contre environ 9 600 MFCFA pour le premier semestre 2018 (soit une baisse de 62%).

EBE

L'EBE de SOCAVER au titre de juin 2019 est de (2 302,8) MFCFA, soit une marge de (62,5%) du chiffre d'affaires, en forte diminution vs. 2018. La dégradation de la marge par rapport aux années précédentes est principalement le résultat de la perte de chiffre d'affaires engendrée par la mise à l'arrêt du four n°2.

Résultat net

A fin juin 2019, la société a réalisé des pertes à hauteur de (3 309,9) MFCFA du fait des difficultés d'exploitation évoquées.

3.2.2.3.2.3.1.2.

Analyse du bilan historique (social)

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Charges immobilisées	-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	17,1	10,4	9,1	5,4
Immobilisations corporelles	15 919,5	13 421,8	13 204,3	13 589,0
Avances et acomptes sur immobilisations	-	-	143,3	-
Immobilisations financières	176,3	156,0	156,0	156,0
Actif immobilisé	16 112,9	13 588,2	13 512,7	13 750,4
Actif circulant H.A.O.	-	-	-	-
Stocks	7 739,7	10 514,8	10 550,0	9 336,9
Créances et emplois assimilés	9 438,7	4 726,1	5 816,6	4 454,7
Actif circulant	17 178,4	15 240,9	16 366,6	13 791,6
Trésorerie	1 015,3	1 815,3	503,4	1 168,2
Total actif	34 306,6	30 644,4	30 382,8	28 710,2
Capital	4 552,8	4 552,8	4 552,8	4 552,8
Primes et réserves	10 759,0	11 859,1	12 771,2	12 868,5
Résultat de l'exercice	2 921,3	2 037,7	97,3	(3 309,9)
Capitaux propres	18 233,1	18 449,6	17 421,4	14 111,4
Dettes financières	3 205,0	2 741,3	2 044,6	4 591,6
Passif circulant	10 560,6	6 293,8	8 911,4	6 898,7
Banques, crédits de trésorerie	2 307,9	3 159,7	2 005,5	3 108,5
Total passif	34 306,6	30 644,4	30 382,8	28 710,2

Figure 38 : Bilan historique simplifié

Actif immobilisé

Au 30 juin 2019, l'actif immobilisé est composé essentiellement d'immobilisations corporelles (13 589,0 MFCFA, dont 12 034,2 MFCFA relatifs à du matériel). Les immobilisations financières correspondent principalement aux titres détenus par SOCAVER dans FINADEI à hauteur de 150 MFCFA (ces derniers ont été réévalués dans le calcul de l'endettement net).

Actif circulant

Au 30 juin 2019, l'actif circulant est principalement composé de stocks à hauteur de 9 336,9 MFCFA, soit un montant en légère baisse par rapport à 2018. Cette baisse traduit le début de l'apurement du stock important de bouteilles qui a été constitué pour répondre à la demande de marché début 2019, étant donné l'arrêt planifié du four n°2 pour des raisons de maintenance.

L'actif est également composé de créances et emplois assimilés d'un montant de 4 454,7 MFCFA, en baisse de 23% vs. fin 2018.

Capitaux propres

Les capitaux propres se composent :

- D'un capital social fixé à 4 552,8 MFCFA ;
- De primes et réserves à hauteur de 12 868,5 MFCFA ;
- Du résultat de l'exercice d'un montant de (3 309,9) MFCFA.

Dettes financières nettes

Au 30 juin 2019, la dette financière nette s'élève à 7 615,3 MFCFA, elle se compose :

- D'une dette financière brute de 8 783,5 MFCFA. Cette dernière comprend des crédits de trésorerie à hauteur de 3 108,5 MFCFA, qui correspondent à un crédit court terme (spot) obtenu auprès de la Société Générale du Cameroun, 2 613,6 MFCFA de comptes courants groupes, ainsi que 3 002,8 MFCFA de dettes diverses. Elle est également composée de 1 168,2 MFCFA de trésorerie disponible en banques, chèques postaux et caisse.

Dettes / (trésorerie) financière nette	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	2 000,0	2 000,0	2 000,0	3 108,5
Banques, découverts	307,9	1 159,7	5,5	-
Associés dividendes à payer	n.d.	39,3	52,3	58,7
Groupe, comptes courants	n.d.	1 942,1	5 081,7	2 613,6
Total dettes courantes	2 307,9	5 141,1	7 139,5	5 780,7
Emprunts	-	-	-	-
Dettes financières diverses	-	-	-	3 002,8
Total dettes non-courantes	-	-	-	3 002,8
Dettes financières brutes	2 307,9	5 141,1	7 139,5	8 783,5
Valeurs à encaisser	-	-	-	-
Banques, chèques postaux, caisse	(1 015,3)	(1 815,3)	(503,4)	(1 168,2)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(1 015,3)	(1 815,3)	(503,4)	(1 168,2)
Dettes / (trésorerie) financière nette	1 292,5	3 325,7	6 636,1	7 615,3

Figure 39 : Evolution de la dette / (trésorerie) financière nette

3.2.2.3.2.3.1.3. Plan d'affaires

Le plan d'affaires a été élaboré par le management sur une durée de 5 ans (exercice clos du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2023) et repose sur les hypothèses opérationnelles décrites ci-après.

Chiffre d'affaires

- Le chiffre d'affaires est prévu à la hausse sur la durée du plan d'affaires, résultant de :
 - o La hausse des ventes de bouteilles et casiers à SABC à un rythme de croissance de 1,2% annualisé sur les cinq prochaines années, s'expliquant par un pic de volumes en 2020 sur l'activité Verrerie lié à la réouverture sur une année complète du Four n°2 qui a été en maintenance sur l'ensemble du S1 2019. Il y a donc un effet de rattrapage exceptionnel qui s'étend du S2 2019 au S1 2020 minimum, et qui ne se reproduira pas en 2021 et les années suivantes ;
 - o L'augmentation de 5% des ventes hors groupe de bouteilles, avec un objectif de diversification de la clientèle pour rendre SOCAVER moins dépendante de SABC. ;
 - o L'augmentation de 10% des ventes à l'export de bouteilles dans la mesure où le groupe doit privilégier SOCAVER pour les achats de bouteilles vs. les achats externes ;
 - o La vente de 23 millions de préformes par mois produites via les 2 lignes existantes.

Marge brute

- Baisse du ratio de marge globale à partir de 2021 tenant compte du poids des préformes qui constituent alors environ 40% du CA HT vs. 36% en 2020 et 27% en 2019 (nouvelle activité transférée mi-2019 de SABC). L'effet de l'arrêt de la verrerie au S1 2019, puis du rattrapage opéré au S2 2019 et S1 2020 a également un impact important.

Frais fixes

- Les frais fixes sont en légère augmentation (1% par an) sur la période du plan d'affaires et sont largement absorbés par la hausse du chiffre d'affaires. Le poids de la structure chez SOCAVER est limité pour garantir sa compétitivité (pas d'augmentation d'effectifs prévue).

D&A

- Les dotations aux amortissements sont prévues en baisse jusqu'en 2023. Ces amortissements seront principalement liés aux investissements non encore mis en service.

Résultat opérationnel (EBIT)

- Le résultat opérationnel est très fortement impacté à la baisse en 2019 du fait de l'augmentation du coût des matières premières et est attendu négatif en 2019. Il est prévu que ce résultat retourne progressivement à un niveau de marge à 5% en 2023, grâce à l'absorption des coûts fixes liée à la croissance.

Investissements

- Investissements prévisionnels de 1 000 MFCFA pour chaque année de 2021 à 2023 pour le renouvellement de la capacité production, faisant suite à la grande maintenance du Four n°2 qui a nécessité des investissements importants au S1 2019 (cycle de 4-5 ans).

Besoin en fonds de roulement (BFR)

- Peu de variations de stocks, créances clients et dettes fournisseurs à partir de 2021. A noter que SABC est le client principal de l'activité verrerie et de l'activité casiers. SABC et SEMC sont les uniques clients de l'activité préformes ;
- Fortes variations de stocks en 2019 et 2020 (à la baisse) faisant suite à la constitution de stock de bouteilles à fin 2018 par anticipation de l'arrêt de la Verrerie au S1 2019. Important déstockage au S2 2019 et S1 2020, certaines ventes pouvant être honorées avec les bouteilles stockées à fin 2018 (apurement des stocks de 2018).

Impôt sur les sociétés

- Le taux d'imposition retenu est de 2,2% du chiffre d'affaires de 2019 à 2023 au titre de l'IMF (Impôt Minimum Forfaitaire), conformément au Code Général 2018 des Impôts au Cameroun.

Prolongation du plan d'affaires

Le plan d'affaires du management, réalisé sur cinq exercices, a été prolongé par Alantra selon les hypothèses décrites ci-après. Cette prolongation permet de rééquilibrer la pondération de valeur entre la durée du plan d'affaires et la valeur terminale.

- Chiffre d'affaires : convergence linéaire de la croissance du chiffre d'affaires en dernière année du plan vers la croissance à l'infini retenue de 2,0%
- Marges : maintien des hypothèses de marge estimées par le management en dernière année du plan (2023) pour toutes les années jusqu'en 2028 ;
- D&A : convergence linéaire des dépréciations et amortissements vers le niveau d'investissements à l'infini.

(en MFCFA, au 31/12)	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	16 049	25 506	24 510	25 112	25 764	26 403	27 026	27 631	28 217	28 781	29 357
% de croissance	-	58,9%	(3,9%)	2,5%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
EBITDA	838	5 532	3 260	3 348	3 463	3 549	3 632	3 714	3 792	3 868	3 946
% du CA	5,2%	21,7%	13,3%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
D&A	(3 180)	(3 168)	(2 681)	(2 106)	(2 086)	(1 915)	(1 732)	(1 538)	(1 333)	(1 117)	(1 139)
% du CA	(19,8%)	(12,4%)	(10,9%)	(8,4%)	(8,1%)	(7,3%)	(6,4%)	(5,6%)	(4,7%)	(3,9%)	(3,9%)
EBIT	(2 342)	2 364	579	1 242	1 377	1 634	1 900	2 175	2 459	2 751	2 806
% du CA	(14,6%)	9,3%	2,4%	4,9%	5,3%	6,2%	7,0%	7,9%	8,7%	9,6%	9,6%
IS théorique	(353)	(561)	(539)	(552)	(567)	(539)	(627)	(718)	(812)	(908)	(926)
D&A	3 180	3 168	2 681	2 106	2 086	1 915	1 732	1 538	1 333	1 117	1 139
Investissements	(4 091)	(1 557)	(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 025)	(1 049)	(1 072)	(1 095)	(1 117)	(1 139)
Variation du BFR	2 286	2 286	100	(100)	(100)	(33)	(34)	(35)	(36)	(36)	(36)
Flux de trésorerie	(1 320)	5 699	1 821	1 696	1 796	1 951	1 922	1 889	1 850	1 807	1 844
% de l'EBITDA	(157,5%)	103,0%	55,9%	50,6%	51,9%	55,0%	52,9%	50,9%	48,8%	46,7%	46,7%

Figure 40 : Plan d'affaires

3.2.2.3.2.3.1.4. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres ont été établis sur la base des comptes au 30 juin 2019.

La dette financière nette ajustée s'élève à 7 801,4 MFCFA au 30 juin 2019. Nous avons intégré à la dette financière nette présentée précédemment, les éléments suivants :

- Les provisions pour litiges d'un montant de 147,8 MFCFA. A noter que l'augmentation de ces provisions, résulte d'une nouvelle estimation des risques liée à deux condamnations

dans des affaires civiles et sociales au cours de l'année pour lesquelles SOCAVER a fait appel ;

- Les provisions pour pensions et obligations assimilées à hauteur de 1 415,2 MFCFA, principalement constituées d'indemnités de départ à la retraite ;
- La valeur des titres réévaluée de FINADEI d'un montant de 1 176,3 MFCFA ;
- L'impact IS lié aux provisions pour pensions et obligations assimilées et litiges, ainsi que l'impact lié à la plus-value sur les titres FINADEI, d'un montant de 200,6 MFCFA.

Dettes / (trésorerie) financière nette	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En millions FCFA</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
Banques, crédits d'escompte	-	-	-	-
Banques, crédits de trésorerie	2 000,0	2 000,0	2 000,0	3 108,5
Banques, découverts	307,9	1 159,7	5,5	-
Associés dividendes à payer	n.d.	39,3	52,3	58,7
Groupe, comptes courants	n.d.	1 942,1	5 081,7	2 613,6
Total dettes courantes	2 307,9	5 141,1	7 139,5	5 780,7
Emprunts	-	-	-	-
Dettes financières diverses	-	-	-	3 002,8
Total dettes non-courantes	-	-	-	3 002,8
Dettes financières brutes	2 307,9	5 141,1	7 139,5	8 783,5
Valeurs à encaisser	-	-	-	-
Banques, chèques postaux, caisse	(1 015,3)	(1 815,3)	(503,4)	(1 168,2)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(1 015,3)	(1 815,3)	(503,4)	(1 168,2)
Dettes / (trésorerie) financière nette	1 292,5	3 325,7	6 636,1	7 615,3
Provisions pour litiges	70,9	70,9	147,8	147,8
Provisions pour pensions et obligations assimilées	1 188,6	1 317,2	1 329,5	1 415,2
Titres FINADEI			(1 146,9)	(1 176,3)
Impact IS	(415,6)	(458,0)	(181,5)	(200,6)
Dettes / (trésorerie) financière nette ajustée	2 136,4	4 255,7	6 785,0	7 801,4

Figure 41 : Détail de la dette / (trésorerie) financière nette ajustée

3.2.2.3.2.3.2. Valorisation sur base des méthodes retenues

3.2.2.3.2.3.2.1. Actif net comptable

La méthode de l'Actif Net Comptable (ANC) est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires. La méthode a par conséquent été retenue à titre indicatif uniquement.

Actif Net Comptable	2016a	2017a	2018a	2019a
En M€	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
ANC (MFCFA)	18 233,1	18 449,6	17 421,4	14 111,4
Taux EUR / XAF	655	667	656	656
ANC (M€)	27,8	27,7	26,6	21,5

Figure 42 : Evolution de l'Actif Net Comptable (ANC)

3.2.2.3.2.2. Multiples de sociétés comparables cotées

La méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société, la moyenne ou la médiane des multiples de valorisations observés sur des sociétés cotées considérées comme comparables.

Nous avons sélectionné un ensemble de sociétés fabricant des emballages en verre principalement à destination des produits alimentaires et des boissons mais aussi pour l'industrie pharmaceutique.

Par souci de comparabilité avec la société, les agrégats financiers des sociétés retenues ont été calendarisés au 31 décembre.

Les agrégats financiers prospectifs sont issus du consensus moyen des analystes (ou des prévisions de l'analyste le plus pertinent) au 15 janvier 2020.

La valorisation induite est basée sur une dette nette ajustée de 7 801,4 MFCFA au 30 juin 2019.

Afin d'éviter tout biais lié à la volatilité des marchés, la capitalisation boursière des sociétés retenues a été calculée sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes 20 jours au 15 janvier 2020.

Les multiples (marges) ont été calculé(e)s dans la monnaie de cotation (présentation des comptes) afin d'éviter tout biais lié à la variation du taux de change.

Les capitalisations boursières et valeurs d'entreprise ont été calculées sur la base d'un nombre d'actions entièrement dilué (prenant en compte la conversion des instruments dilutifs dans la monnaie) et ont été converties en Euros sur base du taux de change spot au 15 janvier 2020.

Nous n'avons pas retenu le multiple de chiffre d'affaires qui ne permet pas de refléter les différences de rentabilité entre les sociétés de l'échantillon et SOCAVER. Nous avons retenu le multiple d'EBITDA comme référence et l'EBITDA présenté dans le plan d'affaires comme agrégat financier.

Pays	Pays	Performance du cours sur 1 an	Capi. bours. (M€)	VE (M€)	VE / Chiffre d'affaires			VE / EBITDA		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Ardagh Group	LU		4 196	12 091	1,73x	1,98x	1,95x	9,8x	11,1x	10,8x
Owens-Illinois	US		1 765	6 558	1,09x	1,09x	1,08x	5,8x	5,9x	5,9x
Vidrala	ES		2 402	2 803	2,81x	2,77x	2,70x	10,6x	10,4x	9,8x
Zignago Vetro	IT		1 119	1 221	2,87x	2,69x	2,56x	10,2x	9,5x	9,0x
Vetropack	CH		1 147	1 099	1,64x	1,59x	1,53x	7,0x	6,6x	6,3x
Anadolu Cam Sanayii	TR		484	696	1,06x	0,93x	0,86x	4,5x	4,0x	3,7x
Moyenne					1,87x	1,84x	1,78x	8,0x	7,9x	7,6x
Médiane					1,69x	1,78x	1,74x	8,4x	8,1x	7,7x

Figure 43 : Présentation des niveaux de multiples des comparables boursiers

Société	Pays	Description de l'activité	Croissance du CA			Marge d'EBITDA		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Ardagh Group	LU	Fabrication de solutions d'emballage rigide (en métal et en verre) pour les marchés de l'alimentation et des boissons	(14,1%)	(12,8%)	1,8%	17,6%	17,8%	18,1%
Owens-Illinois	US	Fabrication d'emballages en verre à destination de l'alimentation et des boissons	(2,6%)	0,6%	0,5%	18,7%	18,4%	18,5%
Vidrala	ES	Production d'emballages en verre à destination de l'alimentation et des boissons en Europe	3,1%	1,5%	2,7%	26,6%	26,7%	27,6%
Zignago Vetro	IT	Production d'emballages en verre pour les marchés de l'alimentation, des boissons et des cosmétiques	46,9%	6,7%	4,9%	28,2%	28,1%	28,3%
Vetropack	CH	Production d'emballages en verre pour l'alimentation, les boissons ainsi que l'industrie cosmétique	3,3%	3,6%	3,7%	23,5%	23,9%	24,2%
Anadolu Cam Sanayii	TR	Filiale du groupe Sisecam, spécialisée dans la fabrication d'emballages en verre	33,0%	14,1%	9,0%	23,7%	23,4%	23,1%
Moyenne			11,6%	2,3%	3,8%	23,0%	23,1%	23,3%
Médiane			18,1%	3,6%	3,2%	23,6%	23,6%	23,6%

Figure 44 : Présentation des indicateurs de performance des comparables boursiers

Producteurs d'emballages en verre	2019A	2020E	2021E
Agrégat (EBITDA)	837,8	5 531,5	3 260,5
x multiple moyen	8,0x	7,9x	7,6x
= Valeur d'entreprise (MFCFA)	6 689,1	43 859,4	24 714,6
+/- Dette nette (MFCFA)	(7 801,5)	(7 801,5)	(7 801,5)
= Valeur des titres (MFCFA)	-	36 057,9	16 913,2
= Valeur des titres (M€)	-	54,9	25,7

Figure 45 : Valeur des titres induite par les comparables boursiers

3.2.2.3.2.3. Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

Cette méthode consiste à valoriser la Société par l'actualisation de ses flux de trésorerie futurs au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC).

Détermination du coût des fonds propres

Le coût des fonds propres a été déterminé suivant la méthode du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) comme suit :

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

Où :

- β : beta des fonds propres
- Rf : taux sans risque
- $Rm - Rf$: prime de risque du marché
- Rp : prime de risque pays

Hypothèses retenues :

- **Taux sans risque** : le taux sans risque retenu de 2,07% correspond au taux utilisé par BNP Paribas pour le Cameroun ;
- **Beta** : nous avons retenu la moyenne des betas désendettés de comparables provenant de l'analyse de betas effectuée par Damodaran sur le secteur « packagingoft) » à laquelle nous avons appliqué la structure financière cible de SEMC (gearing de 30%). Cette méthode fait ressortir un beta économique de 0,9.
- **Prime de risque pays** : compte-tenu du profil de risque associé à la localisation géographique de la Société, le coût des fonds propres a été ajusté par une prime de risque pays (5%).

Détermination du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Le CMPC est calculé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = E \times Re / (D + E) + D \times Rd \times (1-t) / (D + E)$$

Ou encore :

$$\text{CMPC} = Re / (\text{Gearing} + 1) + \text{Gearing} \times Rd \times (1 - t) / (\text{Gearing} + 1)$$

Hypothèses retenues :

- **Gearing** : le gearing cible utilisé est de 30% selon les hypothèses formulées par le management ;
- **Taux d'imposition** : le taux d'imposition utilisé de 33% correspond au taux en vigueur au Cameroun en 2018 ;
- **Coût de la dette** : à titre indicatif le coût de la dette retenu de 5,5% correspond au taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun. Une société ayant à s'endetter sur ce marché le ferait à un taux supérieur, ce qui aurait un impact à la baisse sur la valorisation.

Le CMPC a été calculé comme suit :

Calcul du CMPC		Commentaires/Sources
Coût de la dette (pré impôts)	5,5%	Taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun
Taux d'imposition	33,0%	Taux d'imposition en vigueur au Cameroun
Beta désendetté	0,7	Source Damodaran, beta désendetté du secteur packaging
Gearing cible⁽¹⁾	30,0%	Hypothèses management
<i>Beta réendetté</i>	0,9	
<i>Taux sans risque</i>	2,1%	BNP Paribas
<i>Prime de risque de marché</i>	6,0%	BNP Paribas
<i>Prime de risque pays</i>	5,0%	BNP Paribas
Coût des fonds propres	12,3%	MEDAF
CMPC	10,3%	

⁽¹⁾ Gearing: Dette nette / Capitaux propres

Figure 46 : Calcul du CMPC

Actualisation des flux de trésorerie

La valorisation par actualisation de flux de trésorerie futurs s'appuie sur le plan d'affaires établi par la Société.

La première année du plan d'affaires est 2019.

Par souci de cohérence, la dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres devrait être une projection au 31 décembre 2019. Cette dernière a été appréciée sur base de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2019, à laquelle a été ajoutée 50% du flux de trésorerie anticipé pour 2019, soit (659,9) MFCFA.

La dette nette prise en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres correspond à la dette nette ajustée de 8 461,3 MFCFA au 31 décembre 2019.

La valeur terminale est calculée sur un flux normatif post extrapolation et une croissance à l'infini de 2,0% selon la méthode de Gordon Shapiro.

(en MFCFA, au 31/12)	Plan d'affaires management					Projections ALANTRA					Norm.
	2019b	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	
Chiffre d'affaires	16 049	25 506	24 510	25 112	25 764	26 403	27 026	27 631	28 217	28 781	29 357
% de croissance	-	58,9%	(3,9%)	2,5%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
EBITDA	838	5 532	3 260	3 348	3 463	3 549	3 632	3 714	3 792	3 868	3 946
% du CA	5,2%	21,7%	13,3%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
D&A	(3 180)	(3 168)	(2 681)	(2 106)	(2 086)	(1 915)	(1 732)	(1 538)	(1 333)	(1 117)	(1 139)
% du CA	(19,8%)	(12,4%)	(10,9%)	(8,4%)	(8,1%)	(7,3%)	(6,4%)	(5,6%)	(4,7%)	(3,9%)	(3,9%)
EBIT	(2 342)	2 364	579	1 242	1 377	1 634	1 900	2 175	2 459	2 751	2 806
% du CA	(14,6%)	9,3%	2,4%	4,9%	5,3%	6,2%	7,0%	7,9%	8,7%	9,6%	9,6%
IS théorique	(353)	(561)	(539)	(552)	(567)	(539)	(627)	(718)	(812)	(908)	(926)
D&A	3 180	3 168	2 681	2 106	2 086	1 915	1 732	1 538	1 333	1 117	1 139
Investissements	(4 091)	(1 557)	(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 025)	(1 049)	(1 072)	(1 095)	(1 117)	(1 139)
Variation du BFR	2 286	2 286	100	(100)	(100)	(33)	(34)	(35)	(36)	(36)	(36)
Flux de trésorerie	(1 320)	5 699	1 821	1 696	1 796	1 951	1 922	1 889	1 850	1 807	1 844
% de l'EBITDA	(157,5%)	103,0%	55,9%	50,6%	51,9%	55,0%	52,9%	50,9%	48,8%	46,7%	46,7%
Taux d'actualisation		0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	
Flux de trésorerie actualisé		5 426	1 572	1 327	1 274	1 255	1 121	998	887	785	

Figure 47 : Plan d'affaires et actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie au CMPC fait ressortir les résultats suivants :

Valorisation au (31/12/2019)	Croissance à l'infini (2,0%)	
	MCFA	%
Somme des flux actualisés	14 646	60,3%
Valeur terminale	9 654	39,7%
Valeur d'entreprise	24 300	100,0%
Dette nette au 31/12/2019	(7 801)	32,1%
+ Flux de trésorerie S2 2019	(659,9)	2,7%
Dette nette au 31/12/2019	(8 461)	34,8%
Valeur des titres (MFCFA)	15 839	65,2%
Taux EUR / XAF	656	
Valeur des titres (M€)	24,1	

Figure 48 : Valeur des titres induite

L'analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini (variation de +/- 0,5%) a été réalisée. Les valeurs par actions issues de cette analyse ont été reproduites ci-après :

VT induite en M€	Taux de croissance à l'infini					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
CMPC	9,3%	25,2	26,6	28,1	29,9	32,0
	9,8%	23,5	24,7	26,0	27,5	29,3
	10,3%	22,0	23,0	24,1	25,4	26,9
	10,8%	20,6	21,5	22,5	23,6	24,9
	11,3%	19,3	20,1	21,0	22,0	23,1

Figure 49 : Analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini

L'analyse fait ressortir une valeur des titres centrale de 24,1 M€, une valeur basse de 22,5 M€ et une valeur haute de 26,0 M€.

3.2.2.3.2.4. Synthèse de la somme des parties

Pour rappel, la méthodologie employée est la suivante :

- Valorisation de chaque entité en fonction des méthodes applicables et agrégation de l'ensemble des valeurs selon le pourcentage de détention dans chacune des filiales :
 - o Une approche multicritère a été retenue permettant l'évaluation de la valeur de chacune des entités ;
 - o Chaque entité est valorisée sur la base de ses comptes sociaux et de son plan d'affaires ;
 - o La valeur finale de SABC (consolidé) correspond à la somme de la valeur des titres de 100% de SABC (social), 52,9% de SOCAVER et 56,9% de SEMC pour chacune des méthodes utilisées.

Le tableau ci-dessous présente les cours induits par l'ensemble des méthodes de valorisation utilisées dans la somme des parties.

Les cours induits sont basés sur un nombre de 5 736 363 actions et :

- Une dette nette ajustée de 7 686,0 MFCFA pour SABC (social) au 30 juin 2019 et 387,8 MFCFA au 31 décembre 2019 (DCF) ;
- Une dette nette ajustée de 6 364,4 MFCFA pour SEMC au 30 juin 2019 et 5 743,7 MFCFA au 31 décembre 2019 (DCF) ;
- Une dette nette ajustée de 7 801,4 MFCFA pour SOCAVER au 30 juin 2019 et 8 461,3 MFCFA au 31 décembre 2019 (DCF).

Somme des parties	ANC (Indicatif)	Comparables boursiers			DCF		
		Minimum	Moyenne	Maximum	Inf.	Cent.	Sup.
SABC (social)							
Valeur des titres (M€)	228	677	781	874	426	446	467
+ SEMC (social @ 56,9%)							
Valeur des titres (M€)	1	17	25	30	17	18	19
+ SOCAVER (social @ 52,9%)							
Valeur des titres (M€)	11	-	14	29	12	13	14
= Valeur des titres (M€)	240	694	820	933	455	477	500
÷ Nombre d'actions (m)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
= Cours induit (€)	41,8	121,0	142,9	162,7	79,3	83,1	87,2
Prime induite par l'offre	+207,3%	+6,2%	(10,1%)	(21,0%)	+62,0%	+54,7%	+47,3%

Figure 50 : Synthèse de valorisation par la méthode de la somme des parties

3.2.2.3.3. Analyse du cours de bourse

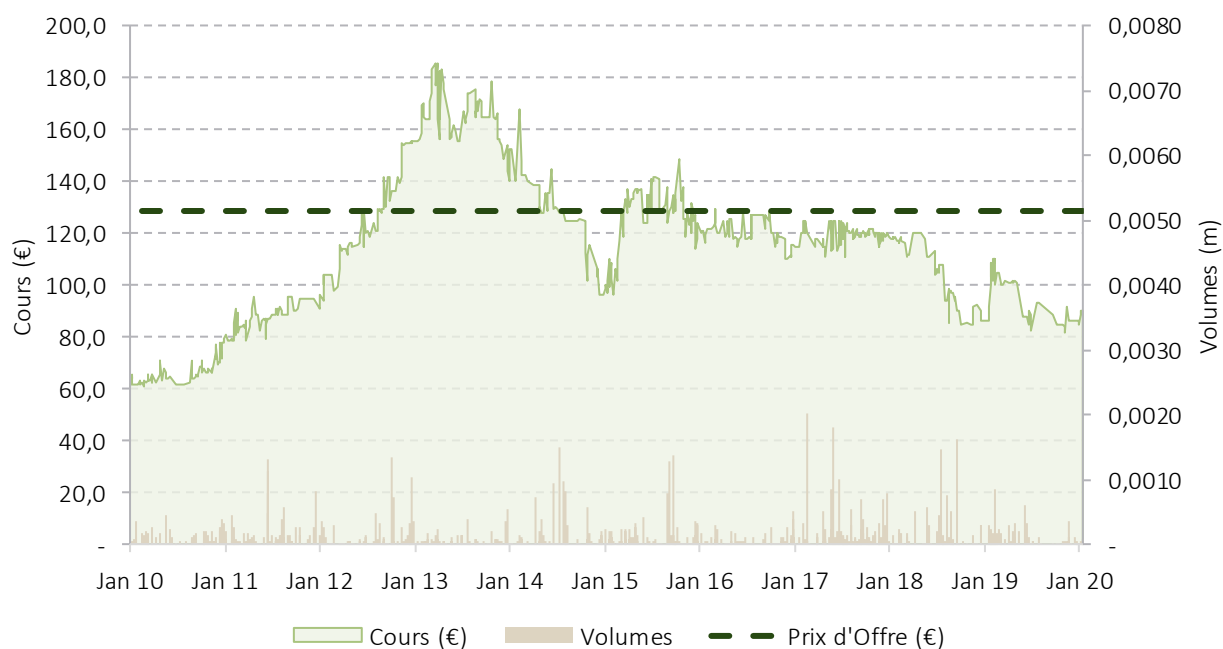


Figure 51 : Evolution du cours de bourse depuis 2010

Le tableau ci-dessous présente les primes induites par le prix de l'Offre sur :

- Le cours de clôture du 15 janvier 2020 (soit le dernier jour de cotation effective avant l'annonce de l'Offre)
- Les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) sur les différentes périodes jusqu'à l'annonce de l'Offre (en jours de bourse, i.e. jours pendant lesquels le titre peut être échangé, qu'il le soit ou non)
- Les cours de clôture maximum et minimum sur les différentes périodes jusqu'à l'annonce de l'Offre

Le tableau fait également apparaître les volumes moyens quotidiens échangés ainsi que les volumes échangés cumulés sur les différentes périodes jusqu'à l'annonce de l'Offre.

En €	15 janvier 2020	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
CMPV	90,0	87,2	86,2	86,8	97,3
Prime induite par l'offre	+42,8%	+47,4%	+49,0%	+48,1%	+32,1%
Min		85,0	82,0	82,0	82,0
Prime induite par l'offre		+51,2%	+56,7%	+56,7%	+56,7%
Max		90,0	92,0	93,0	110,0
Prime induite par l'offre		+42,8%	+39,7%	+38,2%	+16,8%
Volumes quotidiens moyens (# titres)	0	15	18	10	26
Volumes cumulés période (# titres)	0	294	1 059	1 203	6 418
% du capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
% du flottant	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,9%

Figure 52 : Analyse du cours et des volumes (jours de bourse)

Le prix de l'Offre représente une prime de 42,8% sur le cours de clôture du 15 janvier 2020 (dernier cours avant annonce de l'Offre) et des primes de 47%, 49%, 48% et 32% respectivement sur les

moyennes des cours pondérés par les volumes sur les vingt, soixante, cent vingt et deux cent cinquante derniers jours de bourse avant l'annonce de l'Offre.

3.3. SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix de l'Offre est égal de 128,5 €.

Le prix de l'Offre est supérieur :

- A l'actif net comptable (SABC comptes consolidés) au 30 juin 2019 (48,5 €) ;
- A l'actif net comptable calculé dans le cadre de la somme des parties (41,8 €) ;
- A la valorisation minimum induite par les sociétés comparables cotées dans le cadre de la somme des parties (121,0 €) ;
- A la limite supérieure de la fourchette de prix issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs dans le cadre de la somme des parties (de 79,3 € à 87,2 € avec une valeur centrale de 83,1 €) ;
- Au cours pré-annonce (90,0 €) ;
- Au cours moyen pondéré par les volumes 20 jours de bourse (87,2 €) ;
- Au cours moyen pondéré par les volumes 60 jours de bourse (86,2 €) ;
- Au cours moyen pondéré par les volumes 120 jours de bourse (86,8 €) ;
- Au cours moyen pondéré par les volumes 250 jours de bourse (97,3 €) ;
- Au cours minimum sur 250 jours de bourse (82,0 €) ;
- Au cours maximum sur 250 jours de bourse (110,0 €) ;
- A la valeur des titres de SABC dans les comptes de BGI (13,9 €).

Méthode	Cours induit (€)	Prime induite par l'offre
Méthodes retenues		
Actif Net Comptable (ANC) - à titre indicatif	48,5	+165%
Somme des parties		
Actif Net Comptable (ANC) - à titre indicatif	41,8	+207%
Comparables boursiers		
Minimum	121,0	+6%
Moyenne	142,9	(10%)
Maximum	162,7	(21%)
Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)		
Borne inférieure	79,3	+62%
Valeur centrale	83,1	+55%
Borne supérieure	87,2	+47%
Analyse du cours de bourse		
Cours pré annonce	90,0	+43%
CMPV 20 jours de bourse	87,2	+47%
CMPV 60 jours de bourse	86,2	+49%
CMPV 120 jours de bourse	86,8	+48%
CMPV 250 jours de bourse	97,3	+32%
Cours minimum sur 250 jours de bourse	82,0	+57%
Cours maximum sur 250 jours de bourse	110,0	+17%
Méthode écartée non traitée		
Somme des parties		
Comparables transactionnels	n.s.	n.s.
Valeur dans les comptes de BGI	13,9	+824%
Actualisation des dividendes futurs	n.d.	n.d.
Transactions significatives sur le capital de la Société	n.d.	n.d.

Figure 53 : Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre

3.4. ANNEXES

3.4.1. *Glossaire des termes utilisés*

- **BFR** : Besoin en Fonds de Roulement
- **CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital
- **CMPV** : Cours Moyen Pondéré par les Volumes
- **DDM** : Douze Derniers Mois
- **VE** : Valeur d'Entreprise
- **VT** : Valeur des Titres
- **SABC** : Société Anonyme des Brasseries du Cameroun
- **SEMC** : Société des Eaux Minérales du Cameroun
- **SOCAVER** : Société Camerounaise de Verrerie
- **FINADEI** : Financière Afrique Développement International

3.4.2. *Sources du rapport*

Les travaux exposés dans le présent document s'appuient sur les sources suivantes :

- Société
- Rapports annuels et intermédiaires de la Société
- Communiqués et articles de presse
- Capital IQ (données boursières notamment)
- Mergermarket (transactions comparables notamment)
- Sessions de questions – réponses avec le management de la Société

3.4.3. Comptes de résultat et bilans en euro (à titre indicatif)

3.4.3.1. SABC

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
En M€	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
Taux EUR / XAF	655,7	655,7	657,0	656,2
Chiffre d'affaires	515,8	510,7	526,1	236,6
% Croissance	n.a.	(1,0%)	3,0%	n.a.
Coût des biens vendus	(266,8)	(251,3)	(255,4)	(110,8)
Marge brute	249,0	259,4	270,8	125,8
% du CA	48,3%	50,8%	51,5%	53,2%
Total des frais généraux & administratifs	(165,4)	(173,4)	(164,6)	(73,3)
Total des autres produits	10,1	33,7	15,6	5,2
Total des autres dépenses	(14,0)	(23,6)	(19,8)	(7,3)
EBE	79,8	96,1	102,0	50,4
% du CA	15,5%	18,8%	19,4%	21,3%
Amortissements et provisions	(43,7)	(39,8)	(40,8)	(29,5)
Résultat opérationnel	36,1	56,4	61,1	20,9
% du CA	7,0%	11,0%	11,6%	8,8%
Résultat financier	0,2	(7,1)	(1,6)	(0,8)
Résultat exceptionnel	0,1	(2,4)	(0,4)	0,0
Impôts	(16,2)	(13,4)	(20,1)	(9,6)
Résultat net	20,2	33,5	39,1	10,5
% du CA	3,9%	6,6%	7,4%	4,4%

Figure 54 : Compte de résultat SABC en €

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En K€</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
<i>Taux EUR / XAF</i>	<i>655,4</i>	<i>666,8</i>	<i>656,0</i>	<i>655,9</i>
Charges immobilisées	0,1	-	-	-
Immobilisations incorporelles	20,8	19,9	19,8	19,7
Immobilisations corporelles	238,9	239,1	232,7	219,3
Avances et acomptes sur immobilisations	-	0,3	0,1	0,5
Immobilisations financières	26,8	4,9	5,0	5,0
Actif immobilisé	286,6	264,2	257,6	244,5
Actif circulant H.A.O.	-	6,1	4,3	4,3
Stocks	100,5	110,0	109,2	103,3
Créances et emplois assimilés	76,7	67,5	54,6	65,9
Actif circulant	177,2	183,6	168,1	173,5
Trésorerie	31,8	25,2	57,4	48,4
Total actif	495,6	473,0	483,1	466,4
Capital	87,5	86,0	87,5	87,5
Primes et réserves	89,4	102,5	113,7	130,0
Résultat de l'exercice	20,2	32,9	39,1	10,5
Capitaux propres	197,1	221,5	240,3	227,9
Dettes financières	59,8	101,5	78,0	83,4
Total dettes courantes	164,5	139,6	151,7	149,1
Banques, crédits de trésorerie	74,2	10,4	13,1	6,0
Total passif	495,6	473,0	483,1	466,4

Figure 55 : Bilan SABC en €

3.4.3.2. SEMC

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En M€</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
<i>Taux EUR / XAF</i>	655,7	655,7	657,0	656,2
Chiffre d'affaires	14,3	9,5	9,8	6,5
<i>% Croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>(33,4%)</i>	<i>3,6%</i>	<i>(33,8%)</i>
Coût des biens vendus	(7,4)	(6,2)	(6,2)	(3,6)
Marge brute	6,8	3,3	3,6	2,9
<i>% du CA</i>	<i>47,8%</i>	<i>34,4%</i>	<i>36,7%</i>	<i>45,0%</i>
Total des frais généraux & administratifs	(2,7)	(2,6)	(2,2)	(1,1)
Total des autres produits	0,2	0,7	0,6	0,1
Total des autres dépenses	(1,7)	(0,4)	(0,2)	(0,4)
EBE	2,7	1,0	1,9	1,6
<i>% du CA</i>	<i>18,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>24,3%</i>
Amortissements et provisions	(2,4)	(1,7)	(2,4)	(1,0)
Résultat opérationnel	0,3	(0,8)	(0,5)	0,6
<i>% du CA</i>	<i>2,1%</i>	<i>(8,0%)</i>	<i>(5,0%)</i>	<i>8,8%</i>
Résultat financier	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,3)
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	-
Impôts	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Résultat net	(0,5)	(1,4)	(1,2)	0,1
<i>% du CA</i>	<i>(3,4%)</i>	<i>(15,0%)</i>	<i>(12,4%)</i>	<i>2,2%</i>

Figure 56 : Compte de résultat SEMC en €

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En M€</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
<i>Taux EUR / XAF</i>	<i>655,4</i>	<i>666,8</i>	<i>656,0</i>	<i>655,9</i>
Charges immobilisées	-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	13,2	11,8	10,3	9,5
Avances et acomptes sur immobilisations	-	-	-	0,0
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif immobilisé	13,2	11,8	10,4	9,6
Actif circulant H.A.O.	-	-	-	-
Stocks	2,4	2,4	3,4	3,1
Créances et emplois assimilés	1,2	1,2	2,3	2,8
Actif circulant	3,6	3,6	5,7	6,0
Trésorerie	1,4	0,1	0,0	1,9
Total actif	18,3	15,5	16,1	17,5
Capital	2,9	2,9	2,9	2,9
Primes et réserves	1,1	0,6	(0,8)	(2,0)
Résultat de l'exercice	(0,5)	(1,4)	(1,2)	0,1
Capitaux propres	3,6	2,1	0,9	1,1
Dettes financières	1,4	0,4	0,6	0,6
Passif circulant	9,6	10,0	11,4	12,8
Banques, crédits de trésorerie	3,6	3,0	3,1	3,1
Total passif	18,3	15,5	16,1	17,5

Figure 57 : Bilan SEMC en €

3.4.3.3. SOCAVER

Compte de résultat	2016a	2017a	2018a	2019a
En M€	31 déc.	31 déc.	31 déc.	30 juin
Taux EUR / XAF	655,7	655,7	657,0	656,2
Chiffre d'affaires	34,3	36,1	25,1	5,6
% Croissance	n.a.	5,5%	(30,6%)	(77,6%)
Coût des biens vendus	(15,8)	(16,9)	(11,5)	(4,9)
Marge brute	18,4	19,2	13,6	0,7
% du CA	53,8%	53,3%	54,1%	12,3%
Total des frais généraux & administratifs	(10,7)	(11,3)	(9,1)	(3,1)
Total des autres produits	4,1	3,6	1,8	0,2
Total des autres dépenses	(0,9)	(0,7)	(0,5)	(1,3)
EBE	10,8	10,9	5,7	(3,5)
% du CA	31,7%	30,2%	22,8%	(62,5%)
Amortissements et provisions	(4,2)	(6,1)	(4,7)	(1,2)
Résultat opérationnel	6,6	4,8	1,0	(4,7)
% du CA	19,4%	13,2%	4,1%	(83,8%)
Résultat financier	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Résultat exceptionnel	-	0,0	0,0	-
Impôts	(2,0)	(1,4)	(0,6)	(0,1)
Résultat net	4,5	3,1	0,1	(5,0)
% du CA	13,0%	8,6%	0,6%	(89,9%)

Figure 58 : Compte de résultat SOCAVER en €

Bilan	2016a	2017a	2018a	2019a
<i>En M€</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>31 déc.</i>	<i>30 juin</i>
<i>Taux EUR / XAF</i>	655,4	666,8	656,0	655,9
Charges immobilisées	-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	24,3	20,1	20,1	20,7
Avances et acomptes sur immobilisations	-	-	0,2	-
Immobilisations financières	0,3	0,2	0,2	0,2
Actif immobilisé	24,6	20,4	20,6	21,0
Actif circulant H.A.O.	-	-	-	-
Stocks	11,8	15,8	16,1	14,2
Créances et emplois assimilés	14,4	7,1	8,9	6,8
Actif circulant	26,2	22,9	25,0	21,0
Trésorerie	1,5	2,7	0,8	1,8
Total actif	52,3	46,0	46,3	43,8
Capital	6,9	6,8	6,9	6,9
Primes et réserves	16,4	17,8	19,5	19,6
Résultat de l'exercice	4,5	3,1	0,1	(5,0)
Capitaux propres	27,8	27,7	26,6	21,5
Dettes financières	4,9	4,1	3,1	7,0
Passif circulant	16,1	9,4	13,6	10,5
Banques, crédits de trésorerie	3,5	4,7	3,1	4,7
Total passif	52,3	46,0	46,3	43,8

Figure 59 : Bilan SOCAVER en €

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

4.1. POUR L'INITIATEUR

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent Projet de Note d'Information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Guy de Clercq
Président Directeur Général de la Société des
Brasseries & Glacières Internationales

4.2. POUR LA BANQUE PRESENTATRICE DE L'OFFRE

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Alantra, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Alantra
Représenté par Monsieur Olivier Guignon