

## NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR



Les Brasseries du Cameroun  
since 1948

SOCIETE ANONYME DES BRASSERIES DU CAMEROUN

## EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

### SABC

#### 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



LA SOCIETE DES BRASSERIES ET GLACIERES INTERNATIONALES



AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n°20-046 en date du 18 février 2020 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par SABC et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun ([www.lesbrasseriesducameroun.com](http://www.lesbrasseriesducameroun.com)) et mis gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun, 77, rue du Prince Bell, BP 4036, Douala (Cameroun).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun 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.

## Table des matières

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1. Présentation de l'Offre.....	3
1.2. Contexte et motifs de l'Offre.....	5
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre.....	7
1.4. Procédure et calendrier de l'Offre.....	8
1.4.1. Procédure d'apport à l'offre.....	8
1.4.2. Calendrier indicatif.....	8
1.4.3. Restrictions concernant l'offre à l'étranger.....	8
2. Rapport de l'expert Indépendant.....	8
3. Décisions et avis motivé du conseil d'administration relatifs à l'offre.....	9
4. Intention des membres du Conseil d'administration.....	16
5. Intention de SABC quant aux actions auto-détenues.....	17
6. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'offre	17
6.1. Engagement d'apport à l'Offre.....	17
6.2. Pacte d'actionnaires.....	17
7. Element concernant SABC susceptibles d'avoir une incidence sur le déroulement de l'offre.....	18
7.1. Structure et répartition du capital de SABC.....	18
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	19
7.3. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	19
7.4. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	19
7.5. Accords entre actionnaires dont SABC a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	19
7.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de SABC ainsi qu'à la modification des statuts de SABC.....	20
7.6.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration.....	20
7.6.2. Modification des statuts de SABC.....	21
7.7. Pouvoir du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission de titres	21
7.8. Délégations au Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....	21
7.9. Accords conclus par SABC étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle.....	22

7.10. Accord prévoyant des indemnités pour les dirigeants, mandataires ou les principaux salariés de SABC en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....	22
8. Personne assumant la responsabilité de la Note en Réponse.....	22
Annexe 1 - Rapport de l'expert indépendant.....	23

## 1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

### 1.1. Présentation 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 relatif aux offres publiques d'acquisition réalisées selon une procédure simplifiée, 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<sup>er</sup>, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 339 412 538 (l'« **Initiateur** » ou « **BGI** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires minoritaires, à l'exception de la Société Nationale d'Investissement du Cameroun (« **SNI** ») (agissant de concert avec BGI), de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun, société anonyme à 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)<sup>1</sup>, 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** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B) sous le code ISIN CM0000035113, d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 128,50 Euros par action, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

A la date des présentes, le capital et les droits de vote de SABC sont répartis comme suit :

- 73,66% du capital et des droits de vote de SABC sont détenus par BGI,
- 10% du capital et des droits de vote de SABC sont détenus par la Société Nationale d'Investissement du Cameroun (SNI), 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,
- 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.

L'Offre porte sur la totalité des actions SABC existantes non détenues par l'Initiateur à la date du présent document, à l'exception des actions de SNI (agissant de concert

---

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

avec BGI), soit un nombre maximum de 937 026 actions, sur la base d'un nombre total de 5 736 363 actions et de 5 736 363 droits de vote (calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF). Il est précisé (i) qu'Heineken s'est engagée à apporter à l'Offre l'intégralité des 501 977 actions SABC qu'elle détient 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.

Il est précisé que les actions SABC ne sont cotées ou admises aux négociations sur aucun marché autre que le marché réglementé d'Euronext à Paris.

Cette Offre a été déposée par l'Initiateur dans le cadre de la volonté commune de l'Initiateur et de SABC de procéder à la radiation des actions de SABC de la négociation sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (la « **Radiation** »), conformément aux dispositions de l'article P 1.4.2 des règles de marché particulières applicables aux marchés réglementés d'Euronext Paris (les « **Règles d'Euronext** »), qui prévoit 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 prévoit notamment 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 ses actions, à l'issue de l'Offre dont le projet a été déposé par BGI le 21 janvier 2020 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.

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 de 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 de la note d'information de l'Initiateur<sup>2</sup> et à la section 6 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 de la note d'information de l'Initiateur, 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 5 juin 2020 (selon le calendrier indicatif de l'Offre).

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 d'Euronext à Paris, qui interviendra automatiquement après publication des résultats de l'Offre.

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 de l'Initiateur 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

Comme rappelé à la section 1.1 ci-dessus, 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 apporter la totalité de ses actions SABC à l'Offre). Le flottant représente donc uniquement 7,58% du capital de SABC, et le montant total négocié

---

<sup>2</sup> La note d'information de BGI est disponible sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de BGI ([www.bgi-corporate.com](http://www.bgi-corporate.com)) et peut être obtenue sans frais auprès de BGI (49-51 avenue François 1<sup>er</sup>, 75008 Paris) et d'Alantra (6 rue Lamennais, 75008 Paris).

sur les titres de capital de l'Émetteur ne représente que 0,1384% sur la période de référence précédant la demande de Radiation. 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 de 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 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.

Euronext a décidé, par décision en date du 20 novembre 2019 (et confirmée le 15 janvier 2020), d'accepter la demande de Radiation de SABC après avoir effectivement constaté que les conditions préalables posées par l'article P 1.4.2. des Règles d'Euronext étaient réunies.

L'Offre permettra à tous les actionnaires de SABC (sauf SNI qui agit de concert avec BGI) de céder en une seule fois l'intégralité de leurs actions à un prix de 128,50 Euros par action SABC, ce qui représente :

- 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 (48,8 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 (18,9 Euros).

Cette faculté de cession au prix de 128,50 Euros sera maintenue pendant la période de trois mois qui suivra la clôture de l'Offre conformément aux Règles d'Euronext, par l'effet de l'engagement de BGI 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 à BGI pendant cette période de trois mois, soit jusqu'au 5 juin 2020 selon le calendrier indicatif de l'Offre (voir également la section 1.5 de la note d'information de BGI).

Les actionnaires minoritaires de SABC sont naturellement libres de conserver leurs actions SABC. 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.

A l'issue de la Radiation, qui interviendra à la suite de la clôture de l'Offre :

- 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 ;
- SABC adressera un courrier aux établissements financiers agissant en tant que teneurs de compte des actionnaires détenant leurs actions SABC au nominatif administré ou au porteur, les informant de la Radiation et des démarches à effectuer pour procéder au transfert de la tenue des comptes-titres des actionnaires concernés ; pour ce qui concerne les actionnaires détenant leurs actions SABC au nominatif pur, aucune démarche particulière ne devra être effectuée ; et
- SABC ne sera plus redevable d'aucun frais de tenue de compte envers la banque (BNP Paribas Securities Services) actuellement en charge de la tenue des comptes titres nominatifs de SABC.

### **1.3. Rappel des principaux 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 et le projet de note d'information de BGI auprès

de l'AMF le 21 janvier 2020. Un avis de dépôt du projet d'Offre a été publié par l'AMF sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) le 21 janvier 2020, sous le numéro 220C0281.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires minoritaires de SABC, à l'exception de SNI (qui agit 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.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la note d'information de l'Initiateur<sup>3</sup>.

#### **1.4. Procédure et calendrier de l'Offre**

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. 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.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

##### *1.4.1. Procédure d'apport à l'offre*

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 de la note d'information de l'Initiateur.

##### *1.4.2. Calendrier indicatif*

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 de la note d'information de l'Initiateur.

##### *1.4.3. Restrictions concernant l'offre à l'étranger*

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.7 de la note d'information de l'Initiateur.

## **2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

En application de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de SABC, lors de sa séance du 7 novembre 2019, a désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant

---

<sup>3</sup> La note d'information de BGI est disponible sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de BGI ([www.bgi-corporate.com](http://www.bgi-corporate.com)) et peut être obtenue sans frais auprès de BGI (49-51 avenue François 1<sup>er</sup>, 75008 Paris) et d'Alantra (6 rue Lamennais, 75008 Paris).

en qualité d'expert indépendant, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse, sont les suivantes :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 128,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
<b>Méthodes principales :</b>					
Approche par la somme des parties					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	79,3 €	83,1 €	87,2 €	104,0 €	23,6%
Méthode des comparables boursiers	121,0 €	142,9 €	162,7 €	130,6 €	-1,6%
<b>Méthodes secondaires :</b>					
Référence au cours de bourse*					
Cours moyen pondéré 20 jours		87,2 €		87,2 €	47,4%
Cours moyen pondéré 60 jours		86,2 €		86,2 €	49,0%
Cours moyen pondéré 120 jours		86,8 €		n.a	n.a.
Cours moyen pondéré 250 jours		97,3 €		n.a	n.a.
Approche par la somme des parties					
Méthode des transactions comparables		n.a.		138,4 €	-7,2%
Référence à l'Actif Net Comptable des sociétés		41,8 €		n.a	n.a.
Référence à l'Actif Net Comptable		48,8 €		n.a	n.a.

n.a. : non applicable

\*retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 15 janvier 2020 (dernier jour d'échange avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération)

Il est rappelé que SABC est une société de droit camerounais dont les actions sont négociées sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Cependant, le flottant des actions SABC représente uniquement 7,58% du capital de la Société et très peu de transactions sur les actions ont lieu sur le marché depuis plusieurs années. Dans ce contexte de liquidité particulièrement réduite, la Société souhaite procéder à la radiation de ses titres du marché Euronext Paris conformément à la procédure de radiation prévue à l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext étant rappelé qu'aucune procédure de retrait obligatoire (ou de procédure équivalente) n'est prévue dans le droit camerounais.

Il est rappelé que l'Initiateur, détenant 73,66% du capital de SABC, a conclu le 20 janvier 2020 un pacte d'actionnaire concertant avec SNI, actionnaire à hauteur de 10% du capital de la Société. Il est rappelé également que Heineken a signé en date du 20 janvier 2020 un engagement d'apport à l'Offre portant sur la totalité de sa participation dans SABC représentant 8,75% du capital de SABC.

En conséquence de la conclusion de ce pacte d'actionnaire et de l'engagement d'apport à l'Offre de Heineken, l'Initiateur, détiendra nécessairement, dans le cadre de l'Offre, de concert avec SNI, 92,42% du capital et des droits de vote de SABC.

L'Offre est une offre publique d'achat simplifiée volontaire qui s'inscrit dans ce contexte de procédure de radiation des titres du marché d'Euronext Paris conformément à la réglementation applicable et aux dispositions de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext. Compte tenu de la détention par l'Initiateur, de concert avec SNI, de 92,42% du capital de la Société, l'Offre aboutira à la radiation des titres SABC du marché Euronext Paris.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 104,0€ par la méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 130,6€ pour la méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 86,2€ (cours moyen 60 jours) à 87,2€ (cours moyen 20 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 138,4€ pour la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par la somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 128,50€ par action SABC dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 23,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisés (approche par la somme des parties) ;
- présente une décote de 1,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des comparables boursiers (approche par la somme des parties) ;
- présente des primes de 47,4% (cours moyen 20 jours) à 49,0% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une décote de 7,2% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité immédiate et une possibilité de monétiser leur participation dans des conditions présentant une prime sur les valeurs extériorisées par la méthode des flux de trésorerie actualisés mise en œuvre à titre principal et sur la référence au cours de bourse. Elle présente une légère décote sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

L'Offre ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire mais d'une radiation du marché Euronext. L'actionnaire n'apportant pas ses titres à l'Offre pourra soit rester au capital d'une société non cotée soit demander à l'Initiateur d'acquérir ses titres au même prix que le prix d'Offre et ce pendant une durée limitée à 3 mois à compter de la clôture de l'Offre conformément aux Règles d'Euronext.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre aboutissant à la radiation des actions de SABC du marché Euronext Paris et proposant un prix de 128,50€ par action SABC sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de SABC. »

### **3. DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIFS A L'OFFRE**

Le Conseil d'Administration de SABC (dont il est rappelé qu'aucun membre n'a la qualité d'administrateur indépendant) s'est réuni le 20 janvier 2020, sous la présidence de Monsieur Michel Palu, Président du Conseil d'Administration, à l'effet d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour SABC, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents ou représentés, Monsieur Michel Palu, Président, Madame Laurence Dequatre, Monsieur Jean-Claude Palu, Monsieur André Siaka (représenté par Monsieur Philippe Dhamelincourt), Madame Aïssatou Yaou (représentée par Madame Aline Andzé), la Société Nationale d'Investissement du Cameroun représentée par Madame Aline Andzé, Monsieur Guy de Clercq, Monsieur Moïse Mouche, BGI représentée par Monsieur Philippe Dhamelincourt, et Monsieur Gilles Martignac, membres du Conseil d'administration.

Était absente et excusée, Heineken International B.V., représentée par Monsieur LL. Van der Borght.

Monsieur Emmanuel de Tailly, Directeur Général de SABC, Monsieur François Brun, Directeur Administratif et Financier de SABC, Madame Eva Christine Kingue Elimbi, Chef du Département des Affaires Juridiques de SABC, Monsieur Jérôme Savinien, Directeur Juridique Groupe, Monsieur Olivier Grivillers, représentant du cabinet Crowe HAF (expert indépendant) et Monsieur Guillaume Roche, avocat au sein du cabinet Lacourte Raquin Tatar assistaient également à la séance.

L'avis motivé du Conseil d'Administration rendu le 20 janvier 2020 est intégralement reproduit ci-après :

« I. *Projet de radiation des actions de la Société du marché Euronext*

1.1. *Examen des documents relatifs au projet d'offre publique de BGI liée à cette radiation*

*Le Président rappelle aux membres du Conseil qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet de rendre un avis motivé sur l'intérêt pour SABC, ses actionnaires et ses salariés du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions SABC non détenues par BGI (à l'exclusion des actions de SNI, qui agit de concert avec BGI) à un prix de 128,50 euros par action SABC (l' « **Offre** »).*

*Le Président rappelle que :*

- *sur les douze derniers mois, le montant total négocié des actions SABC sur le marché Euronext représentait moins de 0,2% de la capitalisation boursière de SABC. La liquidité des actions SABC sur le marché Euronext est donc particulièrement réduite ;*
- *les actions SABC ne sont pas couvertes par les analystes ;*
- *en dépit de cette très faible liquidité, SABC supporte les contraintes liées aux obligations prévues par la réglementation boursière française ainsi que les coûts résultant d'une telle cotation ;*
- *la mise en œuvre de la loi camerounaise n°2014/007 du 23 avril 2014 fixant les modalités de dématérialisation des valeurs mobilières entraîne désormais l'obligation d'inscrire 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 agréé par la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale (COSUMAF), ainsi que la centralisation desdites actions auprès de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC) 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 Euronext à Paris). Ces exigences apparaissent difficilement compatibles avec la négociation des actions SABC sur le marché Euronext ;*
- *l'Offre s'inscrit notamment dans le cadre de la volonté de SABC de faire procéder à la radiation de ses actions de la cotation sur le marché Euronext (la « **Radiation** ») conformément à la procédure dite de « radiation pour illiquidité » prévue aux termes de l'article P 1.4.2 des règles particulières d'Euronext applicables aux marchés réglementés français (Livre II) (la « **Procédure de Radiation** »), qui prévoit la réalisation préalable d'une offre publique simplifiée dite « offre liée à la radiation »*

*par l'actionnaire majoritaire de SABC, détenant seul ou de concert au moins 90% du capital et des droits de vote de SABC ;*

- *lors de sa réunion du 7 novembre 2019, le Conseil a notamment décidé (i) que la Radiation est dans l'intérêt de SABC et, en conséquence, (ii) d'approuver le projet de Radiation, et (iii) conformément à l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre et notamment sur le caractère équitable du prix proposé par BGI ;*
- *par décision en date du 20 novembre 2019, Euronext a décidé d'approuver la demande de Radiation de SABC, sous réserve de l'obtention de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers sur l'Offre ;*
- *BGI et SABC prévoient d'annoncer publiquement le 21 janvier 2020 le projet d'Offre et de Radiation devant intervenir à la clôture de l'Offre. Le dépôt de la documentation d'Offre auprès de l'Autorité des marchés financiers sera également effectué le 21 janvier 2020 ; et*
- *BGI conclura ce 20 janvier 2020 (i) avec Heineken un engagement d'apport aux termes duquel Heineken s'engage à apporter à l'Offre l'intégralité des actions SABC qu'elle détient (soit 8,75% du capital et des droits de vote de SABC), au prix de l'Offre, et (ii) avec SNI un pacte d'actionnaires relatif à SABC aux termes duquel BGI et SNI agissent de concert.*

*Avant d'inviter le Conseil à délibérer sur son avis motivé sur le projet d'Offre de BGI, le Président souhaite rappeler l'importance stratégique pour SABC du pacte d'actionnaires entre BGI et SNI. 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 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, le Président rappelle que SABC conduit ses activités exclusivement au Cameroun.*

*Le Président rappelle également que le pacte d'actionnaires prévoit notamment certains droits en matière de gouvernance – dont le droit pour SNI d'être représentée au Conseil d'administration de SABC et le droit pour SNI 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 – et en matière de transferts de titres SABC par BGI ou SNI – dont des droits réciproques de première offre, de préemption et de sortie conjointe. Le pacte d'actionnaires prévoit également que SNI s'engage à ne pas apporter ses actions SABC à BGI dans le cadre de l'Offre 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 (y compris la période d'engagement subséquente de trois mois prévue par les règles de marché d'Euronext).*

*Le Président se félicite que le pacte d'actionnaires puisse ainsi permettre une concertation et une collaboration étroites entre BGI et SNI sur l'ensemble des sujets stratégiques concernant SABC, s'agissant aussi bien des modalités du développement de ses activités au Cameroun que de la nécessaire stabilité à long terme de sa structure actionnariale. A cet égard, le Président précise qu'en application des stipulations du*

*pacte d'actionnaires, BGI et SNI se concerteront rapidement afin de parvenir à une position commune sur certains enjeux majeurs et immédiats pour SABC, à savoir notamment (i) la réponse à apporter au développement de la concurrence déloyale sur les ventes de boissons au Cameroun en provenance des pays limitrophes, (ii) les discussions à mener avec les acteurs institutionnels et économiques du Cameroun, notamment au sujet des prix de vente des boissons commercialisées par SABC, et (iii) le développement des activités de SOCAVER (dont SABC détient 52,93% du capital et des droits de vote), qui a récemment réalisé des investissements lourds pour moderniser ses structures de production.*

*Le Président indique ensuite au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour SABC, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment du rapport de l'expert indépendant.*

#### *Projet de note d'information de BGI*

*Le Président expose au Conseil les termes de l'Offre tels que décrits dans le projet de note d'information de BGI, qui a été communiqué aux Administrateurs préalablement à la présente réunion.*

#### *Projet de note en réponse de SABC*

*Le Président expose ensuite les termes du projet de note en réponse de SABC, qui a également été communiqué aux Administrateurs préalablement à la présente réunion.*

#### *Rapport de l'expert indépendant sur la valorisation des actions de SABC*

*Le Président donne la parole à Monsieur Olivier GRIVILLERS, associé du cabinet Crowe HAF, pour qu'il présente son rapport d'expert indépendant, étant rappelé qu'une réunion de travail avec l'expert indépendant s'est tenue le 2 décembre 2019 en présence notamment de Madame ANDZE et Messieurs SIAKA et MOUICHE (et hors la présence des administrateurs représentant BGI).*

#### *1.2. Avis motivé du Conseil d'Administration de la Société sur l'intérêt du projet d'offre publique pour SABC, ses actionnaires et ses salariés*

*Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports et après en avoir délibéré, le Conseil décide :*

- de constater que :*
- l'Offre n'aura pas d'impact négatif sur la politique de SABC en matière d'emploi, les salariés de SABC continuant notamment à bénéficier de leur statut ;*
- l'Offre représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de SABC (à l'exception de SNI qui agit de concert avec BGI) une opportunité de liquidité, en particulier au regard de la très faible liquidité du marché des actions SABC, et à un prix identique à celui de l'acquisition envisagée par BGI de la participation d'Heineken ;*
- il sera procédé, à la clôture de l'Offre, à la Radiation des actions SABC du marché Euronext conformément à la Procédure de Radiation ; dans le prolongement de cette Radiation, conformément aux engagements pris par BGI, celle-ci assurera la liquidité des actions SABC détenues par les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions SABC à l'Offre, pendant une période de trois mois, au cours de laquelle ces actionnaires pourront en demander le rachat par BGI au prix de l'Offre, soit 128,50 euros par action SABC ;*

- le prix offert par BGI dans le cadre de l'Offre est de 128,50 euros par action SABC, ce qui représente (au regard notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par l'établissement présentateur pour le compte de BGI) :
  - o 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 ;
  - o 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) ;
  - o un prix supérieur à la valorisation minimum induite par les sociétés comparables cotées dans le cadre de la somme des parties (121,0 Euros) ;
  - o 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
  - o un prix supérieur à la valeur des titres de SABC dans les comptes de BGI (13,9 Euros) ;
- le rapport de l'expert indépendant conclut au caractère équitable du prix proposé par BGI comme suit :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 128,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
<b>Méthodes principales :</b>					
Approche par la somme des parties					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	79,3 €	83,1 €	87,2 €	104,0 €	23,6%
Méthode des comparables boursiers	121,0 €	142,9 €	162,7 €	130,6 €	-1,6%
<b>Méthodes secondaires :</b>					
Référence au cours de bourse*					
Cours moyen pondéré 20 jours		87,2 €		87,2 €	47,4%
Cours moyen pondéré 60 jours		86,2 €		86,2 €	49,0%
Cours moyen pondéré 120 jours		86,8 €		n.a	n.a.
Cours moyen pondéré 250 jours		97,3 €		n.a	n.a.
Approche par la somme des parties					
Méthode des transactions comparables		n.a.		138,4 €	-7,2%
Référence à l'Actif Net Comptable des sociétés		41,8 €		n.a	n.a.
Référence à l'Actif Net Comptable		48,5 €		n.a	n.a.

n.a. : non applicable

\*retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 15 janvier 2020 (dernier jour d'échange avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération)

Il est rappelé que SABC est une société de droit camerounais dont les actions sont négociées sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Cependant, le flottant des actions SABC représente uniquement 7,58% du capital de la Société et très peu de transactions sur les actions ont lieu sur le marché depuis plusieurs années. Dans ce contexte de liquidité particulièrement réduite, la Société souhaite procéder à la radiation de ses titres du marché Euronext Paris conformément à la procédure de radiation prévue à l'article P

1.4.2 des Règles d'Euronext étant rappelé qu'aucune procédure de retrait obligatoire (ou de procédure équivalente) n'est prévue dans le droit camerounais.

Il est rappelé que l'Initiateur, détenant 73,66% du capital de SABC, a conclu le 20 janvier 2020 un pacte d'actionnaire concertant avec SNI, actionnaire à hauteur de 10% du capital de la Société. Il est rappelé également que Heineken a signé en date du 20 janvier 2020 un engagement d'apport à l'Offre portant sur la totalité de sa participation dans SABC représentant 8,75% du capital de SABC.

En conséquence de la conclusion de ce pacte d'actionnaire et de l'engagement d'apport à l'Offre de Heineken, l'Initiateur, détiendra nécessairement, dans le cadre de l'Offre, de concert avec SNI, 92,42% du capital et des droits de vote de SABC.

L'Offre est une offre publique d'achat simplifiée volontaire qui s'inscrit dans ce contexte de procédure de radiation des titres du marché d'Euronext Paris conformément à la réglementation applicable et aux dispositions de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext. Compte tenu de la détention par l'Initiateur, de concert avec SNI, de 92,42% du capital de la Société, l'Offre aboutira à la radiation des titres SABC du marché Euronext Paris.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 104,0€ par la méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 130,6€ pour la méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 86,2€ (cours moyen 60 jours) à 87,2€ (cours moyen 20 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 138,4€ pour la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par la somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 128,50€ par action SABC dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 23,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisés (approche par la somme des parties) ;
- présente une décote de 1,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des comparables boursiers (approche par la somme des parties) ;
- présente des primes de 47,4% (cours moyen 20 jours) à 49,0% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une décote de 7,2% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité immédiate et une possibilité de monétiser leur participation dans des conditions présentant une prime sur les valeurs extériorisées par la méthode des flux de trésorerie actualisés mise en œuvre à titre principal et sur la référence au cours de bourse. Elle présente une légère décote sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

L'Offre ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire mais d'une radiation du marché Euronext. L'actionnaire n'apportant pas ses titres à l'Offre pourra soit rester au capital d'une société non cotée soit demander à l'Initiateur d'acquérir ses titres au même prix que le prix d'Offre et ce pendant une durée limitée à 3 mois à compter de la clôture de l'Offre conformément aux Règles d'Euronext.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre aboutissant à la radiation des actions de SABC du marché Euronext Paris et proposant un prix de 128,50€ par action SABC sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de SABC. » ;

- *l'Offre et la Radiation subséquente permettront à SABC de réduire les coûts associés à la cotation de ses actions sur le marché Euronext Paris et de simplifier les procédures internes et juridiques du groupe SABC ; et*
- *l'Offre et la Radiation subséquente permettront à SABC et à ses actionnaires de se conformer à la législation camerounaise susvisée ;*
  - *et, en conséquence, de :*
- *considérer que le projet d'Offre tel que décrit dans la note d'information de BGI est dans l'intérêt de SABC, de ses salariés et de ses actionnaires ;*
- *recommander aux actionnaires de SABC d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *approuver le projet de note en réponse de SABC tel qu'il lui a été présenté ; et*
- *donner tous pouvoirs au Directeur Général de la Société, avec faculté de subdélégation dans les conditions prévues par la loi, à l'effet, au nom et pour le compte de SABC, partout au Cameroun et à l'étranger (dont la France), de (i) finaliser, déposer et, le cas échéant, amender, au nom et pour le compte de SABC, le projet de note en réponse de SABC (puis le cas échéant, la note en réponse définitive) et tout autre contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile au dépôt et à la signature du projet de note en réponse de SABC (puis de la note en réponse définitive), (ii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de SABC, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature du projet de note en réponse de SABC (puis de la note en réponse définitive) et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre et à la Radiation, y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la note en réponse de SABC (dont notamment le document « Autres Informations » de SABC requis par l'Autorité des marchés financiers), à l'Offre et à la Radiation.*

*Cette Résolution, mise aux voix, est adoptée à la majorité de neuf Administrateurs sur dix présents ou représentés (un Administrateur présent s'étant abstenu lors du vote). »*

#### **4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

SNI, Heineken, et M. Moïse Mouiche, tous trois actionnaires et administrateur de SABC, détiennent respectivement 573 727, 501 977 et 24 059 actions SABC.

Aucun autre membre du Conseil d'administration de SABC (à l'exception de l'Initiateur) ne détient d'actions SABC.

L'Offre ne porte pas sur les actions SABC détenues par SNI (qui agit de concert avec l'Initiateur), qui s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre (et à ne pas les céder à l'Initiateur dans le cadre de la période de trois mois suivant la clôture de l'Offre prévue par les Règles d'Euronext), conformément au pacte d'actionnaires conclu par SNI et l'Initiateur visé à la section 6.2 de la présente Note en Réponse).

Heineken s'est engagée à apporter la totalité de ses 501 977 actions SABC à l'Offre aux termes de l'engagement d'apport conclu avec l'Initiateur décrit à la section 6.1 de la présente Note en Réponse.

M. Moïse Mouiche a indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter ses actions SABC à l'Offre, ni de les céder à l'Initiateur dans le cadre de la période de trois mois suivant la clôture de l'Offre prévue par les Règles d'Euronext.

## **5. INTENTION DE SABC QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES**

SABC ne détient aucune de ses propres actions.

## **6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

SABC n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, à l'exception de l'engagement d'apport de Heineken et du pacte d'actionnaires entre SNI et l'Initiateur décrits ci-dessous.

L'engagement d'apport à l'Offre d'Heineken et le pacte d'actionnaires conclu par SNI et l'Initiateur ont été communiqués à SABC et à l'AMF.

### **6.1. Engagement d'apport à l'Offre**

BGI a conclu le 20 janvier 2020, avec Heineken, un engagement d'apport 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.

### **6.2. Pacte d'actionnaires**

BGI a conclu le 20 janvier 2020 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 concert<sup>4</sup> 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

---

<sup>4</sup> 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.

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 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. Il est précisé que cette option d'achat au bénéfice de SNI est la seule clause du pacte d'actionnaires prévoyant un prix de cession garanti au bénéfice de l'une des parties.

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. BGI et SNI ont indiqué à SABC qu'en application des stipulations susvisées du pacte d'actionnaires, il est envisagé qu'elles 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.

## **7. ELEMENT CONCERNANT SABC SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE**

### **7.1. Structure et répartition 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 de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de vote de SABC sont 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%
<b>Total BGI et SNI (de concert)</b>	<b>4 799 337</b>	<b>83,66%</b>	<b>4 799 337</b>	<b>83,66%</b>
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%
<b>Total général</b>	<b>5 736 363</b>	<b>100%</b>	<b>5 736 363</b>	<b>100%</b>

BGI et SNI n'ont réalisé, directement ou indirectement, aucune acquisition d'actions SABC au cours des douze derniers mois ayant précédé le 20 janvier 2020.

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.

## **7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions**

Néant

## **7.3. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

## **7.4. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant

## **7.5. Accords entre actionnaires dont SABC a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote**

Le lecteur est invité à se reporter à la section 6 de la présente Note en Réponse.

SABC n'a connaissance d'aucun autre accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

## **7.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de SABC ainsi qu'à la modification des statuts de SABC**

### *7.6.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration*

SABC est administrée par un Conseil d'Administration de trois membres au moins et de douze au plus, sous réserve de la dérogation prévue par l'Acte Uniforme en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'Assemblée Générale Ordinaire. La durée de leurs fonctions est de six années ; elle expire à l'issue de l'Assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'Assemblée Générale Ordinaire.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut procéder, entre deux assemblées, à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur à trois, les administrateurs restant en fonction, doivent convoquer immédiatement l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires à l'effet de compléter le Conseil, ou à défaut tout intéressé peut demander à la juridiction compétente la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'Assemblée Générale Ordinaire à l'effet de procéder aux nominations requises ou de les ratifier.

Les nominations d'administrateurs faites par le Conseil d'Administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine Assemblée Générale Ordinaire. À défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil n'en demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner, par lettre au porteur contre récépissé ou par lettre recommandée avec demande d'accusé de réception adressée à SABC, un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Ce mandat de représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente ; il doit être renouvelé à chaque renouvellement de mandat de celle-ci.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant, elle est tenue de notifier cette révocation à SABC, sans délai, par lettre avec accusé de réception, en indiquant l'identité de son nouveau représentant permanent ; il en est de même en cas de décès, de démission ou d'empêchement prolongé du représentant permanent.

Une personne physique administrateur en nom propre ou représentant permanent d'une personne morale administrateur, ne peut appartenir simultanément, à plus de cinq Conseils d'administration de sociétés anonymes ayant leur siège sur le territoire du Cameroun.

Un salarié de SABC peut être nommé administrateur, et un administrateur peut conclure un contrat de travail avec SABC, si ce contrat de travail correspond à un emploi effectif.

La conclusion d'un contrat de travail par un administrateur, est une convention réglementée soumise aux dispositions des articles 438 et suivants de l'Acte Uniforme.

#### *7.6.2. Modification des statuts de SABC*

L'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

### **7.7. Pouvoir du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission de titres**

Le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de SABC et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de SABC et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Dans les rapports avec les tiers, SABC est engagée même par les décisions du Conseil d'Administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le Conseil d'Administration peut confier à un ou plusieurs de ses membres tous mandats spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés. Il peut décider la création de comités, composés d'administrateurs chargés d'étudier les questions que lui-même ou son Président, soumet à leur examen pour avis.

### **7.8. Délégations au Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Néant

**7.9. Accords conclus par SABC étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle**

L'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de SABC.

**7.10. Accord prévoyant des indemnités pour les dirigeants, mandataires ou les principaux salariés de SABC en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Néant

**8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

*« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

Monsieur Emmanuel de Tailly,

Directeur Général de SABC

## ANNEXE 1 - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



### **Crowe HAF**

85 rue Edouard Vaillant  
92300 Levallois-Perret (Paris)

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

Fax +33 (0)1 45 19 72 18

[contact@crowe-haf.fr](mailto:contact@crowe-haf.fr)

[www.crowe-haf.fr](http://www.crowe-haf.fr)

# **RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE ANONYME DES BRASSERIES DU CAMEROUN INITIEE PAR LA SOCIETE DES BRASSERIES ET GLACIERES INTERNATIONALES**

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles  
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France  
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2019 Crowe HAF

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>Présentation de l'opération</b>	<b>5</b>
1.1	<u>Sociétés concernées par l'opération</u>	5
1.1.1	<u>Présentation de la société initiatrice</u>	5
1.1.2	<u>Présentation de la société objet de l'Offre</u>	5
1.1.2.1	<u>Activité du groupe SABC</u>	5
1.1.2.2	<u>Historique de SABC (anciennement Les Brasseries du Cameroun)</u>	6
1.1.2.3	<u>Actionnariat du groupe SABC</u>	7
1.1.2.4	<u>Structure juridique du groupe SABC</u>	7
1.1.2.5	<u>Description du marché et du contexte politique et économique</u>	8
1.1.2.6	<u>Comptes annuels historiques de SABC</u>	9
1.1.2.7	<u>Performance financière historique 2016-2018</u>	9
1.1.2.8	<u>Performance financière semestrielle juin 2018 – juin 2019</u>	13
1.1.2.9	<u>Equilibre bilanciel et trésorerie</u>	14
1.1.2.10	<u>Activité et chiffres clés de SEMC</u>	17
1.1.2.11	<u>Activité et chiffres clés de SOCAVER</u>	18
1.2	<u>Contexte, motifs et termes du projet d'Offre</u>	19
1.2.1	<u>Contexte et motifs de l'Offre</u>	19
1.2.2	<u>Termes de l'Offre</u>	20
<b>2</b>	<b>Présentation de l'expert indépendant</b>	<b>22</b>
2.1	<u>Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global</u>	22
2.1.1	<u>Présentation générale</u>	22
2.1.2	<u>Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »</u>	22
2.2	<u>Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois</u>	23
2.3	<u>Déclaration d'indépendance</u>	23
2.4	<u>Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers</u>	24
2.5	<u>Rémunération</u>	24
2.6	<u>Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise</u>	24
2.6.1	<u>Programme de travail</u>	24
2.6.2	<u>Calendrier de l'étude</u>	26
2.6.3	<u>Liste des personnes rencontrées</u>	26
2.6.4	<u>Informations utilisées</u>	26
<b>3</b>	<b>Éléments d'appréciation du prix proposé</b>	<b>28</b>
3.1	<u>Données structurant l'évaluation</u>	28
3.1.1	<u>Référentiel comptable</u>	28
3.1.2	<u>Structure du capital et nombre d'actions</u>	28
3.1.3	<u>Méthode d'évaluation par la somme des parties</u>	28
3.1.4	<u>Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</u>	28
3.1.4.1	<u>Dette nette « ajustée » SABC</u>	28
3.1.4.2	<u>Dette nette « ajustée » SEMC</u>	29

3.1.4.3	<u>Dettes nettes « ajustées » SOCAVER</u> .....	30
3.1.5	<u>Business plan et périmètre</u> .....	30
3.2	<u>Méthodes d'évaluation écartées pour SABC</u> .....	31
3.2.1	<u>Référence aux transactions récentes sur le capital</u> .....	31
3.2.2	<u>Référence à l'actif net comptable (ANC)</u> .....	31
3.2.3	<u>Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)</u> .....	31
3.2.4	<u>Méthode d'actualisation des dividendes futurs</u> .....	31
3.2.5	<u>Référence aux objectifs de cours des analystes</u> .....	32
3.2.6	<u>Référence au prix de revient des titres SABC dans les comptes de BGI</u> .....	32
3.3	<u>Méthodes d'évaluation écartées pour SOCAVER et SEMC</u> .....	33
3.3.1	<u>Référence à l'actif net comptable (ANC)</u> .....	33
3.3.2	<u>Référence au prix de revient des titres SOCAVER et SEMC dans les comptes de SABC</u> ...	33
3.3.3	<u>Référence au cours de bourse de SEMC</u> .....	33
3.4	<u>Méthodes d'évaluation retenues à titre principal</u> .....	34
3.4.1	<u>Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)</u> .....	34
3.4.1.1	<u>Définition de la méthode</u> .....	34
3.4.1.2	<u>Analyse du business plan de SABC</u> .....	34
3.4.1.3	<u>Analyse du business plan de SEMC</u> .....	37
3.4.1.4	<u>Analyse du business plan de SOCAVER</u> .....	38
3.4.1.5	<u>Détermination des flux de trésorerie nets disponibles</u> .....	39
3.4.1.6	<u>Détermination des taux d'actualisation</u> .....	39
3.4.1.7	<u>Calcul des valeurs terminales</u> .....	41
3.4.1.8	<u>Résultats chiffrés</u> .....	42
3.4.1.9	<u>Analyse de sensibilité</u> .....	43
3.4.2	<u>Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables</u> .....	43
3.4.2.1	<u>Valorisation des capitaux propres de SABC par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables</u> .....	43
3.4.2.2	<u>Valorisation des capitaux propres de SEMC par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables</u> .....	46
3.4.2.3	<u>Valorisation des capitaux propres de SOCAVER par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables</u> .....	48
3.4.2.4	<u>Somme des parties</u> .....	50
3.5	<u>Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire</u> .....	51
3.5.1	<u>Référence au cours de bourse de SABC</u> .....	51
3.5.1.1	<u>Analyse de la liquidité du cours de bourse</u> .....	51
3.5.1.2	<u>Analyse du cours de bourse de SABC</u> .....	52
3.5.1.3	<u>Calcul des différentes moyennes de cours de bourse</u> .....	53
3.5.2	<u>Méthode des multiples observés sur des transactions comparables</u> .....	54
3.5.2.1	<u>Choix de l'échantillon</u> .....	54
3.5.2.2	<u>Analyse des transactions</u> .....	54
3.5.2.3	<u>Multiples obtenus</u> .....	56
3.5.2.4	<u>Application de la méthode</u> .....	56
3.5.2.5	<u>Résultats</u> .....	56
3.5.2.6	<u>Somme des parties</u> .....	57
3.6	<u>Analyse des accords et engagements pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre</u> .....	57
3.6.1	<u>Pacte d'actionnaires relativement à SABC conclu entre BGI et SNI</u> .....	57
3.6.2	<u>Engagement d'apport à l'Offre de Heineken conclu avec BGI</u> .....	59
3.6.3	<u>Conclusion</u> .....	59

<b>4</b>	<b>Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur.....</b>	<b>60</b>
4.1	<u>Eléments d'appréciation du prix d'Offre</u> .....	60
4.1.1	<u>Méthodes d'évaluation écartées</u> .....	60
4.1.2	<u>Méthodes d'évaluation retenues</u> .....	60
4.1.2.1	<u>Méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties</u> .....	61
4.1.2.2	<u>Méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties</u> .....	63
4.1.2.3	<u>Méthode du cours de bourse</u> .....	64
<b>5</b>	<b>Conclusion sur le caractère équitable du prix offert .....</b>	<b>66</b>

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun le 7 novembre 2019 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre liée à la radiation des actions.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE  
PORTANT SUR LES ACTIONS DE  
LA SOCIETE ANONYME DES BRASSERIES DU CAMEROUN  
INITIEE PAR  
LA SOCIETE DES BRASSERIES ET GLACIERES INTERNATIONALES**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « OPAS »), offre liée à la radiation des actions conformément à l'article P 1.4.2 des règles particulières applicables aux marchés réglementés français d'Euronext Paris, visant les actions de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun (ci-après « SABC » ou la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'Initiateur qui détient 73,66% du capital et des droits de vote ayant des représentants au Conseil d'administration de la cible et en raison de l'existence de plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre.

Le prix proposé aux actionnaires de SABC dans le cadre de l'Offre s'établit à 128,50€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société, ses conseils et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

# Présentation de l'opération

## 1.1 Sociétés concernées par l'opération

### 1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La Société des Brasseries et Glacières Internationales (ci-après « BGI » ou « l'Initiateur »), qui détient 73,66% du capital et des droits de vote de SABC, est une société anonyme au capital de 37.328.800 euros dont le siège social est situé 49-51 rue François 1er, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 339.412.538.

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 ».

Le groupe Castel est un groupe français présent dans le secteur des boissons (vin et bière principalement). Créé en 1949 sous le nom de Castel Frères, le groupe Castel est aujourd'hui un des premiers producteurs de vins français au monde. Il possède notamment un nombre important de marques de vins ainsi que le caviste Nicolas.

Également présent en Afrique, le groupe est l'un des leaders pour la fabrication et la commercialisation de bières et boissons gazeuses en Afrique francophone.

### 1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

SABC, 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, au capital de 57.363.630.000 Francs CFA (ci-après « FCFA » et « MFCFA » pour millions de Francs CFA), soit 87,9m€<sup>5</sup>, 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. Les actions de SABC sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B) sous le code ISIN CM000003511.

#### 1.1.2.1 Activité du groupe SABC

SABC est le leader au Cameroun sur les marchés de la production et commercialisation de bières et de boissons gazeuses non alcoolisées avec plus de 70% de parts de marché. Elle commercialise également des boissons énergisantes et de l'eau.

SABC dispose d'un large portefeuille de marques qui 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, SABC a produit et commercialisé au total 8,8 millions d'hectolitres de bière, boissons gazeuses, de boissons énergisantes, d'alcool mix et d'eau.

SABC 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 au Cameroun, une verrerie

---

<sup>5</sup> Sur la base d'un taux de change euro/FCFA fixe de 1 euro pour 655,957 FCFA

spécialisée dans la fabrication du verre creux (Société Camerounaise de Verrerie, SOCAVER) et une société d'exploitation et d'embouteillage d'eau minérale naturelle (Société des Eaux Minérales du Cameroun, SEMC).

Spécialisée dans la fabrication du verre creux, SOCAVER dispose de deux fours qui peuvent produire annuellement 55 000 tonnes de verre fondu, grâce à une installation complètement automatisée. SOCAVER commercialise près de 100 marques de produits comprenant des bouteilles décorées et non décorées, des flacons et des pots et bocaux. SOCAVER réalise l'essentiel de son activité avec les entités du groupe (SABC et SEMC).

Première entreprise camerounaise d'exploitation et d'embouteillage d'eau minérale naturelle, SEMC a démarré l'exploitation et la commercialisation de l'eau minérale naturelle Source Tangui en octobre 1983. SEMC est aussi la première entreprise cotée à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (anciennement le Douala Stock Exchange). L'eau minérale naturelle Source Tangui bénéficie de l'assistance technique de Vichy St-Yorre. SEMC génère l'intégralité de son chiffre d'affaires avec SABC.

#### 1.1.2.2 Historique de SABC (anciennement Les Brasseries du Cameroun)

Fondée en 1948 au Cameroun, SABC procède à l'ouverture de son usine de Douala cette même année.

Dès mars 1950, elle réalise la fabrication de la première bière brassée au Cameroun, la « Bull Beer » et vend des premières boissons gazeuses (gamme soda) sur le territoire camerounais. En 1952 puis 1954, SABC lance sur le marché les bières Beaufort et Beaufort Spécial avant d'installer son usine de boissons gazeuses l'année suivante à Yaoundé.

Au cours des années 60, SABC poursuit sa croissance organique. Elle réalise ses premières fabrications en 1963 de la bière « 33 » Export et de Coca-Cola.

En 1966, elle met sur pied l'embouteillage de bière, ouvre une nouvelle usine de boissons gazeuses à Garoua et crée la Société Camerounaise de Verrerie (SOCAVER) à Douala qui sortira ses premières bouteilles qu'à compter de 1970.

L'année suivante, elle procède à de nouvelles ouvertures d'usine de boissons gazeuses (Bafoussam et d'Ombé dans le sud-ouest du pays) avant de créer la Société d'Applications Techniques au Cameroun (SATC) en juin 1967, société qu'elle détient aujourd'hui à 75%.

En 1968, une nouvelle brasserie voit le jour à Garoua. D'autres suivront en 1970 (Yaoundé) et 1971 (Bafoussam) alors qu'entre temps une nouvelle usine de boissons gazeuses ouvre à Bassa-Douala.

En décembre 1978, SABC est introduit en bourse sur le compartiment B d'Euronext Paris.

En janvier 1979, la Société des Eaux Minérales du Cameroun (SEMC) est créée. Elle démarre l'exploitation et la commercialisation de l'eau minérale naturelle Source Tangui qu'à compter d'octobre 1983.

Durant les années 80, la Société poursuit son développement. Elle réalise sa première fabrication de la gamme Schweppes en 1980 puis installe une nouvelle brasserie (Ndokoti) en 1984 et procède au premier embouteillage des boissons en boîte à Douala en 1986.

En 1990, le groupe BGI est racheté par le groupe Castel.

L'année suivante (1991), International Brasseries est racheté au groupe Fotso avant d'être fusionnée par voie d'absorption dans SABC en 1993.

Dans le cadre de cette fusion, Heineken devient actionnaire minoritaire dans le capital de SABC.

Au cours des années 2000, SABC va conclure un certain nombre de partenariats : avec le groupe Warsteiner et Nichols International (2008), avec Orangina (2010) et avec Pernod Ricard (2011).

L'année 2018, année du 70<sup>ème</sup> anniversaire de la Société, est marquée par l'installation de nouvelles lignes (boîte à l'usine de Ndokoti, PET dans les usines de Bafoussam et Koumassi),

l'inauguration d'un nouveau centre commercial à Ndokoti, l'extension du centre d'emballages de Garoua et des magasins produits de Ngaoundéré et d'Olembe.

En dépit de sa croissance, SABC évolue aujourd'hui dans un contexte géopolitique compliqué dont il est fait état ci-après et qui a impacté ses performances financières récentes.

#### 1.1.2.3 Actionnariat du groupe SABC

A la date du présent rapport, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Société des Brasseries et Glacières Internationales (BGI)	4 225 610	73,66%
Société Nationale d'Investissement du Cameroun (SNI)	573 727	10,00%
Heineken International BV	501 977	8,75%
Flottant	435 049	7,58%
<i>Actionnaires au nominatif</i>	<i>299 033</i>	<i>5,21%</i>
<i>Actionnaires au porteur</i>	<i>136 016</i>	<i>2,37%</i>
<b>Total</b>	<b>5 736 363</b>	<b>100,0%</b>

Source : site internet de la Société

#### 1.1.2.4 Structure juridique du groupe SABC

A la date du présent rapport, la Société détient plusieurs filiales et titres de participation dont :

- 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 métropolitaine d'investissement de Douala (SMID) à hauteur de 0,29%<sup>6</sup>.

La méthode d'évaluation principale retenue ci-après (l'approche par la somme des parties) consiste à valoriser SABC en revalorisant les titres des sociétés significatives et ayant une activité opérationnelle, comme évoqué en 3.1.3. En conséquence, nous avons réévalué les titres SEMC et SOCAVER sur la base de méthodes d'évaluation identiques à celles utilisées pour SABC.

Les titres FINADEI (holding financière) ont, quant à eux, été revalorisés et leur valeur réévaluée a été intégrée dans le calcul de la valeur des fonds propres de SABC.

Les titres Société d'application tech au Cameroun, société en sommeil, et Société métropolitaine d'investissement de Douala n'ont pas été revalorisés compte tenu, notamment, du caractère récent de l'investissement dans cette dernière mais ont été intégrés dans le calcul de la valeur des fonds propres de SABC.

SABC détient par ailleurs des participations provisionnées à 100% dans ses comptes dans les sociétés suivantes :

- Société des brasseries du Congo ;
- Société des Grands Hôtels du Cameroun ;
- Société hôtelière du nord Cameroun ;
- SAT plastique ;
- Stratégie de communication et promo ;

<sup>6</sup> La valeur des titres dans les comptes de SABC s'élevant à 10 MFCFA

- Société nouvelle du marché Madagascar.  
Celles-ci n'ont pas été réévaluées.

Au 31 décembre 2018 et à la date du présent rapport, le capital de SOCAVER se répartit comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
SABC	240 967	52,93%
Société des Brasseries et Glacières Internationales (BGI)	101 404	22,27%
Société Nationale d'Investissement du Cameroun (SNI)	91 773	20,16%
Autres actionnaires	21 140	4,64%
<b>Total</b>	<b>455 284</b>	<b>100,00%</b>

Source : Rapport du commissaire aux comptes de la société au 31/12/2018

Au 31 décembre 2018 et à la date du présent rapport, le capital de SEMC se répartit comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
SABC	109 518	56,90%
Société Nationale d'Investissement du Cameroun (SNI)	33 690	17,50%
Nestlé Waters France	10 888	5,66%
Autres actionnaires	10	0,01%
Flottant	38 367	19,93%
<b>Total</b>	<b>192 473</b>	<b>100,00%</b>

Source : Rapport des commissaires aux comptes de la société au 31/12/2018

#### 1.1.2.5 Description du marché et du contexte politique et économique

La Société évolue au Cameroun, marché mature mais très concurrentiel sur le marché des boissons.

Dans l'industrie brassicole, principale activité de la Société, SABC se partage le marché camerounais principalement avec deux autres acteurs que sont Guinness Cameroun S.A. et l'Union des Brasseries du Cameroun (UCB).

Le marché camerounais des boissons (bières, boissons gazeuses et eau notamment) dans lequel SABC évolue est sujet au contexte politique et économique du Cameroun.

En matière politique, l'année 2018 a été marquée par la réélection en octobre 2018 du président Paul BIYA pour un septième mandat avec 71,28% des voix.

Le contexte politique actuel au Cameroun est délicat avec la crise anglophone et la lutte contre Boko Haram qui touchent le pays depuis 2017 et qui s'est intensifiée en 2018.

Les violences dans les régions anglophones du Nord-Ouest et du Sud-Ouest ont généré, malgré l'intensification des opérations de démantèlement des camps sécessionnistes par les forces de sécurité et de défense, une crise humanitaire dans la zone avec 437.000 personnes déplacées dans le pays et 26.000 réfugiés au Nigéria. Sur le plan économique, le manque à gagner en termes de PIB pour le pays est évalué à 269 milliards de FCFA avec une perte de 6 milliards de FCFA de recettes fiscales et 6.434 emplois en voie de disparition.

En ce qui concerne Boko Haram, quand bien même l'armée continue de stabiliser la zone de l'extrême-nord du pays, ce qui a favorisé la reprise de l'activité entre le Nigéria au niveau du corridor Maiduguri-Bama-Banki-Amchidé, s'opère une poussée du groupe terroriste vers la région de l'Adamaoua.

Cette situation a freiné l'activité de la SABC qui a subi des destructions importantes de son matériel de production en plus de la fermeture des points de vente des distributeurs privés de ventes. La Société a enregistré 15 braquages, des véhicules incendiés (camions, pick-ups), des pertes en produits et emballages pour un coût qui s'élève à plus de 500 millions de FCFA. Devant les risques de kidnapping et les menaces journalières à l'encontre de leurs collaborateurs en service dans les deux régions, et pour garantir leur sécurité et celle de leurs familles, le groupe SABC a pris la décision de fermer certains de leurs centres de distribution à partir du mois de juin 2018 (Muyuka, Manfé, Kumba dans le Sud-Ouest ; Wum, Fundong, Kumbo, Nkambe dans le

Nord-Ouest). Les périodes de fermeture s'élevaient à date à 350 jours, soit un manque à gagner évalué à plus de 400 millions de francs CFA.

Ce contexte politique a eu pour conséquence également l'entrée frauduleuse de boissons en provenance du Nigéria.

Au niveau économique, l'activité a timidement repris en 2018 avec la production et la remontée des cours du pétrole brut, l'accélération de la mise en œuvre de réformes économiques, monétaires et financières ainsi que les programmes conclus avec le FMI. Ce dernier a évalué la croissance du Cameroun à 4% en 2018 contre 3,2% en 2017.

La loi de finances 2019 votée au parlement camerounais en décembre 2018 a accru la pression fiscale en consacrant une nouvelle mesure fiscale au calcul du droit d'accises auquel sont astreintes les industries brassicoles. De fait, cette nouvelle disposition aboutit sur un impact moyen allant de 70 à 115 FCFA par bouteille actuellement vendue à 600 FCFA. Plus encore, cette incidence financière des droits d'accises, couplée à d'autres impôts tels que la TVA (19,25%) et le précompte de 2,2%, ont un « *impact total moyen qui se situe entre 85 et 140 francs CFA par bouteille* », selon la Cameroon Alcohol Producers Association (CAPA).

Par voie de conséquence, les principales industries brassicoles du Cameroun ont publié le 1<sup>er</sup> mars 2019, la liste des nouveaux tarifs de leurs produits. Si le prix de certaines boissons est resté inchangé, ce n'est pas le cas pour d'autres qui ont connu une légère augmentation.

C'est dans ce contexte politique et pour cause de retard dans les infrastructures du pays que la Coupe d'Afrique Nations, qui devait être accueillie par le Cameroun en 2019, a été transférée à l'Egypte (le Cameroun devant accueillir l'édition 2021), générant un manque à gagner important pour SABC en termes d'activité en 2019.

#### 1.1.2.6 Comptes annuels historiques de SABC

En complément de ses comptes consolidés, SABC publie des comptes annuels historiques qui sont des comptes sociaux qui n'intègrent pas l'activité des filiales du groupe (notamment SOCAVER et SEMC) et intègrent les flux existants avec ces entités.

Il est précisé que le groupe SABC constitué par SABC, SOCAVER (filiale détenue à 52,93% par SABC), SEMC (filiale détenue à 56,90% par SABC) et les autres sociétés listées en 1.1.2.4 du présent rapport, établit et publie des comptes consolidés au niveau de la société assujettie à l'obligation de production des comptes consolidés, à savoir SABC sur la base des comptes de l'ensemble de ces sociétés. Nous n'avons pas retenu les comptes consolidés dans le cadre de nos travaux de valorisation, les trois sociétés principales du groupe (SABC, SOCAVER et SEMC) opérant sur des marchés un peu distincts et pouvant être valorisés par une somme des parties.

Les chiffres clés de SOCAVER et SEMC qui sont les principales filiales du groupe et qui sont évaluées de façon distincte dans l'approche par la somme des parties, sont présentés de manière distincte en 1.1.2.9 et 1.1.2.10 du présent rapport.

#### 1.1.2.7 Performance financière historique 2016-2018

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices, tel qu'il ressort des comptes sociaux de la Société, se présente comme suit :

<b>SABC - Compte de résultat - 12 mois</b>			
<b>En MFCFA</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>338 200</b>	<b>335 024</b>	<b>345 683</b>
<i>% de croissance</i>	<i>n/a</i>	<i>-0,9%</i>	<i>3,2%</i>
Achat de marchandises & variation de stocks	-14 514	-7 581	-10 734
<i>En % du CA</i>	<i>-4,3%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-3,1%</i>
Production stockée	-260	1 688	-743
Achat de matières premières & variation de stocks	-76 250	-74 382	-66 405
<i>En % du CA</i>	<i>-22,5%</i>	<i>-22,2%</i>	<i>-19,2%</i>
Autres achats & variation de stocks	-83 913	-86 998	-89 906
<i>En % du CA</i>	<i>-24,8%</i>	<i>-26,0%</i>	<i>-26,0%</i>
<b>Marge brute</b>	<b>163 263</b>	<b>167 751</b>	<b>177 895</b>
<i>En % du CA</i>	<i>48,3%</i>	<i>50,1%</i>	<i>51,5%</i>
Transports	-33 040	-29 108	-24 595
<i>En % du CA</i>	<i>-9,8%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-7,1%</i>
Services extérieurs	-39 328	-41 790	-43 641
<i>En % du CA</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>-12,6%</i>
Impôts et taxes	-5 440	-10 064	-9 878
Charges de personnel	-36 060	-40 345	-39 886
<i>En % du CA</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-11,5%</i>
Autres produits & transfert de charges	6 628	21 979	10 255
Autres charges	-3 717	-5 388	-3 157
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>52 305</b>	<b>63 035</b>	<b>66 992</b>
<i>En % du CA</i>	<i>15,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,4%</i>
Dotations aux amortissements	-27 807	-29 304	-29 124
<i>En % du CA</i>	<i>-8,2%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-8,4%</i>
Dotations aux provisions	-4 998	-6 208	-6 426
Reprises sur provisions et dépréciations	4 163	9 431	8 725
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>23 662</b>	<b>36 954</b>	<b>40 168</b>
<i>En % du CA</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,6%</i>
Résultat financier	122	-4 630	-1 020
Résultat exceptionnel	74	-1 589	-281
Impôt sur les sociétés	-10 607	-8 797	-13 192
<i>Taux d'IS effectif</i>	<i>-44,5%</i>	<i>-28,6%</i>	<i>-33,9%</i>
<b>Résultat net</b>	<b>13 251</b>	<b>21 938</b>	<b>25 674</b>

Source : Etats financiers annuels au 31 décembre 2016, 2017 et 2018 de SABC, management

#### Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires de SABC est constitué principalement de ventes de bières, de boissons gazeuses, d'eau minérale et d'alcool mix.

En 2018, le chiffre d'affaires de SABC s'élève à 345.683 MFCFA pour une production totale vendue de 8,8 millions d'hectolitres de boissons alcoolisées et non alcoolisées.

Le tableau ci-dessous récapitule les volumes vendus par la SABC en 2017 et 2018 par type de produit.

	<b>Ventes 2017</b>		<b>Ventes 2018</b>		<b>Croissance 2017/2018</b>
	<b>Volumes (khL)</b>	<b>% du volume total</b>	<b>Volumes (khL)</b>	<b>% du volume total</b>	
Bières	4 918	57,7%	4 771	54,4%	-3,0%
Boissons gazeuses	2 767	32,5%	2 884	32,9%	4,2%
Eau	83	1,0%	103	1,2%	24,1%
Autre	350	4,1%	361	4,1%	3,1%
Négoce	409	4,8%	659	7,5%	61,1%
<b>Total</b>	<b>8 527</b>	<b>100,0%</b>	<b>8 777</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,9%</b>

Après avoir connu un très léger recul en 2017 (-0,9%), le chiffre d'affaires de SABC a augmenté de 3,2% en 2018 par rapport à 2017. Cette croissance est portée par la hausse des volumes vendus en 2018 par rapport à 2017 de 2,9%.

Les ventes de bières, qui représentent plus de la moitié du volume total de ventes, ont reculé en 2018 (-3,0%). Cette baisse a été plus que compensée par une croissance des volumes vendus de boissons gazeuses (+4,2%) liée notamment à l'excellente performance du D'jino et du Vimto, et par la croissance importante de l'activité négoce qui a augmenté de 61,1% en 2018. Cette dernière s'explique par la hausse enregistrée sur les ventes d'eaux minérales (612 khL en 2018 contre 375 khL en 2017) et de bières Heineken (28 khL en 2018 contre 23 khL en 2017).

Les prix sont, quant à eux, restés stables sur la période.

### La marge brute

La marge brute de SABC s'élève à 177.895 MFCFA en 2018 contre 163.263 MFCFA en 2016. Elle intègre les postes de charges suivants :

- Les achats de marchandises (10.734 MFCFA en 2018) tels que l'eau minérale ou la bière Heineken,
- Les achats de matières premières (66.405 MFCFA en 2018) incluent des matières premières comme le malt, le griz de maïs, etc,
- Les autres achats (89.906 MFCFA en 2018) incluent principalement les achats de matières consommables de production (bières, boissons gazeuses, préformes) pour 24.844 MFCFA, de consommation à soi-même des préformes fabriquées par SABC pour 15.088 MFCFA, des achats de fourniture d'atelier, d'usine et de magasin pour 9.550 MFCFA, des achats de matières consommables de conditionnement pour 7.667 MFCFA et des achats de matières combustibles pour 7.610 MFCFA.

La marge brute représente 51,5% du chiffre d'affaires en 2018 contre 48,3% en 2016. Cette augmentation est principalement liée à la baisse des achats de matières premières qui ont représenté 19,2% en 2018 contre 22,2% en 2017 et 22,5% en 2016. Cette baisse des achats de matières premières résulte d'une meilleure efficacité dans l'utilisation des intrants de production et d'une diminution du prix moyen d'achat de certaines matières premières principales comme le malt (355F/kg en 2018 contre 362F/kg en 2017) et du griz de maïs (359F/kg en 2018 contre 370F/kg en 2017).

### L'Excédent Brut d'Exploitation

L'excédent brut d'exploitation (ci-après l' « EBE ») de SABC s'élève à 66.992 MFCFA en 2018 contre 52.305 MFCFA en 2016. Cet agrégat comprend notamment des charges de services extérieurs (12,6% du chiffre d'affaires en 2018), des charges de personnel (11,5% du chiffre d'affaires) et des frais de transport (7,1% du chiffre d'affaires).

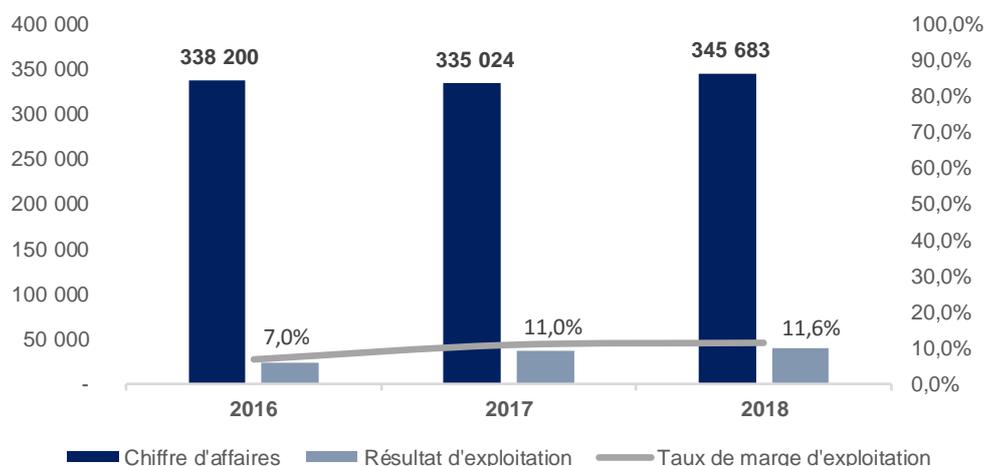
L'excédent brut d'exploitation représente 19,4% du chiffre d'affaires 2018 contre 15,5% du chiffre d'affaires en 2016. L'augmentation de la marge d'EBE résulte de la hausse de la marge brute combinée à la diminution des frais de transport. Elle découle également de l'évolution des autres produits et transferts de charges, les autres produits étant essentiellement composés de reprises de provisions pour dépréciation sur stock de matières premières et sur le risque client, et intégrant en 2017 une reprise de provision sur créance en compte courant sur SOEGUIBE (groupe BGI) de 11,3 MdFCFA suite à la cession de cette créance à SOBRAGA.

L'excédent brut d'exploitation dégagé provient en grande majorité de l'activité « bières ».

### Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation de SABC s'élève à 40.168 MFCFA en 2018 contre 23.662 MFCFA en 2016. Celui-ci évolue corrélativement à l'excédent brut d'exploitation, les amortissements, ne

variant pas significativement et restant compris entre 8,2% à 8,7% du chiffre d'affaires entre 2016 et 2018.



### Le résultat financier

Le résultat financier de la Société est négatif et s'élève à -1.020 MFCFA en 2018 contre -4.630 MFCFA en 2017 et 122 MFCFA en 2016.

Cette hausse du résultat financier en 2018 par rapport à 2017 découle notamment du mali de fusion enregistré en 2017 à la suite de l'absorption de l'Ex-SIAC par SABC (4.217 MFCFA).

Cette hausse du résultat financier a néanmoins été atténuée, les revenus des titres de participation (dividendes reçus de la filiale SOCAVER) ayant baissé de moitié entre 2017 et 2018.

### Le résultat net

Pour l'exercice clôturant au 31 décembre 2018, le résultat net s'élève à 25.674 MFCFA contre 13.251 MFCFA en 2016 après prise en compte d'une charge d'impôt sur les bénéfices s'élevant à 13.192 MFCFA en 2018 contre une charge d'impôts de 10.607 MFCFA en 2016 (soit un taux effectif de 33,9% en 2018 contre 44,5% en 2016).

### EBITDA<sup>7</sup> et EBIT<sup>8</sup>

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé un multiple d'EBITDA et d'EBIT afin de valoriser la Société par la méthode des multiples. Par conséquent, nous avons retraité le compte de résultat historique de certains éléments afin d'extérioriser un EBITDA et un EBIT de SABC sur les années historiques, retraitements que nous avons également effectué sur les agrégats prévisionnels du plan d'affaires. Ces retraitements nous permettent d'avoir des agrégats qui répondent aux définitions des normes internationales et qui sont plus comparables aux EBITDA et aux EBIT des sociétés comparables retenues dans nos échantillons pour les multiples de comparables boursiers et de transactions comparables.

Ainsi, le tableau suivant présente pour l'année 2018 le passage de l'excédent brut d'exploitation présenté dans les états financiers de la Société à l'EBITDA et du résultat d'exploitation à l'EBIT :

<sup>7</sup> Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization

<sup>8</sup> Earnings Before Interest & Tax

SABC - Passage de l'EBE et du REX à l'EBITDA et l'EBIT	
En MFCFA	31/12/2018
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>66 992</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	19,4%
- Dotations aux amortissements	-29 124
- Dotations aux provisions exploitations	-6 426
+ Reprises sur provisions et dépréciations	8 725
<b>Résultat d'exploitation (REX)</b>	<b>40 168</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	11,6%
- Retraitement de reprises sur provisions et autres dettes à caractère exceptionnel	-6 718
<i>dont reprises de provisions pour risques fiscaux et douaniers</i>	-3 561
<i>dont reprises de provisions pour renouvellement du matériel</i>	-3 379
<i>dont autres retraitements</i>	222
<b>EBIT</b>	<b>33 450</b>
<i>Marge d'EBIT</i>	9,7%
+ Dotations aux amortissements	29 124
<b>EBITDA</b>	<b>62 574</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	18,1%

Le taux de marge d'EBIT s'élève ainsi à 9,7% en 2018.

Le taux de marge d'EBITDA s'élève ainsi à 18,1% en 2018.

#### 1.1.2.8 Performance financière semestrielle juin 2018 – juin 2019

Le compte de résultat synthétique de SABC au 30 juin 2018 et 2019, tel qu'il ressort des comptes sociaux de la Société, se présente comme suit :

SABC - Compte de résultat semestriel - 6 mois		
En MFCFA	30/06/2018	30/06/2019
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>172 737</b>	<b>155 241</b>
<i>% de croissance</i>	<i>n/a</i>	-10,1%
Achat de marchandises & variation de stocks	-5 020	-5 365
<i>En % du CA</i>	-2,9%	-3,5%
Production stockée	3 102	1 938
Achat de matières premières & variation de stocks	-36 356	-34 462
<i>En % du CA</i>	-21,0%	-22,2%
Autres achats & variation de stocks	-44 216	-34 782
<i>En % du CA</i>	-25,6%	-22,4%
<b>Marge brute</b>	<b>90 248</b>	<b>82 569</b>
<i>En % du CA</i>	52,2%	53,2%
Transports	-13 403	-8 687
<i>En % du CA</i>	-7,8%	-5,6%
Services extérieurs	-20 362	-19 013
<i>En % du CA</i>	-11,8%	-12,2%
Impôts et taxes	-4 606	-3 522
Charges de personnel	-20 631	-20 389
<i>En % du CA</i>	-11,9%	-13,1%
Autres produits & transfert de charges	6 152	3 388
Autres charges	-4 667	-1 283
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>32 731</b>	<b>33 064</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	18,9%	21,3%
Dotations aux amortissements	-14 226	-14 097
<i>En % du CA</i>	-8,2%	-9,1%
Dotations aux provisions	-1 634	-10 453
Reprises pour provisions et dépréciations	5 494	5 177
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>22 365</b>	<b>13 690</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	12,9%	8,8%
Résultat financier	-582	-554
Résultat exceptionnel	4	18
Impôt sur les sociétés	-7 241	-6 280
<i>Taux d'IS effectif</i>	-33,2%	-47,7%
<b>Résultat net</b>	<b>14 545</b>	<b>6 875</b>

Source : Etats financiers semestriels au 30 juin 2019 et 2018 de SABC, management

### Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires de SABC au 30 juin 2019 s'élève à 155.241 MFCFA contre 172.737 MFCFA au 30 juin 2018.

Cette baisse de chiffre d'affaires s'explique principalement par une baisse de la production vendue (-3,4% en volume) ainsi que 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.

### Excédent Brut d'Exploitation :

L'excédent brut d'exploitation s'élève à 33.064 MFCFA au 30 juin 2019 contre 32.731 MFCFA au 30 juin 2018 et représente 21,3% du chiffre d'affaires contre 18,9% au 30 juin 2018.

L'augmentation du niveau de marge d'EBE (+230 points de base) est expliquée par une économie réalisée sur les coûts de transport non facturés du fait du changement de modèle de distribution, car redescendus au niveau des distributeurs spécialisés.

### Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation de SABC s'élève à 13.690 MFCFA (8,8% du CA) au 30 juin 2019 contre 22.365 MFCFA (12,9% du CA) au 30 juin 2018.

En dépit de la hausse de l'excédent brut d'exploitation, le taux de marge d'exploitation est en forte baisse sur la période (-410 points de base), ce qui s'explique principalement par la comptabilisation d'une provision fiscale pour un montant de 8,5 MdFCFA faisant suite à la vérification générale de comptabilité (VGC) dont a fait l'objet la Société sur les exercices 2016 et 2017.

### Le résultat net

Après prise en compte du résultat financier (-554 MFCFA) principalement constitué des frais financiers relatifs aux emprunts bancaires, du résultat exceptionnel (18 MFCFA) ainsi que de l'impôt sur les sociétés reconnu sur la période, le résultat net de SABC au 30 juin 2019 s'élève à 6.875 MFCFA contre 14.545 MFCFA au 30 juin 2018.

#### 1.1.2.9 Equilibre bilanciel et trésorerie

#### Bilan économique (comptes sociaux)

<b>SABC - Bilan économique</b>				
<b>En MFCFA</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>30/06/2019</b>
Immobilisations incorporelles	13 735	13 239	13 000	12 930
Immobilisations corporelles	156 546	159 672	152 729	144 156
Immobilisations financières	17 581	3 249	3 277	3 277
<i>dont titres SOCAVER</i>	1 500	1 500	1 500	1 500
<i>dont titres SEMC</i>	570	570	570	570
<b>Actif immobilisé</b>	<b>187 863</b>	<b>176 160</b>	<b>169 006</b>	<b>160 362</b>
Actifs circulants	82 767	112 534	96 599	102 879
Passifs circulants	-103 867	-92 785	-84 828	-84 614
<b>Besoin en fonds de roulement</b>	<b>-21 100</b>	<b>19 749</b>	<b>11 771</b>	<b>18 265</b>
<b>Comptes-courants débiteurs filiales</b>	<b>33 386</b>	<b>5 802</b>	<b>10 858</b>	<b>8 008</b>
<b>Actifs circulants H.A.O</b>	<b>0</b>	<b>4 077</b>	<b>2 793</b>	<b>2 796</b>
<b>Capitaux employés</b>	<b>200 148</b>	<b>205 787</b>	<b>194 428</b>	<b>189 431</b>
Capital social	57 364	57 364	57 364	57 364
Primes d'émission et réserves	58 564	65 678	74 594	85 239
Résultat net	13 251	21 938	25 674	6 875
<b>Capitaux propres</b>	<b>129 179</b>	<b>144 979</b>	<b>157 632</b>	<b>149 478</b>
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>39 205</b>	<b>22 175</b>	<b>23 411</b>	<b>30 488</b>
Dette financière	48 647	38 245	36 343	28 149
Trésorerie	-20 815	-16 822	-37 622	-31 732
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) net</b>	<b>27 833</b>	<b>21 423</b>	<b>-1 279</b>	<b>-3 584</b>
<b>Dettes circulantes H.A.O*</b>	<b>3 931</b>	<b>315</b>	<b>1 149</b>	<b>1 363</b>
<b>Autres dettes**</b>	<b>0</b>	<b>16 894</b>	<b>13 515</b>	<b>11 686</b>
<b>Capitaux investis</b>	<b>200 148</b>	<b>205 787</b>	<b>194 428</b>	<b>189 431</b>

H.A.O : Hors Activités Ordinaires

\* Dont compte-courants créditeurs et dividendes à payer

\*\* Provisions pour renouvellement de matériel (ajustement lié au changement de traitement comptable)

Source : Etats financiers annuels 2016, 2017 et 2018 et semestriels au 30 juin 2019 de SABC

Au 30 juin 2019, l'actif immobilisé se compose essentiellement d'immobilisations corporelles qui s'établissent à 144.156 MFCFA. Elles incluent notamment le matériel industriel (97.795 MFCFA) et les bâtiments (21.722 MFCFA). L'actif immobilisé est en baisse au 30 juin 2019 malgré quelques investissements comme l'achat de nouveaux terrains pour les centres de distribution (604 MFCFA), l'acquisition d'une nouvelle ligne d'embouteillage RGB (460 MFCFA) et l'achat de nouveaux équipements pour la salle à brasser de Koumassi et pour des stations de traitement des eaux (659 MFCFA).

Les immobilisations incorporelles s'élèvent à 12.930 MFCFA au 30 juin 2019 et sont constituées principalement de fonds commercial (12.771 MFCFA).

Les immobilisations financières s'établissent à 3.277 MFCFA et comprennent principalement les titres SOCAVER (1.500 MFCFA), les titres FINADEI (781 MFCFA) et les titres SEMC (570 MFCFA).

Le besoin en fonds de roulement est analysé ci-après.

Les capitaux propres de SABC s'élèvent à 149.478 MFCFA au 30 juin 2019. Ils sont composés de :

- un capital social de 57.364 MFCFA, divisé en 5.736.363 actions de 10.000 FCFA chacune entièrement libérées. La dernière augmentation de capital date du 11 juin 2014,
- de primes, réserves et report à nouveau qui s'élèvent à 85.239 MFCFA,
- du résultat de la période qui s'établit à 6.875 MFCFA au 1<sup>er</sup> semestre 2019.

Leur évolution depuis le 31 décembre 2016 découle des résultats réalisés sur l'exercice 2017 (21.938 MFCFA), 2018 (25.674 MFCFA) et au cours du premier semestre 2019 (6.875 MFCFA)

et des dividendes versés depuis 2017 (3.442 MFCFA, 13.022 MFCFA et 15.029 MFCFA décidés lors des assemblées générales du 7/12/2017, du 16/05/2018 et 15/05/2019).

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 30.488 MFCFA au 30 juin 2019 contre 23.411 MFCFA au 31 décembre 2018. Elles se composent principalement au 30 juin 2019 de provisions pour indemnité de fin de carrière (17.484 MFCFA), de provisions pour faire face aux risques fiscaux et douaniers et aux contentieux sociaux (9.321 MFCFA) et de provisions pour litiges commerciaux et sociaux (3.291 MFCFA).

La trésorerie nette de SABC s'élève à 3.584 MFCFA au 30 juin 2019. Elle est principalement constituée d'une trésorerie de 31.732 MFCFA et d'emprunts auprès des établissements de crédit et de soldes débiteurs de banque de 28.149 MFCFA. La trésorerie nette de SABC est donc excédentaire au 30 juin 2019.

La structure financière de la Société est en conclusion solide.

#### Besoin en fonds de roulement (Comptes sociaux)

<b>SABC - BFR<sup>1</sup></b>			
<b>En MFCFA</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>30/06/2019</b>
Stocks	73 351	71 613	67 781
<i>en jours de CA</i>	<i>84 jours</i>	<i>83 jours</i>	<i>80 jours</i>
Créances clients	11 328	7 371	13 513
<i>en jours de CA</i>	<i>13 jours</i>	<i>9 jours</i>	<i>16 jours</i>
Autres créances	27 855	17 616	21 585
<i>en jours de CA</i>	<i>32 jours</i>	<i>20 jours</i>	<i>25 jours</i>
<b>Actifs circulants</b>	<b>112 534</b>	<b>96 599</b>	<b>102 879</b>
Dettes fournisseurs	-44 331	-40 349	-38 549
<i>en jours de CA</i>	<i>-51 jours</i>	<i>-47 jours</i>	<i>-45 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-30 477	-30 364	-29 627
<i>en jours de CA</i>	<i>-35 jours</i>	<i>-35 jours</i>	<i>-35 jours</i>
Autres dettes	-17 978	-14 115	-16 438
<i>en jours de CA</i>	<i>-21 jours</i>	<i>-16 jours</i>	<i>-19 jours</i>
<b>Passifs circulants</b>	<b>-92 785</b>	<b>-84 828</b>	<b>-84 614</b>
<b>BFR</b>	<b>19 749</b>	<b>11 771</b>	<b>18 265</b>
<b>CA<sup>2</sup> Reporting</b>	<b>319 731</b>	<b>314 458</b>	<b>155 241</b>
<b>BFR en jours de CA Reporting</b>	<b>22,5 jours</b>	<b>13,7 jours</b>	<b>21,5 jours</b>
<b>BFR en % de CA Reporting</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,9%</b>

<sup>1</sup> Hors créances / dettes intercompagnies et ajustements liés au changement de traitement comptable (révision du SYSCOHADA)

<sup>2</sup> Chiffre d'affaires en vision reporting management

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») sur la période observée, SABC ayant des délais de rotation de stock de plusieurs mois. Afin de neutraliser les opérations financières liées à des décisions de groupe (avances en comptes courants) et les écritures comptables sans effet cash (ajustements liés au changement de méthode comptable) impactant le BFR, l'analyse ci-dessous est réalisée retraitée de ces éléments.

Le BFR de SABC, au 30 juin 2019, se compose principalement des stocks (matières premières, produits finis et autres approvisionnements), des dettes fournisseurs et des dettes fiscales et sociales (notamment droit d'accises à payer pour 10.670 MFCFA), les autres composantes étant moins significatives.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de créances clients, autres créances (créances fiscales et sociales) et autres dettes (principalement composées d'avoirs à émettre).

Le BFR de SABC s'établit respectivement à 22,5 jours, 13,7 jours et 21,5 jours de chiffre d'affaires au 31/12/2017, 31/12/2018 et 30/06/2019. Le délai de rotation de stock est en légère décroissance sur la période allant du 31/12/2017 au 30/06/2019. En effet, il y a eu une baisse de 5 MdFCFA des stocks en cours de route d'importation entre le 31/12/2018 et le 30/06/2019. Quant aux dettes fournisseurs, nous constatons une réduction du délai fournisseurs sur la période allant du 31/12/2017 au 30/06/2019. Cette diminution est liée en partie à une baisse du solde de factures non parvenues (FNP) qui s'explique par l'annulation des FNP de plus de trois ans et de celles dont les paiements ne sont pas réclamés par les fournisseurs. Par ailleurs, le niveau des dettes fiscales et sociales reste stable et représente 35 jours de chiffre d'affaires sur la période. Enfin, l'augmentation importante du délai client constaté au 30/06/2019 par rapport au 31/12/2018 (+7 jours de chiffre d'affaires) est liée à des crédits week-end de 2 MdFCFA accordées aux grossistes, des découverts d'amorçage de 1 milliards et des créances clients des sociétés SOCAVER (1.100 millions) et SEMC (999 millions).

Un niveau de BFR proche de 5,2% du chiffre d'affaires considéré comme normatif, en concertation avec la direction financière de SABC correspondant au niveau moyen du BFR observé entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2019.

#### 1.1.2.10 Activité et chiffres clés de SEMC

La Société des Eaux Minérales du Cameroun (SEMC) est la première entreprise camerounaise d'exploitation et d'embouteillage d'eau minérale naturelle. Créée en 1979, elle a démarré l'exploitation et la commercialisation de l'eau minérale naturelle Source Tangui en octobre 1983. La SEMC est également la première entreprise cotée à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale.

SEMC clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Les chiffres clés de la filiale sur les trois derniers exercices et au 30 juin 2019, tels qu'ils ressortent des comptes sociaux de SEMC, se présentent comme suit :

SEMC - Chiffres clés				
En MFCFA	2016	2017	2018	2019 (6 mois)
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>9 356</b>	<b>6 230</b>	<b>6 469</b>	<b>4 276</b>
<i>% de croissance</i>	<i>n/c</i>	<i>-33,4%</i>	<i>3,8%</i>	<i>n/c</i>
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>1 693</b>	<b>648</b>	<b>1 242</b>	<b>1 037</b>
<i>En % du CA</i>	<i>18,1%</i>	<i>10,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>24,3%</i>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>192</b>	<b>-497</b>	<b>-325</b>	<b>376</b>
<i>En % du CA</i>	<i>2,1%</i>	<i>-8,0%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>8,8%</i>
<b>Résultat net</b>	<b>-316</b>	<b>-937</b>	<b>-800</b>	<b>96</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>2 354</b>	<b>1 417</b>	<b>617</b>	<b>714</b>
<b>Endettement</b>	<b>7 085</b>	<b>5 755</b>	<b>7 745</b>	<b>7 363</b>
<i>dont Emprunts et dettes financières</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>dont crédit court terme bancaire</i>	<i>2 386</i>	<i>2 002</i>	<i>2 032</i>	<i>2 012</i>
<i>dont compte-courant créditeur SABC</i>	<i>4 698</i>	<i>3 753</i>	<i>5 713</i>	<i>5 351</i>
<b>Trésorerie</b>	<b>949</b>	<b>41</b>	<b>3</b>	<b>1 262</b>
Effectif moyen de la période	73	72	62	59

Source : Comptes annuels 2016, 2017 et 2018

*n/c : non communiqué*

Le chiffre d'affaires de SEMC s'élève à 6.469 MFCFA en 2018 contre 6.230 MFCFA en 2017 et 9.356 MFCFA en 2016. La baisse importante du chiffre d'affaires observé sur l'exercice 2017 par rapport à 2016 (-33,4%) est liée principalement à l'arrêt des ventes ex Works, du temps nécessaire au transfert sur le circuit de distribution de SABC, du retard de lancement de l'eau « Vitale », à une concurrence toujours très forte en termes de promotion, à l'arrêt des achats d'ECOLOG pour la République centrafricaine (suite à une production locale d'eau dans ce pays) et au déclin du parfum citron. L'activité de SEMC a légèrement repris en 2018 avec une croissance enregistrée de 3,8% par rapport à 2017. Ainsi, SEMC a vendu 613 khL d'eaux embouteillées en 2018 soit 12% de plus que par rapport à 2017, principalement en raison de la forte progression de la Vitale en bidon de 10 litres. SEMC a également lancé de nouveaux

produits en 2018 comme les sirops menthe et grenadine en juin 2018 et la Vitale en 0,5 litre en novembre 2018.

Le résultat d'exploitation de SEMC s'établit à -325 MFCFA en 2018 contre 192 MFCFA en 2016. La baisse importante de la marge d'exploitation en 2017 (qui s'établit à -8,0%) est en lien avec le recul des ventes de SEMC, les charges fixes n'ayant pas baissé proportionnellement au chiffre d'affaires. Les charges d'exploitation de l'exercice 2018 comprennent essentiellement des achats de matières consommables (3.354 MFCFA), les dotations aux amortissements et aux provisions (1.714 MFCFA) et les charges de personnel (869 MFCFA).

L'EBITDA retenu pour SEMC dans le cadre de nos travaux de valorisation s'apparente à l'EBE tel qu'il ressort des états financiers historiques.

SEMC, dont les capitaux propres s'élèvent à 714 MFCFA au 30 juin 2019, dispose d'une dette financière de 7.363 MFCFA (dont 5.351 MFCFA d'avances de trésorerie accordées par SABC et 2.012 MFCFA de crédit court terme accordé par la Société Générale du Cameroun). La société dispose d'une trésorerie de 1.262 MFCFA. L'exercice 2018 s'étant soldé par une perte de 800 MFCFA, SEMC n'a pas distribué de dividendes au titre de cet exercice.

#### 1.1.2.11 Activité et chiffres clés de SOCAVER

La Société Camerounaise de Verrerie (SOCAVER), a été créée en 1966 à Douala et est l'unique verrerie de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC). Spécialisée dans la fabrication du verre creux avec des produits comprenant des bouteilles, des flacons et des pots et bocaux, SOCAVER dispose de deux fours qui peuvent produire annuellement 55.000 tonnes de verre fondu, grâce à une installation complètement automatisée.

SOCAVER clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Les chiffres clés de la filiale sur les trois derniers exercices et au 30 juin 2019, tels qu'ils ressortent des comptes sociaux de SOCAVER, se présentent comme suit :

SOCAVER - Chiffres clés				
En MFCFA	2016	2017	2018	2019 (6 mois)
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>22 465</b>	<b>23 705</b>	<b>16 492</b>	<b>3 683</b>
<i>% de croissance</i>	<i>n/c</i>	<i>5,5%</i>	<i>-30,4%</i>	<i>n/c</i>
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>4 572</b>	<b>7 152</b>	<b>3 763</b>	<b>-2 303</b>
<i>En % du CA</i>	<i>20,4%</i>	<i>30,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>-62,5%</i>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>4 349</b>	<b>3 120</b>	<b>673</b>	<b>-3 086</b>
<i>En % du CA</i>	<i>19,4%</i>	<i>13,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>-83,8%</i>
<b>Résultat net</b>	<b>2 921</b>	<b>2 038</b>	<b>97</b>	<b>-3 310</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>18 233</b>	<b>18 235</b>	<b>17 421</b>	<b>14 111</b>
<b>Endettement</b>	<b>7 977</b>	<b>5 102</b>	<b>7 087</b>	<b>8 725</b>
<i>dont Emprunts et dettes financières</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>3 003</i>
<i>dont crédit court terme bancaire</i>	<i>2 308</i>	<i>3 160</i>	<i>2 005</i>	<i>3 108</i>
<i>dont compte-courant créditeur SABC</i>	<i>5 669</i>	<i>1 942</i>	<i>5 082</i>	<i>2 614</i>
<b>Trésorerie</b>	<b>1 015</b>	<b>1 815</b>	<b>503</b>	<b>1 168</b>
Effectif moyen de la période	236	249	222	227

Source : Comptes annuels 2016, 2017 et 2018

*n/c : non communiqué*

Le chiffre d'affaires de SOCAVER s'élève à 16.492 MFCFA en 2018 contre 22.465 MFCFA en 2016. La croissance du chiffre d'affaires constatée sur la période 2016/2017 de 5,5% est liée à une meilleure production de bouteilles et casiers qu'initialement budgété. En revanche, le chiffre d'affaires en 2018 a chuté par rapport à 2017 (-30,4%). En effet, la production a atteint 36.700 tonnes en 2018 contre 49.800 tonnes en 2017 liée notamment à l'arrêt d'un four en mai 2018. Par ailleurs, SOCAVER a produit 538.000 casiers au cours de l'exercice 2018 contre 1.842.000 casiers en 2017. L'activité casiers en 2018 a notamment été impactée par l'export qui a diminué de 82% par rapport à 2017 (-460.000 unités).

Le résultat d'exploitation de SOCAVER s'élève à 673 MFCFA en 2018 (marge d'exploitation de 4,1%) contre 4.349 MFCFA en 2016 (marge d'exploitation de 19,4%). Cette marge s'élève à 13,2% et 4,1% respectivement sur les exercices 2017 et 2018. La baisse de la marge observée en 2017 est en lien avec la hausse des consommations de matières premières et d'énergie, des amortissements et des charges de personnel. La baisse de la marge d'exploitation sur l'exercice 2018 est en lien avec le recul des ventes de SOCAVER, les charges fixes n'ayant pas baissé proportionnellement au chiffre d'affaires. Les charges d'exploitation de l'exercice 2018 comprennent essentiellement les dotations aux amortissements et aux provisions (3.721 MFCFA), les charges de personnel (3.532 MFCFA), les achats de matières premières (2.458 MFCFA) et les achats de combustibles tels que le gaz naturel, le gaz butane, le fuel et le gazole (1.422 MFCFA).

L'EBITDA retenu pour SOCAVER dans le cadre de nos travaux de valorisation s'apparente à l'EBE tel qu'il ressort des états financiers historiques.

SOCAVER, dont les capitaux propres s'élèvent à 14.111 MFCFA au 30 juin 2019, dispose d'une dette financière de 8.725 MFCFA (dont 3.003 MFCFA d'un emprunt auprès de la Société Générale du Cameroun, 3.108 MFCFA de crédit court terme accordé par la Société Générale du Cameroun et 2.614 MFCFA d'avances de trésorerie accordées par SABC). La société dispose d'une trésorerie de 1.168 MFCFA. L'exercice 2018 s'est soldé par un bénéfice net de 97 MFCFA. SOCAVER n'a pas distribué de dividendes au titre de cet exercice.

## **1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre**

### **1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre**

La liquidité des actions SABC négociées sur le Marché 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 la Société Nationale d'Investissement du Cameroun (ci-après « 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 la Société.

En conséquence, très peu de transactions sur les actions de la Société ont lieu sur le Marché d'Euronext à Paris depuis plusieurs années.

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

Par ailleurs, une radiation permettrait à SABC et ses actionnaires de se conformer à la réglementation camerounaise qui exige l'inscription de toutes les actions émises par toute société camerounaise 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, ces règles apparaissant difficilement compatibles avec le maintien de négociation des actions SABC sur le marché Euronext à Paris.

En conséquence de ce qui précède, la Société souhaite procéder à la radiation de ses titres du marché Euronext Paris conformément à la procédure de radiation prévue par l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext. Les règles particulières applicables aux marchés réglementés français d'Euronext Paris (Livre II) 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 la Société.

La Société a demandé à Euronext Paris de procéder à la radiation de la cotation de ses actions, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée qui sera déposée par BGI auprès de l'AMF, puisque la quasi-totalité des actionnaires de SABC n'ont pas eu recours au marché boursier sur l'année qui vient de s'écouler. Par décision en date du 20 novembre 2019, 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.

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'émetteur représente moins de 0,5% de la capitalisation boursière de l'émetteur* ». 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 de SABC, ce pourcentage est égal à 0,1384% sur la période de référence précédant la demande de radiation, soit du 31 octobre 2018 au 31 octobre 2019.

Par ailleurs, en conséquence de la conclusion des accords suivants par l'Initiateur, dont les principaux termes sont rappelés dans la partie 3.6 du présent rapport, 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.

Conformément à la réglementation applicable et aux dispositions de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext, BGI a annoncé le 20 janvier 2020 le lancement d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions SABC en lien avec la radiation de ses actions à un prix de 128,50€ par action SABC.

L'Offre permettra par ailleurs aux actionnaires minoritaires de disposer de l'opportunité de céder leurs actions SABC dans le cadre de l'Offre et d'obtenir ainsi une liquidité immédiate.

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.

Il est rappelé que SABC est déjà contrôlée majoritairement par l'Initiateur. L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société, 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.

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies liées à l'Offre, l'Initiateur n'ayant pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité. Par ailleurs, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de SABC avec l'Initiateur ni de modifier la forme sociale de SABC.

Le droit camerounais applicable à SABC ne prévoit aucune procédure de retrait obligatoire (ou procédure équivalente).

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 la Société qui seront tenus par celle-ci conformément au droit camerounais.

### 1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext, l'Offre ne revêt pas un caractère obligatoire pour l'Initiateur. Elle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A la date de dépôt du présent rapport, l'Initiateur détient 73,66% du capital et droits de vote de la Société sur la base d'un capital de SABC composé de 5.736.363 actions et droits de vote de la Société. De concert, BGI et SNI détiennent ensemble 83,67% du capital et des droits de vote de SABC.

A notre connaissance, le capital social de SABC est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
BGI	4 225 610	73,66%
SNI	573 727	10,00%
<b>Total BGI &amp; SNI (de concert)</b>	<b>4 799 337</b>	<b>83,67%</b>
Heineken	501 977	8,75%
Flottant	435 049	7,58%
<b>Total</b>	<b>5 736 363</b>	<b>100,0%</b>

Source : site internet de la Société et projet de note d'information

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exception des actions détenues par SNI (agissant de concert avec BGI), soit un nombre maximum de 937.026 actions, étant précisé qu'il n'existe aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société 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.

L'Offre vise ainsi 937.026 actions SABC représentant 16,33% du capital et des droits de vote moyennant le versement de 128,50 euros par action.

Conformément aux dispositions de l'article P 1.4.2. des Règles d'Euronext, l'Initiateur s'est engagé pour une période de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, à acquérir, à un cours égal à celui de l'Offre, les actions des actionnaires minoritaires qui ne les auraient pas apportées à l'Offre, mais souhaiteraient néanmoins les céder pendant cette période de 3 mois.

Il est précisé qu'à l'issue de la radiation, la détention des actions par un actionnaire sera organisée selon la réglementation camerounaise applicable et les règles statutaires de SABC, 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 dûment agréé par la Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale.

# Présentation de l'expert indépendant

## 1.3 Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

### 1.3.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8<sup>ème</sup> rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil) a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Au sein de Crowe France, Crowe HAF intervient essentiellement sur des missions d'audit, d'évaluation et d'assistance aux transactions.

### 1.3.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim, Yohan Bonnet, Dan Tossou et Jalal Ibrahim Bacha, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet Crowe HAF.

#### **1.4 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois**

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Financière Marjos initiée par la société Krief Group (Octobre 2019, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Millet Innovation initiée par la société Curae Lab (Septembre 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société TxCell initiée par la société Sangamo Therapeutics (Octobre 2018, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Compagnie Foncière Internationale initiée par la société Financière Apsys (Juin 2018, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IGE+XAO initiée par la société Schneider Electric Industries (Novembre 2017, Etablissement présentateur : BNP Paribas).

#### **1.5 Déclaration d'indépendance**

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société SABC au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

## **1.6 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l’Autorité des Marchés Financiers**

Le cabinet Crowe HAF est membre de l’association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l’AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs Vice-Président de cette association.

## **1.7 Rémunération**

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s’élève à 70.000€, hors taxes et hors frais.

## **1.8 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l’expertise**

### **1.8.1 Programme de travail**

#### ***I Prise de connaissance et analyse du contexte***

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l’opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

#### ***II Préparation de l’évaluation***

##### *Analyse du contexte*

- analyse de l’environnement ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

##### *Analyse des données historiques*

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l’évaluation.

##### *Analyse des éléments prévisionnels*

- discussion avec la direction de SABC et l’établissement présentateur ;
- analyse des plans d’affaires de SABC et de ses filiales SOCAVER et SEMC ;
- revue des projections d’activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

##### *Analyse et choix des méthodes d’évaluation à retenir*

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

#### ***III Eléments d’appréciation du prix offert***

Description des méthodes retenues et écartées :

##### *Approche par la somme des parties (approche global)*

Calcul de la somme des parties de SABC par analyse de la valeur de SABC, SOCAVER et SEMC

##### SABC, SOCAVER et SEMC :

##### *Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)*

- construction des flux ;
- détermination de taux d’actualisation pour les plans d’affaires ;
- valorisation des fonds propres SABC, SOCAVER et SEMC ;
- valorisation de l’action SABC ;

- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

*Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)*

- sélection d'échantillons de sociétés comparables à SABC, SOCAVER et SEMC;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de SABC, SOCAVER et SEMC par analogie en fonction des multiples obtenus.

*Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)*

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans les secteurs dans lesquels opèrent SABC, SOCAVER et SEMC ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

*Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)*

SOCAVER et SEMC :

*Référence aux prix de revient des titres chez SABC (méthode écartée)*

SEMC :

*Référence au cours de bourse de SEMC (méthode écartée)*

*Référence au cours de bourse de SABC (méthode retenue à titre secondaire)*

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

*Référence aux transactions récentes sur le capital de SABC (méthode écartée)*

*Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)*

*Méthode des dividendes (méthode écartée)*

*Référence au prix de revient des titres chez BGI (méthode écartée)*

**IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé**

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour SABC ;
- Appréciation du prix d'Offre.

**V Analyse des accords connexes à l'Offre**

- Analyse du pacte d'actionnaire ;
- Analyse de l'engagement d'apport.

**VI Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur**

**VII Rédaction du rapport d'évaluation**

**VIII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation**

**IX Revue indépendante**

## **X Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de SABC**

### **1.8.2 Calendrier de l'étude**

Le conseil d'administration de SABC a désigné Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 7 novembre 2019.

Notre mission s'est déroulée du 7 novembre 2019 au 20 janvier 2020. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 7 au 12 novembre 2019 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société SABC et ses conseils.
- du 13 au 19 novembre 2019 : Préparation de l'évaluation. Echanges avec la direction de SABC et ses conseils.
- du 20 novembre 2019 au 9 janvier 2020 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation, analyse des opérations connexes à l'Offre (engagement d'apport à l'Offre, pacte d'actionnaires).  
Echanges avec la direction de SABC et l'établissement présentateur.  
Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 10 au 20 janvier 2020 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration de SABC.

### **1.8.3 Liste des personnes rencontrées**

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

#### **SABC (Société objet de l'Offre)**

- Mme. Aline Andzé, Administrateur
- M. Moïse Mouiche, Administrateur
- M. André Siaka, Administrateur
- M. Emmanuel De Tailly, Directeur Général
- M. François Brun, Directeur Administratif & Financier
- Mme. Eva Kingué, Responsable juridique

#### **Groupe Castel (Groupe initiateur de l'Offre)**

- M. Frédéric Nehoult, Responsable consolidation
- M. Alain Bankhauser, Contrôleur pays en charge du Cameroun

#### **Alantra (Etablissement présentateur)**

- M. Olivier Guignon, Managing Partner
- M. David Kieffer, Vice President
- M. Alexandre Maroufi, Analyste

#### **Lacourte Raquin Tatar (Avocats)**

- M. Guillaume Roche, Avocat Associé
- M. Christophe-Marc Dablon, Avocat

### **1.8.4 Informations utilisées**

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société SABC, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques annuels de SABC, SOCAVER et SEMC au 31 décembre 2016, 2017 et 2018,
- les états financiers semestriels de SABC, SOCAVER et SEMC au 30 juin 2019,
- les rapports des commissaires aux comptes SABC, SOCAVER et SEMC au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 2017 et au 30 juin 2019 et de FINADEI au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2018,
- les informations juridiques et notamment : procès-verbaux des assemblées générales ordinaires au titre des exercices 2016 à 2018 et rapports de gestion des sociétés,
- les informations fournies par le groupe et notamment les business plan 2019-2023 des sociétés SABC, SOCAVER et SEMC établis par la direction financière du groupe SABC,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ* et *Euronext*: cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les données des cours de bourse de SEMC communiquées par le groupe,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans les secteurs d'activité de SABC, SOCAVER et SEMC,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation d'Alantra intégrant les éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'établissement présentateur,
- l'engagement d'apport d'Heineken International BV à l'Offre conclu le 20 janvier 2020 avec BGI ;
- le pacte d'actionnaires conclu relativement à SABC entre BGI et SNI le 20 janvier 2020.

# Éléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

## 1.9 Données structurant l'évaluation

### 1.9.1 Référentiel comptable

Les comptes des sociétés SABC, SOCAVER et SEMC sont établis conformément aux principes, méthodes et règles comptables admis par le Système Comptable OHADA révisé (SYSCOHADA) tel que prévu par l'Acte Uniforme relatif au Droit Comptable et à l'Information Financière (AUDCIF).

Ils ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes des sociétés<sup>9</sup> au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018.

Les comptes semestriels des sociétés SABC, SOCAVER et SEMC au 30 juin 2019 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'éléments les conduisant à considérer qu'ils ne sont pas établis conformément aux règles et méthodes comptables en vigueur.

### 1.9.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de SABC s'élève à 5.736.363.

A notre connaissance, SABC ne détient aucune de ses propres actions et n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action SABC.

Nous retiendrons par conséquent un nombre d'actions en circulation de 5.736.363 dans le cadre de nos travaux de valorisation de SABC.

### 1.9.3 Méthode d'évaluation par la somme des parties

La méthode d'évaluation principale retenue est la somme des parties. Les trois sociétés opérationnelles (SABC, SEMC et SOCAVER) ont été valorisées indépendamment sur la base de leur comptes sociaux et de leur plan d'affaires respectifs.

Pour ce faire, deux méthodes d'évaluation ont été appliquées à titre principal pour chaque société :

- La méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- La méthode des comparables boursiers.

La valeur globale de SABC a ensuite été obtenue en sommant la valeur des titres de 100% de SABC et de ses participations dans SOCAVER (52,9%) et SEMC (56,9%).

### 1.9.4 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La valorisation du groupe SABC par la somme des parties (SABC, SOCAVER et SEMC) nous a conduit à déterminer un montant de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour chacune des sociétés.

#### 1.9.4.1 Dette nette « ajustée » SABC

---

<sup>9</sup> PricewaterhouseCoopers et ECA – Ernst & Young Cameroun pour SABC et SEMC et PricewaterhouseCoopers pour SOCAVER

La dette nette ajustée de SABC, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la trésorerie nette au 30 juin 2019 de la Société « ajustée » d'éléments encaissables et décaissables.

La trésorerie nette de SABC se compose, au 30 juin 2019, d'emprunts bancaires pour 24.200 MFCFA, de crédits de trésorerie pour 3.948 MFCFA, de valeurs à encaisser pour 15 MFCFA et de disponibilités pour 31.717 MFCFA, et s'élève ainsi à 3.584 MFCFA.

Nous avons considéré les provisions pour pensions et retraites (nettes d'impôts sur les sociétés), les provisions fiscales et provisions pour litiges de la société comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette ajustée. Au 30 juin 2019, ces engagements s'élevaient respectivement à 11.714 MFCFA, 9.321 MFCFA et 3.059 MFCFA.

Suivant la même logique, nous avons également déduis de la trésorerie nette, les compte-courants créditeurs envers d'autres sociétés du groupe et dividendes à payer pour 1.348 MFCFA ainsi que la valeur des dettes circulantes H.A.O (dettes sur immobilisations) pour 15 MFCFA.

Nous avons, par ailleurs, intégré à la trésorerie nette des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Il a ainsi été intégré à la trésorerie nette :

- le montant des comptes courants d'associés consentis aux sociétés du groupe SEMC et SOCAVER pour respectivement 5.351 MFCFA et 2.614 MFCFA ;
- le montant des créances sur cession d'immobilisations (actifs circulants H.A.O) pour 2.796 MFCFA ;
- la valeur des titres FINADEI revalorisés (net d'impôts sur la plus-value) pour 2.206 MFCFA ;
- la valeur des autres participations figurant à l'actif de la Société et non revalorisées par ailleurs (Société d'applications tech au Cameroun et Société métropolitaine d'investissement de Douala) pour 85 MFCFA ;
- le montant des autres comptes courants débiteurs pour 44 MFCFA.

Après retraitement de ces éléments, la dette nette ajustée de SABC au 30 juin 2019 s'élève à 8.778 MFCFA et se présente comme suit :

<b>En MFCFA</b>	
Emprunts bancaires	24 200
Crédits de trésorerie	3 948
Valeurs à encaisser	-15
Banques, chèques postaux, caisse et assimilés	-31 717
<b>Endettement financier net (+) / Trésorerie nette (-)</b>	<b>-3 584</b>
Provisions pour pensions et retraites (nettes d'IS)	11 714
Provisions fiscales	9 321
Provisions pour litiges (nettes d'IS <sup>1</sup> )	3 059
Comptes courants créditeurs et dividendes à payer	1 348
Dettes circulantes H.A.O	15
Compte courant débiteur SEMC	-5 351
Actifs circulants H.A.O	-2 796
Compte courant débiteur SOCAVER	-2 614
Titres FINADEI revalorisés (net d'IS)	-2 206
Autres titres de participation	-85
Autres comptes courants débiteurs	-44
<b>Dette (+) / Trésorerie (-) nette ajustée</b>	<b>8 778</b>

<sup>1</sup> Impact fiscal calculé uniquement sur la partie déductible

Sources : Etats financiers de SABC au 30 juin 2019, management

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de SABC, une dette nette ajustée s'élevant à 8.778 MFCFA.

1.9.4.2 Dette nette « ajustée » SEMC

Par application de la même méthodologie, nous avons calculé la dette nette « ajustée » de la société SEMC au 30 juin 2019.

L'endettement financier net de la société s'élève à 750 MFCFA au 30 juin 2019. Ajustée des éléments décaissables présentés dans le tableau ci-après, la dette nette ajustée de la société se présente comme suit :

<b>En MFCFA</b>	
Crédits de trésorerie	2 012
Banques, chèques postaux, caisse et assimilés	-1 262
<b>Endettement financier net (+) / Trésorerie nette (-)</b>	<b>750</b>
Compte courant créditeur SABC	5 351
Provisions pour pensions et retraites (nettes d'IS)	224
Provisions fiscales	37
Dividendes à payer	2
<b>Dette (+) / Trésorerie (-) nette ajustée</b>	<b>6 364</b>

Sources : Etats financiers de SEMC au 30 juin 2019, management

La dette nette ajustée de SEMC au 30 juin 2019 s'établit à 6.364 MFCFA, montant qui sera retenu pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de SEMC dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

#### 1.9.4.3 Dette nette « ajustée » SOCAVER

Par application de la même méthodologie, nous avons calculé la dette nette « ajustée » de la société SOCAVER au 30 juin 2019.

L'endettement financier net de la société s'élève à 4.943 MFCFA au 30 juin 2019. Ajustée des éléments encaissables et décaissables présentés dans le tableau ci-après, la dette nette ajustée de la société se présente comme suit :

<b>En MFCFA</b>	
Emprunts bancaires	3 003
Crédits de trésorerie	3 108
Banques, chèques postaux, caisse et assimilés	-1 168
<b>Endettement financier net (+) / Trésorerie nette (-)</b>	<b>4 943</b>
Compte courant créditeur SABC	2 614
Provisions pour pensions et retraites (nettes d'IS)	948
Provisions pour litiges	148
Dividendes à payer	59
Revalorisation titres FINADEI (nette d'IS)	-838
<b>Dette (+) / Trésorerie (-) nette ajustée</b>	<b>7 874</b>

Sources : Etats financiers de SOCAVER au 30 juin 2019, management

La dette nette ajustée de SOCAVER au 30 juin 2019 s'établit à 7.874 MFCFA, montant qui sera retenu pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de SOCAVER dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

#### 1.9.5 Business plan et périmètre

Les business plans de SABC, SEMC et SOCAVER ont été élaborés par le management du groupe sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2023).

Ils résultent notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution des volumes vendus et des prix des produits actuels,
- aux niveaux du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) basés sur l'évolution des charges de structure (fixes / variables) et notamment de l'inflation du prix des matières premières et consommables,

- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans les business plans n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

## **1.10 Méthodes d'évaluation écartées pour SABC**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour évaluer SABC :

### 1.10.1 Référence aux transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de SABC.

Nous n'avons pas identifié de transactions significatives récentes pouvant constituer une référence en termes de valeur de l'action SABC.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode. Il convient cependant de noter qu'Heineken s'est engagé à apporter à l'Offre le bloc d'actions qu'il détient représentant 8,75% du capital de SABC, à travers un engagement d'apport.

### 1.10.2 Référence à l'actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de SABC. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable consolidé du groupe SABC au 30 juin 2019 s'élève à 183.469 MFCFA, soit 279,7m€ et une valeur de 48,8€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 164% sur cette valeur.

L'actif net comptable consolidé du groupe SABC au 31 décembre 2018 s'élève à 193.398 MFCFA, soit 294,8m€ et une valeur de 51,4€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 150% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette référence.

### 1.10.3 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de SABC dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### 1.10.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Le tableau ci-dessous synthétise les dividendes distribués au titre des cinq derniers exercices :

Dividendes distribués						
Date d'AG décidant du versement	25/06/2015	18/05/2016	07/06/2017	07/12/2017	16/05/2018	15/05/2019
Exercice/période concerné	2014	2015	2016	30/09/2017 (9 mois)	2017	2018
Dividende distribué (en mFCFA)	20 077	20 077	0	3 442	13 022	15 029
Dividende distribué (en millions d'euros)	30,6	30,6	0	5,2	19,9	22,9
Dividende distribué (en euros par action)	5,3	5,3	0	0,9	3,5	4,0

Source : Procès-verbaux d'Assemblées Générales Ordinaires de SABC

Il a été versé au titre des cinq derniers exercices des dividendes de :

- 20.077 MFCFA, soit 30,6m€ et 5,3 euros par action au titre de l'exercice 2014 (décidé lors de l'assemblée générale du 25/06/2015),
- 20.077 MFCFA, soit 30,6m€ et 5,3 euros par action au titre de l'exercice 2015 (décidé lors de l'assemblée générale du 18/05/2016),
- Aucun dividende (décidé lors de l'assemblée générale du 07/06/2017) au titre de l'exercice 2016,
- 3.442 MFCFA, soit 5,2m€ et 0,9 euro par action par prélèvement sur les réserves sur la base du bénéfice intermédiaire sur la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 septembre 2017 (décidé lors de l'assemblée générale du 7/12/2017),
- 13.022 MFCFA, soit 19,9m€ et 3,5 euros par action au titre de l'exercice 2017 (décidé lors de l'assemblée générale du 16/05/2018),
- 15.029 MFCFA, soit 22,9m€ et 4,0 euros par action au titre de l'exercice 2018 (décidé lors de l'assemblée générale du 15/05/2019).

Ces versements de dividendes représentent des taux de distribution (ratio dividendes sur résultat net) hétérogènes selon les exercices.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs par la somme des parties et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

#### 1.10.5 Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur SABC ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers.

#### 1.10.6 Référence au prix de revient des titres SABC dans les comptes de BGI

La référence au prix de revient des titres consiste à valoriser une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par la société mère ou l'actionnaire majoritaire, soit BGI dans le cas présent.

La valeur brute reflète la valeur des fonds propres de la société à la date d'acquisition des titres, la valeur nette reflétant sa valeur d'acquisition historique diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres SABC sont détenus à hauteur de 73,66% par BGI. BGI détenant les titres SABC depuis des dizaines d'années, cette référence n'est pas pertinente dans le cas présent car elle ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de SABC.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre indicatif, la valeur nette<sup>10</sup> des titres SABC chez BGI, qui détient 73,66% de SABC, s'élève à 79.768k€, soit un prix de revient unitaire de l'action de 18,9€ (le prix de l'Offre s'élevant à 128,50€).

## 1.11 Méthodes d'évaluation écartées pour SOCAVER et SEMC

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour évaluer SABC :

### 1.11.1 Référence à l'actif net comptable (ANC) des sociétés

L'actif net comptable ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de SOCAVER et SEMC.

A titre indicatif, les actifs nets comptables de SOCAVER et SEMC au 30 juin 2019 s'élève respectivement à :

- 14.411 MFCFA, soit 22,0m€ pour SOCAVER ;
- 714 MFCFA, soit 1,1m€ pour SEMC.

### 1.11.2 Référence au prix de revient des titres SOCAVER et SEMC dans les comptes de SABC

Les titres SOCAVER et SEMC sont détenus respectivement à hauteur de 52,93% et 56,90% par SABC. SABC détenant les titres SOCAVER et SEMC depuis plusieurs années (la dernière acquisition de titres remontant à 2014), cette référence n'est pas pertinente dans le cas présent car elle ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de SABC.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre indicatif, la valeur nette des titres SOCAVER et SEMC chez SABC, qui détient respectivement 52,93% et 56,90% de ces sociétés, s'élève à :

- 1.500 MFCFA, soit 2,3m€ pour 52,93% des actions SOCAVER (4,3m€ pour 100% des actions SOCAVER) et ;
- 570 MFCA, soit 0,9m€ pour 56,90% des actions SEMC (1,5m€ pour 100% des actions SEMC).

### 1.11.3 Référence au cours de bourse de SEMC

SEMC est cotée à la Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (anciennement le Douala Stock Exchange) depuis le 30 juin 2006.

La liquidité de l'action SEMC est limitée. En 2016, 1.152 titres SEMC se sont échangés représentant seulement 0,6% du total des actions composant le capital de SEMC (192.473) et 3,0% des actions composant le flottant (38.367).

Le cours de bourse de SEMC, qui atteignait 65.000 FCFA le 31 décembre 2016, a diminué progressivement pour atteindre 48.001 FCFA le 13 janvier 2020, dernier cours de bourse connu de SEMC préalablement à l'Offre.

Exercice	Evolution du cours de SEMC							
	2016		2017		2018		2019	
Date	31/12/2016	30/06/2017	31/12/2017	30/06/2018	31/12/2018	14/06/2019	31/12/2019	13/01/2020
Cours de bourse SEMC (en FCFA)	65 000	62 999	63 999	59 999	57 999	54 299	48 001	48 001

Source : management, bulletin officiel de la cote bourse des valeurs mobilières de l'Afrique Centrale

A titre indicatif, la valeur des fonds propres de SEMC extériorisée par référence au derniers cours de bourse connu de SEMC préalablement à l'Offre s'élève à 9.239 MFCFA, soit 14,1m€.

<sup>10</sup> Aucune provision n'est provisionnée sur ces titres

<b>Valeur des fonds propres - SEMC</b>	
Cours de bourse au 13/01/2020 (en FCFA)	48 001
Nombre d'actions total de SEMC	192 473
Valeur des fonds propres SEMC (en mFCFA)	9 239
<b>Valeur des fonds propres SEMC (en m€)</b>	<b>14,1</b>

L'action SEMC étant illiquide et le dernier cours connu faisant ressortir une valeur des fonds propres de SEMC inférieure à la valeur des fonds propres extériorisée par l'application des méthodes retenues (flux de trésorerie actualisés, comparables boursiers et transactions comparables) dans le cadre de l'approche par la somme des parties, nous ne retiendrons pas, afin de maximiser la valeur de l'action SABC, la référence au cours de bourse de SEMC pour valoriser les fonds propres de cette société.

## 1.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, l'approche de valorisation par la somme des parties incluant les méthodes :

- de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

### 1.12.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

#### 1.12.1.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après les business plans des sociétés (SABC, SEMC, SOCAVER) construits par la direction du groupe courant mai 2019 et révisés en octobre 2019 sur la base des résultats du premier semestre 2019.

Les business plans reposent sur une absence d'inflation des prix de vente (dernière revalorisation des prix en mars 2019) ainsi que sur une évolution des volumes de ventes à gammes constantes (pas de lancement de nouvelles marques), le management du groupe jugeant peu probable l'hypothèse d'une revalorisation à la hausse des prix de vente dans les cinq prochaines années, étant précisé qu'un changement des prix ne peut intervenir sans autorisation préalable de l'Etat camerounais. Ils reposent également sur une hypothèse de stabilité fiscale sur les années du plan d'affaires.

#### 1.12.1.2 Analyse du business plan de SABC

##### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires de SABC résulte de données établies par le management et se base sur une évolution des volumes vendus par marque, à tarifs et gammes de produits constants suite aux dernières revalorisations de prix en mars 2019 combinée à l'absence de visibilité quant à la résolution des conflits en cours dans le pays.

Après une année 2019 prévue en repli, l'évolution du chiffre d'affaires de l'activité Bières (activité principale de SABC) sur 2020-2021 est principalement portée par l'effet année-pleine de la révision des prix réalisée en 2019, la mise en place de promotions attractives tirant les volumes vendus à la hausse ainsi que par les événements sportifs à venir au Cameroun (Coupe d'Afrique des Nations prévue sur 2021). L'activité Bières devrait ainsi connaître une croissance de l'ordre de 2% en volume en 2020 et 2021 portée par ses marques phares *33 Export*, *Mutzig* et *Manyan* (70% de l'activité Bières).

Au-delà de 2021, la croissance des volumes vendus connaît un ralentissement impacté principalement par une croissance morose anticipée sur le marché de la bière (représentant environ 50% des volumes vendus par SABC), avec une croissance attendue proche de 1%.

Sur le segment des Boissons gazeuses (second segment en termes de volumes vendus), la Société anticipe une situation concurrentielle accrue marquant une baisse des ventes en volume de l'ordre de 4% en 2019.

Un retour à la hausse des volumes vendus est néanmoins attendu dès 2020 grâce au format PET 1l, format à plus faible rentabilité mais répondant à la demande des consommateurs locaux, principalement porté par la marque Top et ses nombreuses déclinaisons (pamplemousse, grenadine et ananas notamment).

L'activité Eau (en direct et via activité de négoce avec SEMC) devrait connaître, quant à elle, une forte croissance avoisinant les 30% de croissance en volume sur 2019 et 2020 suite à une anticipation de reconquête des parts de marchés perdues de 2014 à 2018 de la part du management avant de connaître une croissance plus stable proche des 5% jusqu'à l'horizon 2023.

De ce fait, à l'horizon 2023, les ventes historiques de la Société devraient atteindre, en volume, un niveau proche des 10.000 khL réparti entre 49% pour l'activité Bières, 31% pour l'activité Boissons gazeuses, 16% pour l'activité Eau (y compris Négoce avec SEMC) et 4% pour les ventes résiduelles de boissons hors catégories (Autres).

En synthèse, le chiffre d'affaires de la Société, prévu à la baisse en valeur et en volume sur 2019, devrait progressivement retrouver son niveau historique de 2018 avant de dépasser ce dernier à l'horizon 2023, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur le plan d'affaires approchant 1% de croissance.

Pour rappel, ces prévisions de chiffre d'affaires sur le business plan intègrent les coûts inhérents de commercialisation (augmentation des droits d'accises depuis 2019 et autres taxes liées aux activités de SABC) sans intégrer de révision des prix de ventes. La stabilité des prix de vente étant également justifiée par une concurrence exacerbée dans un contexte économique morose.

A l'horizon normatif, nous considérons que la croissance du chiffre d'affaires sera plus soutenue prenant en compte une croissance des prix et des volumes en lien avec la croissance économique du Cameroun.

#### Analyse de la marge brute

Principalement impactée par les dépenses de matières et fournitures de production (en moyenne 24% du chiffre d'affaires) et les fournitures de conditionnement (en moyenne 10% du chiffre d'affaires), la marge brute de la Société devrait progressivement diminuer sur la durée du plan d'affaires passant d'environ 51% du chiffre d'affaires en 2019 à 49% du chiffre d'affaires à l'horizon du business plan (2023) en cohérence avec l'inflation anticipée du coût des charges variables prévue de l'ordre de 2%.

#### Analyse de la marge d'EBITDA

La marge d'EBITDA de SABC devrait connaître une baisse progressive sur la période du plan d'affaires passant de 21% du chiffre d'affaires reporting en 2019 à 18% à l'horizon 2023.

Cette baisse s'explique principalement, comme décrit précédemment, par la dégradation de la marge brute de la Société impactée par l'inflation anticipée des charges variables (à prix de vente constant) ainsi que par une évolution annuelle de la masse salariale plus rapide que le chiffre d'affaires due à l'application de conventions collectives historiques avantageuses en faveur des salariés.

Nous avons considéré une hausse de ce taux de marge à l'horizon normatif du business plan.

#### Analyse de la marge d'EBIT

A l'instar de la marge d'EBITDA, la marge d'EBIT devrait connaître une légère baisse sur la période pour s'établir à un niveau proche de 9% à l'horizon 2023 contre 11% en 2019, les amortissements représentant environ 8% du chiffre d'affaires en 2023 contre environ 10% en 2019.

La diminution du taux d'amortissement s'explique en partie par le cycle d'investissement de la Société qui a réalisé d'importants investissements jusqu'en 2019.

#### Impôt normatif

Le business plan communiqué met en exergue les taux d'impôt effectifs calculés par le management sur la base des résultats courants avant impôts de la Société et tenant compte des déductions / réintégrations fiscales prévues pour les années du plan d'affaires.

Nous avons appliqué ces taux d'imposition effectifs, oscillant entre 32,7% et 37,6%, sur les EBIT prévisionnels du plan d'affaires en retenant un niveau de 37% à long terme jugé comme normatif.

#### Analyse du plan d'investissements

Des investissements significatifs ont été réalisés sur la période 2017/2019 avec notamment la mise en place d'une nouvelle ligne pour verre consigné en remplacement de trois anciennes lignes induisant une baisse des investissements futurs prévus sur le plan d'affaires.

Ainsi, le montant des investissements futurs devrait représenter environ 5% du chiffre d'affaires en 2023 contre environ 11% considéré comme un point haut d'investissements en 2019.

Pour pallier ce phénomène cyclique, un taux d'investissement moyen de l'ordre de 6% du chiffre d'affaires a été retenu sur l'horizon normatif en concertation avec le management.

#### Analyse de la rentabilité des capitaux employés

Sur la durée du plan d'affaires, la rentabilité des capitaux employés progresse légèrement pour passer de 12% en 2019 à 13% en 2023. Cette légère hausse s'explique principalement par les effets de baisse des investissements décrits plus haut et n'intègre pas de révision des prix de vente.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse du BFR historique a été développée dans la première partie de notre rapport.

Le taux de BFR retenu pour la société résulte d'une analyse réalisée au niveau du groupe compte tenu de la forte dépendance opérationnelle existant entre les sociétés SABC, SEMC et SOCAVER et des décisions de gestion pouvant altérer la réalité économique du BFR de ces sociétés.

En concertation avec le management du groupe, un taux de BFR « normatif » de l'ordre de 5,2% été retenu.

En conséquence, les prévisions de BFR de SABC sont estimées sur la base d'un taux de BFR de 5,2% du chiffre d'affaires de la Société.

### Conclusion

Au vu des récents événements ayant impacté l'activité et les résultats de la Société, les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes et justifiées en termes de croissance de l'activité sur la durée du business plan.

Les hypothèses de marge d'EBITDA et d'EBIT restent également prudentes, intégrant des hypothèses d'inflation des charges à taux constant sans répercussion sur les prix de vente. Nous avons, en conséquence, retenu un flux normatif qui intègre une croissance des prix sur le long terme et un niveau de marge d'EBITDA correspondant au niveau moyen observé sur le business plan supérieur à celui de la dernière année du business plan.

Néanmoins, l'absence de révision des prix dans le plan d'affaires, hypothèse nous semblant difficilement envisageable et soutenable sur le long terme, a été modifiée pour le calcul de l'horizon normatif.

#### 1.12.1.3 Analyse du business plan de SEMC

##### Chiffre d'affaires

L'évolution de l'activité de SEMC est principalement axée sur une hypothèse de reconquête progressive des parts de marché perdues entre 2014 et 2018 s'inscrivant dans un contexte de forte croissance du marché de l'eau en bouteille au Cameroun comme sur le reste du continent africain. En conséquence, le chiffre d'affaires de la société connaît une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 16% sur la durée du plan d'affaires, croissance qui nous semble volontariste.

Pour rappel, le chiffre d'affaires de SEMC est uniquement réalisé avec SABC, cette dernière jouant un rôle de distributeur pour les produits SEMC.

Une augmentation de prix est, par ailleurs, prévue sur une référence produite par SEMC sur 2020. Les prix de vente sont par la suite positionnés comme stables jusqu'en 2023.

##### Analyses des marges d'EBITDA et d'EBIT

Sur la durée du plan d'affaires, le taux de marge d'EBITDA de SEMC s'établit en moyenne à 29%, taux supérieur au taux constaté en 2018 proche de 20%. Cette hausse s'explique principalement par la forte croissance des volumes vendus permettant d'absorber les frais fixes de la société.

Le taux de marge d'EBIT, quant à lui, devrait s'établir à un niveau positif moyen de l'ordre de 18% contre un taux de marge négatif constaté en 2018.

##### Impôt normatif

Sur la base des éléments des éléments communiqués par le management, il est prévu que la société soit imposée à l'Impôt Minimum Forfaitaire (IMF<sup>11</sup>) sur 2019 et 2020, compte tenu de son faible niveau de résultat, puis au taux en vigueur à partir de 2021.

---

<sup>11</sup> Imposition minimum basée sur 2,2% du chiffre d'affaires

Nous avons conservé les taux effectifs résultant de ces hypothèses que nous avons appliqué aux EBIT prévisionnels de SEMC.

#### Analyse du plan d'investissements

Les investissements positionnés dans le business plan de SEMC (en moyenne à 3,4% du chiffre d'affaires) représentent essentiellement des travaux de maintenance, la société ayant les outils de production nécessaires pour absorber le volume de production prévisionnel.

Pour rappel, la société a perdu d'importantes parts de marché sur la période 2014 – 2018 ayant contraint une baisse de la production.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

En concertation avec le management du groupe, un taux de BFR « normatif » de l'ordre de 5,2% été retenu.

En conséquence, les prévisions de BFR de SABC sont estimées sur la base d'un taux de BFR de 5,2% du chiffre d'affaires de la société.

#### Conclusion

Le business plan de la société apparaît volontariste au vu des gains de parts de marchés anticipés liés à une absorption des frais fixes permettant des taux de marge en progression.

#### 1.12.1.4 Analyse du business plan de SOCAVER

##### Chiffre d'affaires

Les prévisions de chiffre d'affaires de la société SOCAVER sont basées sur une évolution des volumes vendus de bouteilles et casiers constituant l'activité Verrerie ainsi que du développement de l'activité Préformes reprise à SABC sur 2019.

Le chiffre d'affaires de l'activité Verrerie se base sur une croissance des ventes hors groupe de 5% répondant à un objectif de diversification de la clientèle. L'activité connaît, par ailleurs, un pic de croissance prévu sur 2020 suite au redémarrage du four n°2 en maintenance sur l'ensemble du 1<sup>er</sup> semestre 2019.

L'activité de production / vente de Préformes, destinée à approvisionner les sociétés SABC et SEMC, est basée sur un volume de production stable de l'ordre de 23 millions de préformes produites mensuellement à l'aide des deux lignes existantes.

##### Analyses des marges d'EBITDA et d'EBIT

Le taux de marge d'EBITDA de SOCAVER connaît une légère décroissance principalement expliquée par la mise en place de la production de préforme, activité à marges plus faibles, faisant ainsi passer le taux de marge d'EBITDA de la société en dessous des 15% à partir de 2021 (environ 13% en 2023).

La version révisée du budget prévoit une marge d'EBIT négative pour 2019 due à la fermeture du four n°2 en maintenance sur le 1<sup>er</sup> semestre 2019 avant de redevenir positive en 2020. Comme pour le taux de marge d'EBITDA, le taux de marge d'EBIT connaît une baisse liée à la diversification des activités de SOCAVER pour atteindre environ 5% en 2023.

##### Impôt normatif

Compte tenu du faible niveau de résultat de la société, le taux d'imposition retenu dans le plan d'affaires de SOCAVER correspond à l'IMF (environ 2,2% du chiffre d'affaires), la marge d'EBIT étant faible sur la durée du business plan.

#### Analyse du plan d'investissements

La maintenance sur le four n°2 ayant été réalisée sur le 1<sup>er</sup> semestre 2019, le plan d'affaires ne prévoit pas d'investissements significatifs qui restent limités à 1.000 MFCFA par an entre 2021 et 2023 (en moyenne 4% du chiffre d'affaires) compte tenu des cycles liés aux gros travaux de maintenance réalisés tous les 4 à 5 ans.

Afin de tenir compte du cycle d'investissement de la société, un niveau proche de 6% a été retenu, en concertation avec le management, à l'horizon normatif.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

En concertation avec le management du groupe, un taux de BFR « normatif » de l'ordre de 5,2% a été retenu.

En conséquence, les prévisions de BFR de SOCAVER sont estimées sur la base d'un taux de BFR de 5,2% du chiffre d'affaires de la société.

#### Conclusion

Le business plan de SOCAVER nous semble volontariste au vu du fort démarrage prévu pour l'activité Préformes allié à une augmentation annuelle constante des volumes de bouteilles vendues aux clients hors groupe et groupe export dans une stratégie de diversification de son portefeuille clients.

##### 1.12.1.5 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans les business plans du groupe sur la période 2019 – 2023, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBIT  
- Impôt normatif  
+ Amortissements  
- Variation du BFR  
- Investissements  
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 31 décembre 2019.

##### 1.12.1.6 Détermination des taux d'actualisation

###### 1.12.1.6.1 *Approche court terme*

Calcul du CMPC - Court terme				
		SABC	SEMC	SOCAVER
Taux sans risque	(1)	0,1%	0,1%	0,1%
Prime de risque du marché	(2)	8,1%	8,1%	8,1%
Beta désendetté	(3)	0,82	0,74	0,60
Gearing	(4)	23%	23%	23%
Beta endetté	(5)	0,94	0,86	0,74
Prime de risque pays	(6)	4,9%	4,9%	4,9%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7)</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>10,9%</b>
Coût de la dette	(8)	5,5%	5,5%	5,8%
Taux d'IS	(9)	37,0%	33,0%	0,0%
<b>Coût de la dette après impôts</b>		<b>3,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,8%</b>
D/(D+CP)		18%	18%	18%
CP/(D+CP)		82%	82%	82%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10)</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,0%</b>

(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moy. 1 mois au 14 janvier 2020

(6) Analyse Damodaran (janvier 2020)

(2) Prime de risque marché actions France - Décembre 2019 (Fairness Fi.)

(7) Formule du MEDAF

(3) Bêta sectoriels Damodaran

(8) Coûts de la dette respectifs des sociétés du groupe

(4) Gearing sectoriel

(9) Taux d'imposition effectifs des sociétés du groupe

(5) Formule de Hamada

(10) Calcul d'après gearing  $1 - D/(D+E) = E/(D+E)$

Les différents taux d'actualisation résultant de notre approche « court terme » (taux calculés à des dates proches d'aujourd'hui) s'élèvent à :

- 10,9% pour SABC ;
- 10,4% pour SEMC ;
- 10,0% pour SOCAVER.

Les taux d'actualisation résultant de notre approche court terme sont basés sur les hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 14 janvier 2020 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,1% ;
- une prime de risque du marché actions France de 8,1%. Celle-ci correspond à la moyenne de la prime calculée par Fairness Finance à fin décembre 2019 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Les bêtas désendettés de SABC (0,82), SEMC (0,74) et SOCAVER (0,60) retenus ont été calculés d'après les différents bêta sectoriels calculés par Damodaran sur les secteurs des sociétés du groupe soit Beverage (alcoholic et soft) pour SABC, Utility (water) pour SEMC et Packaging & Container pour SOCAVER.
- un gearing de 23% correspondant au gearing observé dans l'industrie brassicole, principale activité du groupe ;
- une prime de risque pays calculée sur la base d'une analyse annuelle réalisée par Damodaran ;
- un coût de la dette après impôt de 3,5% pour SABC et de 3,7% pour SEMC sur la base d'un coût de la dette de ces sociétés avant impôt de 5,5% correspondant aux taux moyens des taux supportés actuellement par ces deux sociétés et un coût de la dette après impôt de 5,8% pour SOCAVER équivalent au coût de la dette de la société avant impôt compte tenu de l'absence de possibilité de déduction des charges financières de la société (imposition de SOCAVER à l'IMF). Ce taux (5,8%) correspondant au taux du dernier financement obtenu par l'entreprise en avril 2019.

#### 1.12.1.6.2 Approche long terme

Nous avons également déterminé des taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme.

Calcul du CMPC - Long terme				
		SABC	SEMC	SOCAVER
Taux sans risque	(1)	1,6%	1,6%	1,6%
Prime de risque du marché	(2)	5,9%	5,9%	5,9%
Beta désendetté	(3)	0,82	0,74	0,60
Gearing	(4)	23%	23%	23%
Beta endetté	(5)	0,94	0,86	0,74
Prime de risque pays	(6)	6,7%	6,7%	6,7%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7)</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,6%</b>
Coût de la dette	(8)	5,5%	5,5%	5,8%
Taux d'IS	(9)	37,0%	33,0%	0,0%
<b>Coût de la dette après impôts</b>		<b>3,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,8%</b>
D/(D+CP)		18%	18%	18%
CP/(D+CP)		82%	82%	82%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10)</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,3%</b>

(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moy. 10 ans au 14 janvier 2020

(2) Prime de risque historique

(3) Bêta sectoriels Damodaran

(4) Gearing sectoriel

(5) Formule de Hamada

(6) Analyse Damodaran (moyenne 2014-2020)

(7) Formule du MEDAF

(8) Coûts de la dette respectifs des sociétés du groupe

(9) Taux d'imposition effectif des sociétés du groupe

(10) Calcul d'après gearing  $1 - D/(D+E) = E/(D+E)$

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans de l'OAT 10 ans (1,6%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
<b>Etude Ibbotson - moyenne arithmétique</b>	<b>6,7%</b>	<b>1970-2006</b>
Etude Dimson- Marsch- Staunton - moyenne géométrique	4,0%	1905-2005
Etude Dimson- Marsch- Staunton - moyenne arithmétique	6,1%	1905-2005
<b>Moyenne étude Dimson- Marsch- Staunton</b>	<b>5,0%</b>	
<b>Moyenne des approches</b>	<b>5,85%</b>	

- Une prime de risque pays moyenne calculée sur les six dernières années sur la base de l'analyse annuelle réalisée par Damodaran.

#### 1.12.1.6.3 Conclusion sur les taux d'actualisation retenus

Les taux d'actualisation calculés pour SABC, SEMC et SOCAVER par l'approche « long terme » (respectivement 11,9%, 11,5% et 11,3%) sont légèrement supérieurs aux taux observés sur l'approche « court terme » (respectivement 10,9%, 10,4% et 10,0%).

Nous retiendrons en définitive les taux de 10,9% pour SABC, 10,4% pour SEMC et 10,0% pour SOCAVER résultant de l'approche « court terme » afin de maximiser la valeur obtenue par cette méthode.

#### 1.12.1.7 Calcul des valeurs terminales

Les valeurs terminales ont été déterminées à l'horizon du business plan (2023) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 4,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie camerounaise sur le long terme et intégrant une revalorisation des prix sur les produits bières et boissons gazeuses à l'horizon du business plan sur le long terme,

- Un niveau de marge d'EBITDA normatif pour SABC de l'ordre de 20%, équivalent à la moyenne des taux de marge observés sur le plan d'affaires de la Société supérieur à celui observé sur la dernière année du plan d'affaires,
- Des niveaux de marge d'EBITDA normatifs pour SEMC et SOCAVER respectifs d'environ 30% et 13%, équivalents aux niveaux de marge observés sur la dernière année du plan d'affaires de ces sociétés, les taux de marge étant en croissance sur la durée du plan d'affaires,
- Des niveaux de marge d'EBIT normatifs pour SABC, SEMC et SOCAVER respectivement d'environ 14%, 27% et 7% qui découlent de niveaux d'amortissements équivalents aux investissements, les hypothèses relatives aux niveaux d'investissement étant expliquées ci-dessous,
- Des taux d'impôt normatifs de 37% pour SABC et 33% pour SEMC équivalents aux taux effectifs supportés par ces sociétés et observés sur la période du plan d'affaires. Un taux d'impôt normatif calculé sur la base de 2,2% du chiffre d'affaires (IMF) pour SOCAVER en cohérence avec la réglementation fiscale camerounaise,
- Un niveau d'investissement, pour SABC, calculé sur la base d'une moyenne des investissements observés sur le business plan,
- Des niveaux d'investissements, pour SEMC et SOCAVER, proches des moyennes des investissements observés sur le business plan,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur la base du taux de croissance à l'infini.

#### 1.12.1.8 Résultats chiffrés

<b>Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF</b>			
	<b>SABC</b>	<b>SEMC</b>	<b>SOCAVER</b>
Somme des flux de trésorerie actualisés	99 291	9 011	15 634
Valeur terminale actualisée	273 603	25 476	13 168
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>372 894</b>	<b>34 487</b>	<b>28 802</b>
Dette nette ajustée au 30 juin 2019	-8 778	-6 364	-7 874
<b>Valeur des CP (MCFA)</b>	<b>364 116</b>	<b>28 123</b>	<b>20 928</b>
Taux XAF/EUR	655,957	655,957	655,957
<b>Valeur des CP (m€)</b>	<b>555,1</b>	<b>42,9</b>	<b>31,9</b>

Les valeurs des fonds propres des différentes entités s'élèvent, selon cette méthode, à 555,1m€, 42,9m€ et 31,9m€.

Après application des taux de détention sur les titres SEMC et SOCAVER, la valeur des titres SABC s'élève à 596,4m€ présenté comme suit :

<b>Valorisation par la méthode des DCF - Somme des parties</b>			
	<b>Valeur pour 100% des titres</b>	<b>% détenu par SABC</b>	<b>Quote-part SABC</b>
SABC (social)	555,1	n/a	555,1
+ SEMC (social)	42,9	56,90%	24,4
+ SOCAVER (social)	31,9	52,93%	16,9
<b>= Valeur des titres SABC</b>			<b>596,4</b>
Nombre de titres (en milliers)			5 736
<b>Valeur de l'action SABC (€/action)</b>			<b>104,0 €</b>

La valeur unitaire de l'action SABC s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 104,0€.

Le prix d'offre de 128,50€ induit une prime de 23,6% sur la valeur obtenue par la méthode des flux futurs de trésorerie.

#### 1.12.1.9 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Tableau de sensibilité				
Taux de croissance à l'infini		Coût Moyen Pondéré du Capital		
		-0,5%	=	+0,5%
4,5%		102,8 €	110,4 €	119,4 €
4,0%		97,2 €	<b>104,0 €</b>	111,7 €
3,5%		92,4 €	98,4 €	105,2 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 97,2€ (taux de croissance à l'infini de 4,0% et taux d'actualisation -0,5%) et 111,7€ (taux de croissance à l'infini de 4,0% et taux d'actualisation +0,5%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode, à 104,0€.

#### 1.12.2 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats des sociétés SABC, SEMC et SOCAVER les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

##### 1.12.2.1 Valorisation des capitaux propres de SABC par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

###### 1.12.2.1.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de 6 sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de SABC.

Le marché du brassage de bières est constitué de nombreux acteurs dont des leaders mondiaux cotés comme Anheuser-Busch InBev, Heineken ou bien Carlsberg. Cependant, ces sociétés évoluent dans des zones géographiques développées avec un risque pays plus faible que celui du Cameroun où évolue SABC.

Le Cameroun, dont la dette souveraine est notée B2 par Moody's, présente aujourd'hui un spread souverain (spread calculé par rapport à une note Aaa) de 4,60% (Damodaran, janvier 2020) au regard du risque géopolitique du pays. Dans notre analyse, nous avons sélectionné un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant dans l'industrie brassicole dans des pays ayant un profil de risque proche de celui du Cameroun.

Nous avons retenu dans notre échantillon :

- trois sociétés cotées comparables présentes en Afrique de l'Ouest (Nigeria),
- deux sociétés cotées comparables présentes en Afrique de l'Est (Kenya et Tanzanie),
- une société cotée comparable présente en Turquie.

Le tableau ci-dessous présente la capitalisation boursière, le chiffre d'affaires ainsi que la note Moody's et le spread souverain des pays dans lesquels évoluent les six sociétés que nous avons retenues.

Comparables boursiers	Pays	Note Moody's	Spread souverain*	Capitalisation boursière** (en m€)	Chiffre d'affaires 2018 (en m€)
Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sa	Turquie	B1	3,76%	2 071	3 083
East African Brew eries Limited	Kenya	B2	4,60%	1 382	625
Tanzania Brew eries Limited	Tanzanie	B1	3,76%	1 232	298
Nigerian Brew eries Plc	Nigeria	B2	4,60%	1 107	777
International Brew eries Plc	Nigeria	B2	4,60%	200	289
Guinness Nigeria Plc	Nigeria	B2	4,60%	170	340
<b>Médiane</b>				<b>1 169</b>	<b>483</b>

Source : Capital IQ

\*Spread par rapport à une note Aaa (Damodaran, janvier 2020)

\*\*moyenne 30 jours de cours de bourse, données au 15/01/2020

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société SABC compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Les 6 sociétés comparables à SABC retenues sont :

- Anadolu Efes (Turquie) est une société spécialisée dans la production, la mise en bouteille, la distribution et la vente de bière, de malt et de boissons non alcoolisées. La société est cotée à la bourse d'Istanbul et compte plus de 17.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Anadolu Efes s'est élevé à 3.083 millions d'euros en 2018 ;
- East African Breweries Limited (Kenya) exerce ses activités dans la brasserie, la production, la commercialisation et la vente de bière, de spiritueux, de boissons non alcoolisées et de produits à base de malt et d'orge au Kenya, en Ouganda et en Tanzanie. La société est cotée à la bourse de Nairobi. Le chiffre d'affaires d'East African Breweries Limited s'est élevé à 625 millions d'euros en 2018 ;
- Tanzania Breweries Limited (Tanzanie) est une société qui produit, distribue et vend de la bière de malt, des boissons à base de malt non alcoolisées et des boissons alcoolisées aux fruits en Tanzanie. La société est cotée à la bourse de Dar es Salaam. Le chiffre d'affaires de Tanzania Breweries Limited s'est élevé à 298 millions d'euros en 2018 ;
- Nigerian Breweries Plc (Nigeria) est un des acteurs majeurs de l'industrie brassicole au Nigeria. Elle se consacre au brassage et à la vente de bière (Lager et stout en particulier), de boissons gazeuses, ainsi que de boissons non alcoolisées au Nigeria. La société est cotée au Nigerian Stock Exchange (NSE) et emploie environ 3.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Nigerian Breweries Plc s'est élevé à 777 millions d'euros en 2018 ;
- International Breweries Plc (Nigeria) se consacre au brassage, au conditionnement et à la commercialisation de bière, de boissons aromatisées et de boissons non alcoolisées au Nigeria. La société est cotée au Nigerian Stock Exchange. Le chiffre d'affaires d'International Breweries Plc s'est élevé à 289 millions d'euros en 2018 ;
- Guinness Nigeria Plc (Nigeria) est un des acteurs majeurs de l'industrie brassicole au Nigeria. Elle brasse, emballe, commercialise et vend des spiritueux, des bières et des boissons non alcoolisées principalement au Nigeria. La société est cotée au Nigerian Stock Exchange (NSE) et emploie environ 800 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Guinness Nigeria Plc s'est élevé à 340 millions d'euros en 2018.

#### 1.12.2.1.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA en 2019, 2020 et 2021 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Comparables boursiers	Taux de croissance CA			Marge d'EBITDA		
	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2019	2020	2021
Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayii Anonim Sirketi	13,7%	15,7%	13,4%	16,6%	16,8%	17,4%
East African Brew eries Limited	13,5%	12,4%	7,2%	28,7%	30,6%	31,2%
Tanzania Brew eries Limited	45,8%	11,1%	10,9%	28,6%	29,3%	29,0%
Nigerian Brew eries Plc	3,5%	5,7%	7,5%	20,3%	21,2%	20,8%
International Brew eries Plc	16,7%	17,5%	11,7%	12,4%	16,5%	17,5%
Guinness Nigeria Plc	-5,7%	-0,9%	4,2%	14,5%	14,0%	14,3%
<b>Médiane</b>	<b>13,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>18,4%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,1%</b>

Source : Capital IQ en date du 15/01/2020

Nous constatons que les taux de croissance médians de l'échantillon de sociétés comparables sont supérieurs à ceux de SABC sur l'ensemble de la période 2019-2021.

Les taux de marges d'EBITDA générés par SABC sont proches des taux de marge d'EBITDA médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2019-2021.

#### 1.12.2.1.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Comparables boursiers	VE/EBITDA		
	2019	2020	2021
Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayii Ano	7,9x	6,7x	5,7x
East African Brew eries Limited	8,1x	6,8x	6,2x
Tanzania Brew eries Limited	9,5x	8,4x	7,6x
Nigerian Brew eries Plc	8,2x	7,4x	7,0x
International Brew eries Plc	18,1x	11,6x	9,8x
Guinness Nigeria Plc	4,5x	4,7x	4,5x
<b>Médiane</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,6x</b>

Source: Capital IQ en date du 15/01/2020

Nous avons retenu le multiple :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA des sociétés incluses dans notre échantillon sont variables.

- VE/EBIT car l'EBIT est un agrégat qui peut être influencé par les politiques d'amortissement différentes appliquées par les sociétés de l'échantillon.

- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

#### 1.12.2.1.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA pour les années 2019, 2020 et 2021, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

#### 1.12.2.1.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SABC obtenue par la méthode des comparables boursiers.

<b>Valorisation par la méthode des comparables boursiers - SABC</b>	
	<b>V/E/EBITDA</b>
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	462 687
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>705,4</b>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de SABC par la méthode des comparables boursiers de 705,4m€.

#### 1.12.2.2 Valorisation des capitaux propres de SEMC par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

##### 1.12.2.2.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de 5 sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de SEMC, celui de l'exploitation de l'eau minérale naturelle.

Contrairement à SABC, nous n'avons pas pu identifier des sociétés cotées comparables à SEMC et évoluant dans des pays dont le risque est proche de celui du Cameroun. Par conséquent, notre échantillon regroupe des sociétés cotées comparables à SEMC en termes d'activité et présentes dans des zones géographiques caractérisées par un risque pays plus faible (Etats-Unis, Royaume-Uni, Maroc et République Tchèque).

Le tableau ci-dessous présente la capitalisation boursière et le chiffre d'affaires des cinq sociétés que nous avons retenues.

<b>Comparables boursiers</b>	<b>Pays</b>	<b>Capitalisation boursière* (en m€)</b>	<b>Chiffre d'affaires 2018 (en m€)</b>
National Beverage Corp.	Etats-Unis	2 073	806
A.G. BARR p.l.c.	Royaume-Uni	741	301
Primo Water Corporation	Etats-Unis	400	264
Les Eaux Minérales d'Oulmès S.A.	Maroc	276	143
Kofola CeskoSlovensko a.s.	République Tchèque	235	277
<b>Médiane</b>		<b>400</b>	<b>277</b>

Source : Capital IQ

\*moyenne 30 jours de cours de bourse, données au 15/01/2020

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société SEMC compte tenu des différences de taille, de rentabilité et du risque pays entre les différentes sociétés retenues.

Les 5 sociétés comparables à SEMC retenues sont :

- National Beverage Corp. (Etats-Unis) développe, produit, commercialise et vend un portefeuille d'eau pétillante, de jus de fruits, de boissons énergisantes et de boissons gazeuses non alcoolisées principalement aux États-Unis et au Canada. La société est cotée au NASDAQ et compte environ 1.600 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de National Beverage Corp. s'est élevé à 806 millions d'euros en 2018 ;
- A.G. BARR p.l.c., (Royaume-Uni) fabrique, distribue et vend de l'eau et des boissons non alcoolisées au Royaume-Uni et dans le monde. La société est cotée au London Stock Exchange et compte environ 1.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'A.G. BARR p.l.c s'est élevé à 301 millions d'euros en 2018 ;
- Primo Water Corporation (Etats-Unis) fournit de l'eau embouteillée purifiée de plusieurs gallons, de l'eau de remplissage en libre-service et des distributeurs d'eau aux États-Unis

et au Canada. La société est cotée au NASDAQ et compte environ 600 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Primo Water Corporation s'est élevé à 264 millions d'euros en 2018 ;

- Les Eaux Minérales d'Oulmès S.A. (Maroc) est spécialisée dans la production, la mise en bouteille et la vente d'eau minérale naturelle au Maroc. La société est cotée à la bourse de Casablanca et compte environ 1.500 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 143 millions d'euros en 2018 ;
- Kofola CeskoSlovensko a.s., (République Tchèque) produit et distribue de l'eau et des boissons non alcoolisées en Europe Centrale et à l'international. La société est cotée à la bourse de Prague et compte environ 2.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 277 millions d'euros en 2018.

#### 1.12.2.2.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA en 2019, 2020 et 2021 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Comparables boursiers	Taux de croissance CA			Marge d'EBITDA		
	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2019	2020	2021
National Beverage Corp.	12,7%	-4,3%	-1,2%	19,3%	17,1%	16,8%
Primo Water Corporation	5,5%	5,9%	7,8%	16,0%	17,1%	18,6%
Les Eaux Minérales d'Oulmès S.A	6,2%	8,7%	8,0%	19,3%	21,0%	n/a
A.G. BARR p.l.c.	7,1%	-5,6%	4,6%	19,0%	18,1%	18,4%
Kofola CeskoSlovensko a.s.	-6,3%	11,3%	0,6%	16,6%	16,8%	16,0%
<b>Médiane</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>19,0%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,6%</b>

Source : Capital IQ en date du 15/01/2020

n/a : non applicable en l'absence de prévisions d'analystes pour cette année

Nous constatons que les taux de croissance médians de l'échantillon de sociétés comparables sont inférieurs à ceux de SEMC sur l'ensemble de la période 2019-2021.

Les taux de marges d'EBITDA générés par SEMC sont supérieurs aux taux de marge médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2019-2021.

Cependant, il est rappelé que SEMC évolue dans un pays ayant un contexte géopolitique plus risqué que ses comparables boursiers.

#### 1.12.2.2.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Comparables boursiers	VE/EBITDA		
	2019	2020	2021
National Beverage Corp.	10,9x	12,8x	13,2x
Primo Water Corporation	13,2x	11,6x	9,9x
Les Eaux Minérales d'Oulmès S.A.	13,3x	11,3x	n/a
A.G. BARR p.l.c.	12,4x	13,7x	12,9x
Kofola CeskoSlovensko a.s.	7,8x	6,9x	7,2x
<b>Médiane</b>	<b>12,4x</b>	<b>11,6x</b>	<b>11,4x</b>

Source: Capital IQ en date du 15/01/2020

n/a : non applicable

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA et exclu les autres multiples pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment pour valoriser SABC.

#### 1.12.2.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA pour les années 2019, 2020 et 2021, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une

moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

#### 1.12.2.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SEMC obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par la méthode des comparables boursiers - SEMC	
	VE/EBITDA
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	28 199
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>43,0</b>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de SEMC par la méthode des comparables boursiers de 43,0m€. Les hypothèses retenues qui reposent d'une part sur des sociétés comparables opérant dans des pays moins risqués et d'autre part sur un plan d'affaires jugé volontariste maximisent la valeur obtenue par cette méthode.

#### 1.12.2.3 Valorisation des capitaux propres de SOCAVER par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

##### 1.12.2.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de 6 sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de SOCAVER, celui de la fabrication d'emballages en verre.

Contrairement à SABCO, nous n'avons pas pu identifier des sociétés cotées comparables à SOCAVER et évoluant dans des pays dont le risque est proche de celui du Cameroun. Par conséquent, notre échantillon regroupe des sociétés cotées comparables à SOCAVER en termes d'activité et présentes dans des zones géographiques caractérisées par un risque pays plus faible (France, Espagne, Etats-Unis, Suisse, Italie et Turquie).

Le tableau ci-dessous présente la capitalisation boursière et le chiffre d'affaires des six sociétés que nous avons retenues.

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2018 (en m€)
Verallia Société Anonyme	France	3 619	2 416
Vidrala, S.A.	Espagne	2 516	967
O-I Glass, Inc.	Etats-Unis	1 723	6 006
Vetropack Holding AG	Suisse	1 130	618
Zignago Vetro S.p.A.	Italie	1 111	290
Anadolu Cam Sanayii A.S.	Turquie	477	533
<b>Médiane</b>		<b>1 426</b>	<b>793</b>

Source : Capital IQ

\*moyenne 30 jours de cours de bourse, données au 15/01/2020

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société SOCAVER compte tenu des différences de taille, de rentabilité et du risque pays entre les différentes sociétés retenues.

Les 6 sociétés comparables à SOCAVER retenues sont :

- Verallia S.A. (France) est un leader mondial de l'emballage en verre. À l'origine filiale du groupe français Saint-Gobain, elle appartient depuis 2015 aux fonds d'investissement Apollo Global Management et à Bpifrance. Verallia est cotée à Euronext Paris depuis le

mois d'octobre 2019 et compte environ 15.500 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 2.416 millions d'euros en 2018.

- Vidrala, S.A. (Espagne) fabrique et vend des emballages en verre en Espagne, au Royaume-Uni / Irlande, en France, en Italie, au Portugal et dans le monde entier. La société est cotée à la bourse de Madrid et compte environ 3.700 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Vidrala, S.A. s'est élevé à 967 millions d'euros en 2018 ;
- O-I Glass, Inc. (Etats-Unis) fabrique et vend des emballages en verre aux fabricants de produits alimentaires et de boissons situés principalement dans les Amériques, en Europe et dans la région Asie-Pacifique. La société est cotée au NYSE et compte environ 26.500 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Owens-Illinois, Inc. s'est élevé à 6.006 millions d'euros en 2018 ;
- Vetropack Holding AG (Suisse) fabrique et vend des produits d'emballage en verre en Europe. La société propose des bouteilles et des récipients en verre à destination des secteurs de l'alimentation, des boissons et des produits pharmaceutiques et cosmétiques. La société est cotée au Six Swiss Exchange et compte environ 3.300 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Vetropack Holding AG s'est élevé à 618 millions d'euros en 2018 ;
- Zignago Vetro S.p.A. (Italie) produit et commercialise des récipients en verre creux destinés aux marchés de l'alimentation et des boissons, des cosmétiques et des parfumeries. La société est cotée à la Borsa Italiana et compte environ 2.500 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 290 millions d'euros en 2018 ;
- Anadolu Cam Sanayii A.S. (Turquie) fabrique et vend des produits d'emballage en verre pour les secteurs de l'alimentation, des boissons, des cosmétiques et des produits pharmaceutiques en Turquie, en Russie, en Ukraine, en Géorgie et aux Pays-Bas. La société est cotée à la bourse d'Istanbul et compte environ 4.300 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de la société s'est élevé à 533 millions d'euros en 2018.

#### 1.12.2.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA en 2019, 2020 et 2021 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Comparables boursiers	Taux de croissance CA			Marge d'EBITDA		
	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2019	2020	2021
O-I Glass, Inc.	-0,7%	1,5%	0,5%	18,7%	18,4%	18,5%
Vidrala, S.A.	3,1%	1,5%	2,7%	26,6%	26,7%	27,6%
Zignago Vetro S.p.A.	46,9%	6,7%	4,9%	28,2%	28,1%	28,3%
Vetropack Holding AG	7,1%	4,5%	3,7%	23,5%	23,9%	24,2%
Anadolu Cam Sanayii A.S.	20,7%	16,4%	9,0%	23,7%	23,4%	23,1%
Verallia Société Anonyme	6,7%	4,6%	3,8%	23,8%	24,6%	25,3%
<b>Médiane</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>23,8%</b>	<b>24,2%</b>	<b>24,7%</b>

Source : Capital IQ en date du 15/01/2020

Nous constatons que le taux de croissance annuel moyen de chiffre d'affaires de SOCAVER sur la période 2019-2021 est supérieur à celui des comparables.

Les taux de marge d'EBITDA générés par SOCAVER sur la période 2019-2021 sont inférieurs aux taux de marge d'EBITDA médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2019-2021.

Il est rappelé que SOCAVER évolue dans un pays ayant un contexte géopolitique plus risqué que ses comparables boursiers.

#### 1.12.2.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Comparables boursiers	VE/EBITDA	
	2020	2021
O-I Glass, Inc.	6,4x	6,3x
Vidrala, S.A.	10,8x	10,2x
Zignago Vetro S.p.A.	9,8x	9,3x
Vetropack Holding AG	6,5x	6,2x
Anadolu Cam Sanayii A.S.	5,2x	4,9x
Verallia Société Anonyme	8,7x	8,1x
<b>Médiane</b>	<b>7,6x</b>	<b>7,2x</b>

Source : Capital IQ en date du 15/01/2020

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA et exclu les autres multiples pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment pour valoriser SABC.

Nous avons retenu les multiples de VE/EBITDA pour les années 2020 et 2021, l'année 2019 ayant été marquée par des problèmes industriels importants (arrêt du four de la verrerie) ayant obérés le résultat d'exploitation de l'exercice 2019.

#### 1.12.2.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE/EBITDA pour les années 2020 et 2021, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

#### 1.12.2.3.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SOCAVER obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par la méthode des comparables boursiers - SOCAVER	
	VE/EBITDA
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	23 935
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>36,5</b>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de SOCAVER par la méthode des comparables boursiers de 36,5m€.

#### 1.12.2.4 Somme des parties

Le tableau ci-dessous présente le cours induit par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables dans la somme des parties :

Valorisation par la méthode des comparables boursiers - Somme des parties			
Valeur des titres (en m€)	Valeur pour 100% des titres	% détenu par SABC	Quote-part SABC
SABC (social)	705,4	n/a	705,4
+ SEMC (social)	43,0	56,90%	24,5
+ SOCAVER (social)	36,5	52,93%	19,3
<b>= Valeur des titres</b>			<b>749,1</b>
Nombre d'actions (en milliers)			5 736
<b>= Valeur de l'action (€/action)</b>			<b>130,6</b>

La valeur unitaire de l'action SABC s'élève, selon la méthode des comparables boursiers, à 130,6€.

Le prix d'Offre de 128,50€ fait ressortir une décote de 1,6% sur cette valeur.

### 1.13 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Nous avons retenu, à titre secondaire :

- la référence au cours de bourse de SABC,
- des multiples observés sur des transactions comparables reposant sur l'approche par la somme des parties.

#### 1.13.1 Référence au cours de bourse de SABC

Les actions SABC sont cotées au double fixing sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN CM0000035113.

A notre connaissance, SABC ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers et il n'existe pas de consensus de valeur.

##### 1.13.1.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et à la date du présent rapport, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Société des Brasseries et Glacières Internationales (BGI)	4 225 610	73,66%
Société Nationale d'Investissement du Cameroun (SNI)	573 727	10,00%
Heineken International BV	501 977	8,75%
Flottant	435 049	7,58%
<i>Actionnaires au nominatif</i>	<i>299 033</i>	<i>5,21%</i>
<i>Actionnaires au porteur</i>	<i>136 016</i>	<i>2,37%</i>
<b>Total</b>	<b>5 736 363</b>	<b>100,0%</b>

Source : site internet de la Société

Le capital flottant représente 7,58% du capital, soit 435.049 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action SABC				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total <sup>1</sup>	Volume cumulé % flottant <sup>2</sup>
Moyenne 1 mois	15	294	0,01%	0,07%
Moyenne 3 mois	17	1 059	0,02%	0,24%
Moyenne 6 mois	9	1 207	0,02%	0,3%
Moyenne 9 mois	17	3 273	0,06%	0,8%
Moyenne 1 an	28	7 137	0,12%	1,6%

Source : Euronext, Capital IQ, 15/01/2020

<sup>1</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

<sup>2</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 9 titres (moyenne 6 mois) et 28 titres (moyenne 1 an).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 7.137, soit 0,12% du nombre total de titres et 1,6% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,01% du nombre total de titres et 0,07% du flottant.

Au regard de ces données, le titre SABC, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, ne présente pas une liquidité suffisante. D'autre part, la société SABC ne fait pas l'objet de suivi par des analystes financiers indépendants et il n'existe pas de processus informatif entre la société et la communauté financière.

Malgré l'illiquidité du titre et la taille réduite du capital flottant (7,58% du total du capital de la Société), nous retiendrons toutefois cette méthode à titre secondaire, cette valeur demeurant une référence observable pour un actionnaire minoritaire.

### 1.13.1.2 Analyse du cours de bourse de SABC

L'évolution du cours de bourse de SABC sur les trois dernières années est présentée ci-dessus :

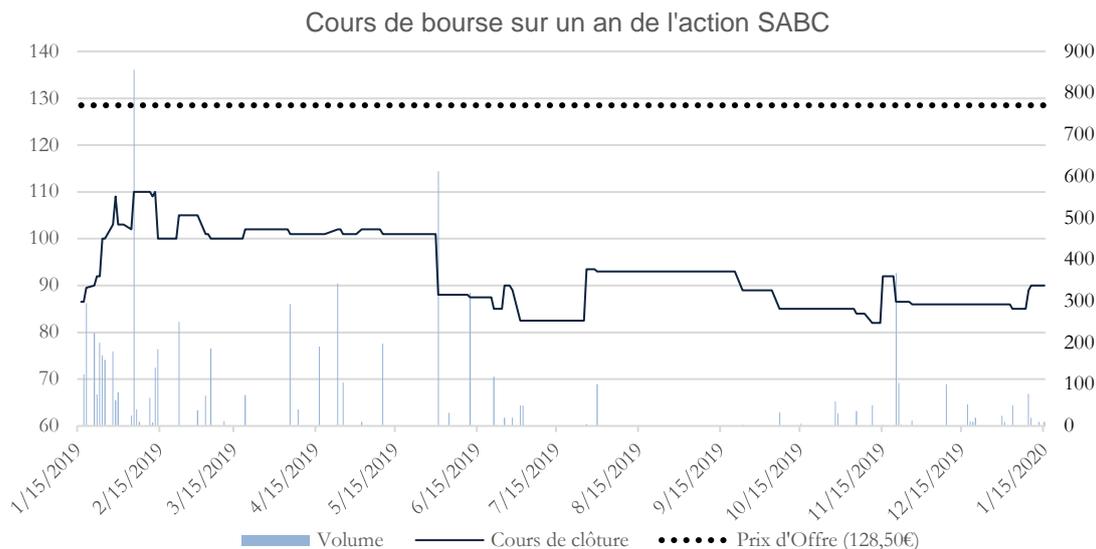


Le cours de bourse de SABC, qui était proche des 115€ mi-janvier 2017, a oscillé par la suite entre 110€ et 125€ jusqu'en fin juillet 2017 avant de se stabiliser autour des 120€ jusqu'à fin mai 2018.

A compter de cette date, le cours a connu une baisse progressive et significative jusqu'au 21 août 2018 pour atteindre 85,5€ avant de rebondir dès le lendemain à 97,5€. SABC a vu par la suite son cours reculer progressivement et s'élever à 85€ début octobre 2018 avant de se stabiliser à ce niveau jusqu'en mi-novembre 2018.

Fin novembre 2018, le cours est revenu au-dessus des 90€ avant de connaître un léger décrochage fin décembre 2018 ramenant le cours à 86,5€ jusque mi-janvier 2019.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de SABC a évolué comme suit.



SABC a vu tout d'abord progresser de manière significative à compter de mi-janvier 2019 pour atteindre 110€ le 8 février 2019, soit le maximum observé au cours de la période.

Après avoir connu une légère baisse mi-février 2019 pour atteindre 100€, le cours de SABC a s'est stabilisé à ce niveau jusque fin mai 2019.

Début juin 2019, le cours de SABC a décroché pour atteindre 88€. Il a diminué ensuite de nouveau début juillet pour s'établir à 83€.

Fin juillet 2019, le cours de SABC a progressé rapidement à 93€. Par la suite, le cours de SABC s'est stabilisé jusque fin septembre 2019 alors que les volumes échangés restaient extrêmement limités sur cette période (5 titres échangés au total de fin juillet à fin septembre 2019).

A compter de cette date, le cours a connu une tendance baissière pour atteindre 82€ le 14 novembre 2019.

Le cours de bourse de SABC a depuis connu un léger rebond et atteignait 92€ au 19 novembre 2019. En léger recul par la suite puis après s'être stabilisé autour des 85€, le cours de bourse de SABC atteint finalement 90,0€ le 15 janvier 2020, soit la dernière journée d'échanges avant la suspension du cours de l'action SABC (16 janvier 2020) et l'annonce au marché de l'Offre.

Les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuel ne semblent pas corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes.

### 1.13.1.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 15 janvier 2020, dernier jour d'échanges avant la suspension du cours et l'annonce au marché de l'Offre.

	€/action	Prime extériorisée <sup>1</sup> en %
Cours de clôture (le 15 janvier 2020)	90,0	43%
CMPV* 20 jours	87,2	47%
CMPV* 60 jours	86,2	49%
CMPV* 120 jours	86,8	48%
CMPV* 250 jours	97,3	32%

<sup>1</sup> prime calculée par rapport au prix d'Offre de 128,50€

\* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 15/01/2020

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 86,2€ (moyenne 60 jours) et 97,3€ (moyenne 250 jours).

Le prix proposé de 128,50€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 32% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours) et 49% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours). Il offre une prime de 43% sur le cours de clôture au 15 janvier 2020.

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes intégrant les dernières informations financières.

Pour les raisons évoquées préalablement et à l'illiquidité de la valeur, nous retenons à titre secondaire la référence aux différentes moyennes de cours de bourse pour apprécier le prix d'Offre.

#### 1.13.2 Méthode des multiples observés sur des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers des sociétés SABC, SEMC et SOCAVER la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

##### 1.13.2.1 Choix de l'échantillon

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment (depuis 2017), les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Sur la base de notre analyse de transactions comparables, nous avons constitué trois échantillons différents :

- Un échantillon de 4 transactions dans le secteur du brassage de la bière, secteur dans lequel évolue la société SABC ;
- Un échantillon de 4 transactions dans le secteur de l'exploitation et de l'embouteillage d'eau minérale naturelle, secteur où évolue la société SEMC ;
- Un échantillon de 3 transactions dans le marché de la production de verre dans lequel évolue la société SOCAVER.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre. Elles concernent en effet des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de ceux de SABC, SEMC et SOCAVER et interviennent dans un contexte macro-économique et financier proche de l'Offre.

Nous avons cependant retenu cette méthode à titre secondaire au regard de la taille restreinte de notre échantillon (échantillon de 4 transactions pour SABC et SEMC et de 3 transactions pour SOCAVER), des différences en termes de taille et de rentabilité des sociétés cibles par rapport aux sociétés évaluées et des différences géographiques, les sociétés cibles évoluant pour la plupart dans des zones géographiques développées avec un contexte géopolitique différent de celui du Cameroun.

##### 1.13.2.2 Analyse des transactions

Les transactions comparables qui se rapprochent de l'activité de SABC retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)*	EBITDA (m€)	Marge d'EBITDA	EV/EBITDA
janv.-19	Société Des Brasseries et Glacières	Société des Brasseries de l'Ouest Africain	Sénégal	61	51	5	9%	13,2x
juin-18	Gage Roads Brewing	Matso's Broome Brewery	Australie	11	n/c	2	n/a	7,0x
déc.-17	Groupe d'investisseurs	Tsingtao Brewery	Chine	2 564	3 364	359	11%	7,2x
mai-17	Marston's PLC	Charles Wells Limited, Brewing and Beer Business	Royaume-Uni	55	92	6	7%	9,2x
<b>Médiane</b>							<b>9%</b>	<b>8,2x</b>

Source : Capital IQ

\* Chiffre d'affaires LTM au 31/12/2018 pour SOBOA, 30/09/2017 pour Tsingtao Brewery et 30/09/2016 pour Charles Wells

LTM (Last Twelve Month) : douze derniers mois

n/c : non communiqué. n/a : non applicable

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des 4 transactions suivantes :

- La Société Des Brasseries et Glacières Internationales (BGI) a lancé une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur les actions non encore détenues dans la Société des Brasseries de l'Ouest Africain (SOBOA) qui permettait à cette dernière de quitter la cote. Le prix d'offre s'élève à 690€ par action. SOBOA est une entreprise sénégalaise et un acteur majeur dans le marché des boissons gazeuses et bières au Sénégal ;
- Gage Roads Brewing a annoncé le 8 juin 2018 l'acquisition de 100% des parts de Matso's Broome Brewery. Cette dernière détient et exploite des brasseries en Australie. Le chiffre d'affaires de Matso's Broome Brewery n'a pas été communiqué ;
- Un groupe d'investisseur, dont le conglomérat chinois Fosun, a annoncé en décembre 2017 l'acquisition de 20% des parts de l'entreprise chinoise Tsingtao Brewery Company. Cette dernière est spécialisée dans la production, la distribution, la vente en gros et au détail de bières dans le monde entier ;
- Marston's PLC a annoncé en mai 2017 l'acquisition de 100% des parts de l'entreprise Charles Wells Limited. Charles Wells Limited produit et exporte des bières. Elle exploite également une chaîne de pub à travers le Royaume-Uni et la France.

Les transactions comparables de SEMC retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	Marge d'EBITDA	EV/EBITDA
sept.-18	AC Bebidas, S. De R.L. De C.V.	Corporación Lindley S.A.	Pérou	1 533	714	141	20%	10,9x
avr.-18	LOTTE Corporation	Lotte Chilsung Beverage Co.,Ltd.	Corée du Sud	1 896	1 740	144	8%	13,2x
févr.-18	Cott Corporation	Crystal Rock Holdings, Inc.	Etats-Unis	28	47	3	7%	8,1x
juin-17	AETOS a.s.	Kofola CeskoSlovensko a.s.	République Tchèque	448	254	36	14%	12,4x
<b>Médiane</b>							<b>11%</b>	<b>11,6x</b>

Source : Capital IQ

Les transactions comparables de SOCAVER retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	Marge d'EBITDA	EV/EBITDA
juil.-18	n/c	Middle East Glass Manufacturing Company S.A.E.	Egypte	155	69	20	29%	7,7x
juin-17	Vidrala, S.A.	Santos Barosa - Vidros, S.A.	Portugal	253	140	33	24%	7,6x
févr.-17	BA Glass I - Serviços de Gestão e Investimentos, SA	Drujba Glassworks SA	Bulgarie	197	130	35	27%	5,7x
<b>Médiane</b>							<b>25%</b>	<b>7,6x</b>

Source : Capital IQ

### 1.13.2.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA des sociétés incluses dans notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de ceux de SABC, SEMC et SOCAVER ;

- VE/EBIT car l'EBIT est un agrégat qui peut être influencé par les politiques d'amortissement différentes appliquées par les sociétés de l'échantillon ;

- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

### 1.13.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBITDA que nous avons appliqué aux agrégats de SABC pour les années 2018 et 2019, à l'agrégat de SEMC uniquement pour l'année 2019 (la société ayant perdu d'importantes part de marché sur la période 2014-2018 ayant contraint une baisse de la production) et à l'agrégat de SOCAVER pour l'année 2018 (pour les raisons évoquées ci-avant dans la partie 3.4.2.3.3), les transactions retenues ayant été réalisées entre les années 2017 et 2019.

La valeur des fonds propres de chaque société ressortant par cette méthode est déterminée en déduisant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la partie 3.1.3 de ce rapport.

### 1.13.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SABC obtenue par la méthode des transactions comparables :

Valorisation par la méthode des transactions comparables - SABC	
	VE/EBITDA
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	498 455
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>759,9</b>

Nous obtenons une valeur implicite des capitaux propres de SABC par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 759,9m€.

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SEMC obtenue par la méthode des transactions comparables :

<b>Valorisation par la méthode des transactions comparables - SEMC</b>	
	<b>VE/EBITDA</b>
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	18 836
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>28,7</b>

Nous obtenons une valeur implicite des capitaux propres de SEMC par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 28,7m€.

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SOCAVER obtenue par la méthode des transactions comparables :

<b>Valorisation par la méthode des transactions comparables - SOCAVER</b>	
	<b>VE/EBITDA</b>
Valeur moyenne des capitaux propres (MFCFA)	22 075
<b>Valeur moyenne des capitaux propres (M€)</b>	<b>33,7</b>

Nous obtenons une valeur implicite des capitaux propres de SOCAVER par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 33,7m€.

#### 1.13.2.6 Somme des parties

Nous retiendrons en synthèse les valeurs extériorisées par cette méthode à titre secondaire au regard des limites afférentes aux échantillons retenus évoquées ci-avant.

Le tableau ci-dessous présente le cours induit par la méthode des transactions comparables dans la somme des parties :

<b>Valorisation par la méthode des transactions comparables - Somme des parties</b>			
<b>Valeur des titres (en m€)</b>	<b>Valeur pour 100% des titres</b>	<b>% détenu par SABC</b>	<b>Quote-part SABC</b>
SABC (social)	759,9	n/a	759,9
+ SEMC (social)	28,7	56,90%	16,3
+ SOCAVER (social)	33,7	52,93%	17,8
<b>= Valeur des titres</b>			<b>794,0</b>
Nombre d'actions (en milliers)			5 736
<b>= Valeur de l'action (€/action)</b>			<b>138,4</b>

La valeur unitaire de l'action SABC s'élève, selon la méthode des transactions comparables, à 138,4€.

Le prix d'Offre de 128,50€ fait ressortir une décote de 7,2% sur cette valeur.

## 1.14 Analyse des accords et engagements pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Nous avons analysé :

- Le pacte d'actionnaires relativement à SABC conclu entre BGI et SNI le 20 janvier 2020 ;
- L'engagement d'apport à l'Offre de Heineken conclu avec BGI le 20 janvier 2020.

### 1.14.1 Pacte d'actionnaires relativement à SABC conclu entre BGI et SNI

BGI a conclu le 20 janvier 2020 un pacte d'actionnaires avec SNI, d'une durée initiale de cinq ans, aux termes duquel BGI et SNI agissent de concert<sup>12</sup> relativement à SABC (et détiennent de concert 83,66% de son capital et de ses droits de vote).

SNI est une 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.

Le pacte d'actionnaires comporte notamment des clauses relatives à :

- La gouvernance de SABC ;
- La structure actionnariale de SABC (et notamment les transferts de titres) ;
- L'Offre concernée par le présent rapport.

En matière de gouvernance, SNI bénéficiera d'un droit de représentation au Conseil d'Administration de SABC avec deux administrateurs désignés sur proposition de SNI aussi longtemps que SNI détiendra au moins 7% du capital social de SABC, et un administrateur désigné sur proposition de SNI aussi longtemps que SNI détiendra au moins 2% (mais moins de 7%) du capital social de SABC.

Par ailleurs sur demande de SNI, une concertation entre SNI et BGI sera organisée préalablement à toute réunion du Conseil d'Administration et toute assemblée générale des actionnaires de SABC. En effet, aussi longtemps que SNI détiendra au moins 2% du capital social de SABC, tout administrateur représentant SNI pourra demander la tenue d'une réunion de concertation préalablement à toute réunion du Conseil d'Administration de SABC à l'effet d'avoir une première discussion informelle avec au moins un administrateur représentant BGI relativement à toute question inscrite à l'ordre du jour de la réunion concernée du Conseil d'administration de SABC.

Concernant la structure actionnariale de SABC et les transferts de titres, les titres SABC détenus par BGI et SNI pourront être transférés librement par chacune de ces dernières à un de leurs affiliés. Les autres transferts de titres SABC comportent :

- un droit de première offre, la première partie envisageant de transférer tout ou partie de ses titres SABC devant proposer par priorité à l'autre partie d'acquérir la totalité des titres SABC concernés, l'autre partie disposant du droit d'adresser à la première partie une offre d'achat en numéraire portant sur la totalité des titres SABC concernés ;
- un droit de préemption si, après le respect de la procédure du droit de première offre, la première partie envisage de transférer les titres SABC concernés à une personne autre que l'autre partie (un tiers acquéreur), l'autre partie disposera d'un droit de préemption lui permettant d'acquérir la totalité (et non une partie seulement) des titres SABC concernés ;
- un droit de cession conjointe (partielle ou totale) : dans le cas où la première partie transférerait effectivement les titres SABC concernés au tiers acquéreur et que ce tiers acquéreur acquiert de ce fait le contrôle de SABC, l'autre partie disposera du droit de céder au tiers acquéreur tout ou partie de ses titres SABC ;
- lesdits transferts devant être réalisés sous la condition suspensive de l'obtention des autorisations légales et réglementaires requises.

Par ailleurs, SNI s'engage irrévocablement et définitivement à n'apporter aucune action SABC qu'elle détient à l'Offre, à ne céder aucune action SABC qu'elle détient jusqu'à la réalisation de la radiation des titres SABC et à ne pas les céder à BGI dans le cadre de la période d'engagement subséquente de trois mois prévus par les règles de marché d'Euronext.

SNI 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.

---

<sup>12</sup> au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce français et du droit camerounais

La lecture de cet accord ne fait pas apparaître d'avantages pécuniers qui seraient accordés à SNI dans le cadre du pacte d'actionnaires conclu avec l'Initiateur. L'examen de cet accord ne fait donc pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

#### 1.14.2 Engagement d'apport à l'Offre de Heineken conclu avec BGI

Aux termes d'un engagement d'apport conclu avec BGI le 20 janvier 2020, Heineken s'est engagée à apporter à l'Offre les 501.977 actions de la Société qu'elle détient, représentant 8,75% du capital et des droits de vote de la Société au prix d'Offre de 128,50€ par action.

Heineken s'engage par ailleurs de manière irrévocable jusqu'à la date d'exécution de cet engagement d'apport à ne pas céder ou grever d'un nantissement les actions SABC qu'elle détient, ni d'acquérir des actions SABC complémentaires.

La lecture de cet engagement ne fait pas apparaître d'avantages particuliers qui seraient accordés à cet actionnaire dans le cadre de son engagement apport. L'examen de cet engagement ne fait donc pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

#### 1.14.3 Conclusion

En conséquence de la conclusion de ces accords et engagements, BGI et SNI détiendront donc de concert au moins 92,42% du capital et des droits de vote de SABC à l'issue de l'Offre.

L'analyse de l'ensemble des accords et engagements présentés dans cette section ne fait pas apparaître de clause de complément de prix.

En conclusion, l'analyse de ces accords connexes à l'Offre, ne fait pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

# Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

## 1.15 Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions SABC :

### 1.15.1 Méthodes d'évaluation écartées

L'établissement présentateur a écarté les méthodes suivantes :

- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs,
- Référence à la valeur des titres SABC dans les comptes de BGI,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Méthodes des multiples de transactions comparables et des comparables boursiers sur la base des comptes consolidés,
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) sur une base consolidée,
- Référence aux transactions significatives récentes sur le capital de la Société,
- Méthode des multiples de transactions comparables par l'approche par la somme des parties,

Nous avons pour notre part écarté l'ensemble de ces approches à l'exception de la méthode des multiples de transactions comparables par l'approche de la somme des parties que nous avons retenue à titre secondaire.

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode à cause des différences des caractéristiques financières et géographiques des cibles issues de sa recherche. Il a cependant présenté à titre indicatif sa recherche de transactions dans le secteur. Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire, cette méthode restant une méthode analogique de référence avec les limites évoquées dans notre rapport.

### 1.15.2 Méthodes d'évaluation retenues

L'établissement présentateur a retenu la méthode de l'actif net comptable à titre indicatif. Nous avons pour notre part écarté cette méthode pour les raisons évoquées précédemment dans le présent rapport.

L'établissement présentateur a retenu les méthodes suivantes à titre principal :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- Méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- Référence au cours de bourse de SABC.

Nous avons pour notre part retenu également ces méthodes à titre principal sauf pour la référence au cours de bourse que nous avons retenu à titre secondaire au regard de la taille réduite du flottant et de la faible liquidité du titre. Cette méthode constitue toutefois une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire malgré l'illiquidité du titre. Nous avons également comme expliqué ci-dessus, retenu la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par la somme des parties à titre secondaire.

Notre approche est décrite dans la partie 3 du présent rapport.

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant sur la base de l'approche par la somme des parties une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (flux de trésorerie actualisés) et s'est référé au cours de bourse de la Société.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

#### 1.15.2.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a pour chacune des trois sociétés significatives du groupe (SABC, SEMC et SOCAVER) :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2023 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices allant du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2028 ;
- calculé une valeur terminale intégrant une marge d'EBITDA et un niveau d'investissements équivalents à la dernière année de prévisions établies par le management auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au coût moyen pondéré du capital de la société à la date du 31 décembre 2019 ;
- retranché de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2019 en l'ajustant de la moitié du flux 2019 pour tenir compte du flux du deuxième semestre 2019 ;
- pour les sociétés SEMC et SOCAVER, multiplié la valeur des fonds propres par le taux de détention du capital par SABC.

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action SABC de 83,1€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 79,3€ et 87,2€.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2023.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- l'extrapolation du business plan jusqu'au 31 décembre 2028. Nous n'avons pas extrapolé le business plan au-delà des prévisions du management,
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation.

### 1.15.2.1.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme année normative l'exercice 2028 (horizon au 31 décembre 2028), sa période d'extrapolation intégrant une accélération progressive de la croissance pour atteindre 2,0% à l'infini, une stabilité du taux de marge d'EBITDA à 17,9% et une baisse progressive des dotations aux amortissements pour rejoindre le niveau des investissements à l'infini.

Nous avons, pour notre part, retenu l'année 2023 comme horizon explicite du business plan. Notre flux normatif est basé sur un taux de marge égal à la moyenne des cinq années de la période explicite du business plan (plus élevé que la dernière année du business plan) ainsi que sur un niveau d'investissement normatif retenu en concertation avec le management qui est plus élevé que celui retenu par l'établissement présentateur (dernière année de la période explicite). Par ailleurs, nous avons retenu une valeur terminale basée sur un taux de croissance à l'infini de 4,0%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

### 1.15.2.1.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC - Etablissement présentateur				
		SABC	SEMC	SOCAVER
Taux sans risque	(1)	2,1%	2,1%	2,1%
Prime de risque du marché	(2)	6,0%	6,0%	6,0%
Beta désendetté	(3)	1,02	1,00	0,72
Gearing	(4)	30,0%	30,0%	30,0%
Beta endetté	(5)	1,22	1,20	0,86
Prime de risque pays		5,0%	5,0%	5,0%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7)</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>12,3%</b>
Coût de la dette	(8)	5,5%	5,5%	5,5%
Taux d'IS	(9)	33,0%	33,0%	33,0%
<b>Coût de la dette après impôts</b>		<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>
D/(D+CP)		23%	23%	23%
CP/(D+CP)		77%	77%	77%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10)</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>10,3%</b>
(1) Source : BNP Paribas		(6) Source : BNP Paribas		
(2) Source : BNP Paribas		(7) Formule du MEDAF		
(3) Bêta sectoriels Damodaran (soft, alcoholic & packaging)		(8) Taux du dernier emprunt obligataire du Cameroun		
(4) Hypothèses management		(9) Taux d'imposition en vigueur au Cameroun		
(5) Formule de Hamada		(10) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$		

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.4.1.6 du présent rapport

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau notamment concernant le taux sans risque, la prime de risque du marché et la prime de risque.

Les taux d'actualisation retenus par l'établissement présentateur (11,9% pour SABC, 11,9% pour SEMC et 10,3% pour SOCAVER) sont légèrement supérieurs à ceux que nous avons retenus (10,9% pour SABC, 10,4% pour SEMC et 10,0% pour SOCAVER) mais restent néanmoins cohérents.

### 1.15.2.1.3 Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SABC de 7.686 MFCFA au 30 juin 2019 intégrant la trésorerie nette au 30 juin 2019 (13.025 MFCFA) ajustée des provisions pour litiges (3.291 MFCFA), des provisions pour retraites (17.484 MFCFA), des provisions fiscales (9.321 MFCFA), de la revalorisation des titres FINADEI

(3.292 MFCFA) et de l'impact fiscal lié aux provisions pour retraites, litiges et à la plus-value des titres FINADEI (6.093 MFCFA).

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SEMC de 6.364 MFCFA au 30 juin 2019 intégrant la dette financière nette au 30 juin 2019 (6.104 MFCFA) ajustée des provisions pour retraites (335 MFCFA), des provisions fiscales (37 MFCFA) et de l'impact fiscal lié aux provisions pour retraites (110 MFCFA).

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SOCAVER de 7.801 MFCFA au 30 juin 2019 intégrant la dette financière nette au 30 juin 2019 (7.615 MFCFA) ajustée des provisions pour litiges (148 MFCFA), des provisions pour retraites (1.415 MFCFA), de la revalorisation des titres FINADEI (1.176 MFCFA) et de l'impact fiscal lié aux provisions pour retraites, litiges et à la plus-value des titres FINADEI (201 MFCFA).

Nous avons, pour ces trois entités, retenu des passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 8.778 MFCFA pour SABC, 6.364 MFCFA pour SEMC et 7.874 MFCFA pour SOCAVER au 30 juin 2019 sur la base de calculs proches de ceux de l'établissement présentateurs.

L'écart sur le montant de la dette nette ajustée de SABC est non significatif et provient principalement du calcul de l'économie d'impôts qui résulterait du décaissement des provisions pour litiges, notre analyse nous ayant amené à distinguer les provisions pour litiges jugées déductibles et celles jugées non déductibles.

Nos calculs sont détaillés en partie 3 du présent rapport.

#### *1.15.2.1.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties*

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 83,1€ et se situe en deçà de notre valeur. Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du traitement que nous avons retenu concernant l'extrapolation des prévisions du plan d'affaires et le calcul de la valeur terminale et du taux d'actualisation.

#### *1.15.2.2 Méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties*

##### *1.15.2.2.1 Choix de l'échantillon*

L'établissement présentateur a retenu deux échantillons distincts pour évaluer SABC. Le premier est composé de sept sociétés internationales qui sont spécialisées dans l'embouteillage de boissons non-alcoolisées. Le deuxième est composé de sept sociétés spécialisées dans les activités de brassages de bières dans les pays émergents, principalement en Afrique et Amérique latine.

Nous avons, pour notre part, retenu un seul échantillon composé de six sociétés : Anadolu Efes, East African Breweries, Tanzania Breweries, Nigerian Breweries, International Breweries et Guinness Nigeria, cinq d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Contrairement à l'établissement présentateur, nous n'avons pas retenu l'échantillon de sociétés évoluant dans le secteur de l'embouteillage de boissons non-alcoolisées car cette activité représente une part non significative de la contribution à la marge d'exploitation de SABC.

L'établissement présentateur a retenu un seul échantillon de quatre sociétés spécialisées dans la production, la commercialisation et la distribution d'eau minérale pour évaluer la SEMC.

Nous avons, pour notre part, retenu un seul échantillon composé de cinq sociétés : National Beverage, Primo Water Corporation, Les Eaux Minérales d'Oulmès, A.G. BARR et Kofola CeskoSlovensko, quatre d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

L'établissement présentateur a retenu un seul échantillon de six sociétés spécialisées dans la production d'emballages en verre principalement à destination des produits alimentaires et des boissons pour évaluer SOCAVER.

Nous avons, pour notre part, retenu un seul échantillon composé de six sociétés : Owens-Illinois, Vidrala, Zignago Vetro, Vetropack, Anadolu Cam Sanayii et Verallia, cinq d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

#### *1.15.2.2.2 Choix des multiples et méthodologie*

Le ratio moyen retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA pour les trois sociétés : SABC, SEMC et SOCAVER.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBITDA est pertinent.

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux agrégats financiers prévisionnels de SABC, SEMC et SOCAVER au 31/12/2019, 31/12/2020 et 31/12/2021.

Nous avons appliqué pour notre part la médiane des multiples résultant de notre échantillon aux agrégats financiers prévisionnels de SABC, SEMC et SOCAVER considérant que la médiane est insensible aux valeurs extrêmes contrairement à la moyenne. Par ailleurs, nous n'avons pas retenu l'année 2019 pour SOCAVER, celle-ci n'étant pas normative et caractérisée par des problèmes industriels importants ayant obérés l'agrégat d'exploitation pour cette année.

Les écarts observés entre l'établissement présentateur et nous même proviennent des différences dans l'application de la méthode qui sont décrites ci-dessus.

#### *1.15.2.2.3 Conclusion sur la méthode des comparables ressortant de l'approche par la somme des parties*

La valeur de l'action du groupe SABC obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 121,0€ et 162,7€, et une valeur centrale de 142,9€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du groupe SABC par la méthode des comparables boursiers de 130,6€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application du multiple d'EBITDA.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons légèrement différents et de l'application d'un multiple moyen par l'établissement présentateur et médian par nous-même.

#### *1.15.2.3 Méthode du cours de bourse*

La banque présentatrice a retenu le critère du cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60, 120 et 250 dernières séances boursières au 15 janvier 2020, dernier jour d'échanges avant la suspension du cours de SABC et l'annonce de l'Offre, ainsi que le cours de clôture, le cours minimum et le cours maximum sur les 250 dernières séances boursières à cette même date. Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières au 15 janvier 2020.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués. Nous considérons par ailleurs que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre secondaire comme expliqué en partie 3.4, compte tenu de l'illiquidité du titre et de l'absence de cotation régulière.

## Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 128,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
<b>Méthodes principales :</b>					
Approche par la somme des parties					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	79,3 €	83,1 €	87,2 €	104,0 €	23,6%
Méthode des comparables boursiers	121,0 €	142,9 €	162,7 €	130,6 €	-1,6%
<b>Méthodes secondaires :</b>					
Référence au cours de bourse*					
Cours moyen pondéré 20 jours		87,2 €		87,2 €	47,4%
Cours moyen pondéré 60 jours		86,2 €		86,2 €	49,0%
Cours moyen pondéré 120 jours		86,8 €		n.a	n.a.
Cours moyen pondéré 250 jours		97,3 €		n.a	n.a.
Approche par la somme des parties					
Méthode des transactions comparables		n.a.		138,4 €	-7,2%
Référence à l'Actif Net Comptable des sociétés		41,8 €		n.a	n.a.
Référence à l'Actif Net Comptable		48,8 €		n.a	n.a.

n.a. : non applicable

\*retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 15 janvier 2020 (dernier jour d'échange avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération)

Il est rappelé que SABC est une société de droit camerounais dont les actions sont négociées sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Cependant, le flottant des actions SABC représente uniquement 7,58% du capital de la Société et très peu de transactions sur les actions ont lieu sur le marché depuis plusieurs années. Dans ce contexte de liquidité particulièrement réduite, la Société souhaite procéder à la radiation de ses titres du marché Euronext Paris conformément à la procédure de radiation prévue à l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext étant rappelé qu'aucune procédure de retrait obligatoire (ou de procédure équivalente) n'est prévue dans le droit camerounais.

Il est rappelé que l'Initiateur, détenant 73,66% du capital de SABC, a conclu le 20 janvier 2020 un pacte d'actionnaire concertant avec SNI, actionnaire à hauteur de 10% du capital de la Société. Il est rappelé également que Heineken a signé en date du 20 janvier 2020 un engagement d'apport à l'Offre portant sur la totalité de sa participation dans SABC représentant 8,75% du capital de SABC.

En conséquence de la conclusion de ce pacte d'actionnaire et de l'engagement d'apport à l'Offre de Heineken, l'Initiateur, détiendra nécessairement, dans le cadre de l'Offre, de concert avec SNI, 92,42% du capital et des droits de vote de SABC.

L'Offre est une offre publique d'achat simplifiée volontaire qui s'inscrit dans ce contexte de procédure de radiation des titres du marché d'Euronext Paris conformément à la réglementation applicable et aux dispositions de l'article P 1.4.2 des Règles d'Euronext. Compte tenu de la détention par l'Initiateur, de concert avec SNI, de 92,42% du capital de la Société, l'Offre aboutira à la radiation des titres SABC du marché Euronext Paris.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 104,0€ par la méthode des flux de trésorerie actualisés ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 130,6€ pour la méthode des comparables boursiers ressortant de l'approche par la somme des parties ;
- 86,2€ (cours moyen 60 jours) à 87,2€ (cours moyen 20 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 138,4€ pour la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par la somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 128,50€ par action SABC dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 23,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisés (approche par la somme des parties) ;
- présente une décote de 1,6% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des comparables boursiers (approche par la somme des parties) ;
- présente des primes de 47,4% (cours moyen 20 jours) à 49,0% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une décote de 7,2% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode des transactions comparables ressortant de l'approche par somme des parties (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité immédiate et une possibilité de monétiser leur participation dans des conditions présentant une prime sur les valeurs extériorisées par la méthode des flux de trésorerie actualisés mise en œuvre à titre principal et sur la référence au cours de bourse. Elle présente une légère décote sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

L'Offre ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire mais d'une radiation du marché Euronext. L'actionnaire n'apportant pas ses titres à l'Offre pourra soit rester au capital d'une société non cotée soit demander à l'Initiateur d'acquérir ses titres au même prix que le prix d'Offre et ce pendant une durée limitée à 3 mois à compter de la clôture de l'Offre conformément aux Règles d'Euronext.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre aboutissant à la radiation des actions de SABC du marché Euronext Paris et proposant un prix de 128,50€ par action SABC sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de SABC.

Fait à Levallois-Perret, le 20 janvier 2020

L'expert indépendant

Crowe HAF  
Membre de Crowe Global

**Olivier Grivillers**