

NCA ROUIBA – SPA

Rapport du commissaire aux comptes
sur l'offre publique de retrait suivie de la radiation
des titres de NCA – Rouiba Spa des négociations
à la Bourse des Valeurs d'Alger

Assemblée Générale du 22 Avril 2020
NCA ROUIBA – SPA
Siège social : Route Nationale N°5, Rouiba
Alger-Algérie

Capital social : 849 195 000 DZD

Ce rapport contient 11 pages

NCA ROUIBA – SPA

Siège social : Route Nationale N°5, Rouiba
Alger-Algérie

Capital social : 849 195 000 DZD

Rapport du commissaire aux comptes sur l'Offre Publique de Retrait suivie de la Radiation des titres de NCA – Rouiba Spa des négociations à la Bourse des Valeurs d'Alger, initiée par elle-même.

Assemblée Générale du 22 Avril 2020

Aux Actionnaires,

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait (OPR) des titres de la société NCA ROUIBA – SPA, initiée par elle-même, j'ai été chargé, en ma qualité de Commissaire aux Comptes de votre Société, d'apprécier l'évaluation des titres de NCA ROUIBA – SPA.

Le prix proposé pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société NCA ROUIBA – SPA a été arrêté à 258 DZD par action, par les dirigeants de NCA ROUIBA – SPA, la société initiatrice, sur la base du rapport d'évaluation de KPMG Algérie. Il m'appartient, sur la base de ce rapport, de me prononcer sur le caractère équitable du prix ainsi proposé.

À cet effet, j'ai effectué mes diligences selon les normes professionnelles applicables à cette mission. Ces normes requièrent, de notre part, notamment :

- Vérifier le statut de l'évaluateur auprès des autorités compétentes, la COSOB, en l'occurrence, et son indépendance par rapport à NCA-Rouiba et ses dirigeants,
- La prise de connaissance du rapport d'évaluation établi par KPMG Algérie ,
- Vérifier que les méthodes d'évaluation retenues sont pertinentes et qu'elles ont été correctement mises en œuvre,
- Apprécier le caractère équitable du prix proposé par référence à l'ensemble des valeurs présentées,

Pour accomplir ma mission, j'ai utilisé les documents et informations qui m'ont été communiqués par les dirigeants de la Société NCA ROUIBA – SPA, sans avoir la responsabilité de les valider.

1. Présentation de l'opération

1.1. La présentation de la société initiatrice,

La Société NCA ROUIBA – SPA est une société par actions de droit Algérien, au capital de 849 195 000 dinars Algériens divisé en 8 491 950 actions de 100 dinars Algériens de nominal, chacune intégralement libérée.

Son siège social se situe à Rouiba, Zone Industrielle de ROUIBA, Route nationale n°5 – BP55 – 16300 – Algérie. Elle est immatriculée au registre national de commerce sous le n° 99 B 0008627. NCA-Rouiba a été immatriculée le 1^{er} mai 1966 pour une durée initiale de 50 ans, étendue à 99 ans par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du 5 février 2006, soit jusqu'au 30 avril 2065, sauf cas de dissolution anticipée ou de prorogation.

Elle est cotée à la Bourse des Valeurs d'Alger depuis le 3 juin 2013. Le prix d'introduction en bourse était de 400 dinars algériens par action.

Elle clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année.

Son objet social est :

- Fabrication de conserves ;
- Production des eaux gazeuses et boissons diverses non alcoolisées ;
- Fabrication de conserves de viande, volaille, foie gras ;
- Préparation de plats cuisinés ;
- Fabrication de bouillions, potage et arômes ;
- Fabrication de produits pour l'alimentation des animaux à l'exception de la farine destinée à l'alimentation de poissons ;
- Production de lait et produits laitiers (laiterie), biscuiterie, confiserie et produits destinés au régime alimentaire ;
- Transformation de produits alimentaires ;
- Production et la transformation, l'import-export, soit directement ou indirectement, de tous les produits liés aux légumes et aux fruits secs et frais ainsi qu'aux poissons ;
- Production et transformation d'autres produits liés directement ou indirectement à l'objet social de la Société ou susceptibles de le favoriser ;
- Importation de matières élémentaires liées directement ou indirectement au bon fonctionnement de la Société ainsi que les produits conservés ou transformés par la Société ;
- Conservation et emballage de matières liées aux denrées alimentaires ;
- Préparation de plats cuisinés extraits des viandes rouges, de volaille, des poissons et des légumes ;
- Distribution de l'eau minérale et diverses boissons non alcoolisées ;
- Distribution des denrées alimentaires ainsi que de tous les autres produits ;
- Commerce en gros de boissons non alcoolisées ; et
- Commerce en gros de produits liés à l'alimentation humaine.

NCA-Rouiba peut aussi, en vertu de ses statuts, entreprendre tout acte lié directement ou indirectement à son objet social, en mesure de faciliter et de développer ses activités.

1.2. Contexte de l'opération,

Situation financière de NCA-Rouiba,

La Société fait face à une situation financière très dégradée, qui menace la continuité de son exploitation. À la fin de l'exercice 2019, la situation nette de la Société était devenue négative de même que tous les indicateurs financiers.

(en KDZD)	2018	2019
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	849 195	849 195
Primes et réserves (Réserves consolidées)	520 261	520 261
Ecart de réévaluation	1 441 249	1 441 249
Résultat net (Résultat part du groupe)	-275 036	-3 075 430
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-275 036
Situation Nette	2 535 669	-539 761

Source: NCA-Rouiba, États Financiers 2019

L'endettement a atteint de très larges proportions, plus de (19) dix-neuf fois le montant des fonds propres à la fin de l'exercice 2019, et ce sans tenir compte des besoins fonds de roulement. L'endettement à court terme avoisine les 78% de l'endettement net.

(en KDZD)	2018	2019
Dettes bancaires LMT	1 585 340	1 245 395
Concours bancaires à court terme	3 314 770	3 803 009
Comptes courants		
Trésorerie (-)	245 095	152 757
Valeurs mobilières de placements (-)	5 649	4 630
Endettement net	4 649 366	4 891 017
% Endettement à court terme	71%	78%

Source: NCA-Rouiba, États Financiers 2019

Dans ce contexte, nous avons en notre qualité de Commissaire aux Comptes, déclenché la procédure d'alerte en vertu des dispositions prévus à l'article 715bis11 du code de commerce ponctuée par la convocation, par nos soins, de l'assemblée générale des actionnaires en date du 15 janvier 2020, pour lui faire part de nos constatations.

Au cours de cette réunion, le président du Conseil d'Administration a informé l'assemblée générale de la signature d'un protocole d'investissement avec un acteur majeur du secteur.

1.3. Motifs de l'Offre Publique de Retrait-Radiation (OPR-Radiation)

A l'effet de redresser la situation financière et de sauvegarder ses activités et les emplois, la Société et certaines personnes physiques dirigeantes et actionnaires détenant ensemble 44,04% du capital de la Société (les « **Membres du Groupe de Monsieur Slim Othmani** ») ont signé un protocole d'investissement avec la société Brasseries Internationales Holding Ltd (BIH), le 30 décembre 2019.

Aux termes de ce Protocole, il est prévu notamment les actions urgentes suivantes:

- la mise en place immédiate d'un financement d'urgence en faveur de la Société, avec la garantie de BIH, pour un montant de 945 millions de dinars, pour faire face à ses prochaines échéances de remboursement de dettes commerciales et financières, tout en préservant la capacité de l'entreprise à continuer ses activités dans des conditions satisfaisantes. Ce financement d'urgence, dont le montant a depuis été porté à 1 330 millions de dinars algériens, toujours avec la garantie de BIH, a été accompagné d'une modification de la gouvernance de la Société pour lui assurer le soutien managérial et opérationnel nécessaire. *Le Conseil d'Administration du 09 Mars 2020* a coopté deux nouveaux administrateurs de la Société issus du groupe BIH et approuvé la nomination de Monsieur Lotfi Kadaoui, dirigeant au sein du groupe BIH, en qualité de Directeur Général de la Société, en remplacement de Monsieur Slim Othmani, qui a assuré l'intérim de la Direction Générale et qui demeure Président du Conseil d'administration de la Société ;
- l'acquisition par BIH, aux termes d'un contrat en date du 24 janvier 2020, de la totalité du capital de la société AfricInvest, qui détient 14,82% du capital et des droits de vote de la NCA-Rouiba et a donné lieu à une déclaration de franchissement de seuils par BIH en raison du franchissement, à travers AfricInvest et de concert avec les Membres du Groupe de Monsieur Slim Othmani, du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société;
- un projet d'offre publique de retrait par la Société, avec le soutien financier de BIH (l'« **OPR-Radiation** »), à l'issue de laquelle les (x) actions NCA-Rouiba qui seront apportées seront annulées et le capital de la Société réduit à hauteur du produit entre le nombre total d'actions NCA-Rouiba apportées à l'OPR-Radiation et la valeur nominale des actions NCA-Rouiba, soit 100 dinars algériens et (y) les actions NCA-Rouiba qui ne seront pas annulées, seront radiées de la cotation sur la Bourse des Valeurs d'Alger. Opération sur laquelle vous êtes appelés à vous prononcer;

2. Analyse du rapport d'évaluation

2.1. Références et méthodes d'évaluation non retenues

L'évaluateur a énuméré un certain nombre de méthodes d'évaluation qu'il a estimé non pertinentes pour les besoins de l'opération, ces méthodes sont les suivantes :

- Actif Net Comptable,
- Cours de Bourse,
- Objectifs de cours des analystes,
- Actualisation des dividendes.

2.2. Analyse des méthodes mises en œuvre.

L'évaluateur a effectué une brève analyse de la valeur de la Société dans l'hypothèse de la rupture de l'exploitation (c'est-à-dire dans la situation où le protocole d'investissement avec BIH n'aurait pas été conclu), démontrant qu'en tout état de cause, la valeur de l'actif net corrigé (ANR) de la Société serait nettement inférieure au prix proposé à l'OPR, soit 258 DZD par action offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'OPR-Radiation.

Considérant le protocole d'investissement signé avec BIH et le vote favorable à la continuité de l'exploitation lors de l'assemblée des actionnaires du 15 Janvier 2020, l'évaluateur a estimé avoir des bases raisonnables pour apprécier la valeur de l'action NCA-Rouiba selon le principe de continuité d'exploitation.

Dans ce cadre, il a mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la Société NCA-Rouiba Spa. Celle-ci repose sur plusieurs méthodologies : (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), (2) la méthode de l'actif net réévalué (ANR), (3) les références aux transactions récentes sur le capital de la Société (*prix d'acquisition des titres détenus par AfricInvest*) et, à titre illustratif, (4) la méthode des multiples de comparables côtés.

Cette approche est réalisée sur la base des comptes annuels 2019 arrêtés et audités selon les principes comptables Algériens.

Il considère que la méthode par l'actualisation des flux de trésorerie est particulièrement pertinente car elle permet d'exprimer la valeur de la Société en fonction de ses perspectives de croissance et de rentabilité futures ainsi que de son risque. Il a également considéré les méthodes de l'actif net réévalué, des multiples boursiers et transactionnels. Ces dernières constituent des références pertinentes permettant d'appréhender la valeur de marché de la Société à titre corroboratif.

Pour les besoins de l'évaluation, il a été retenu un nombre d'actions de 27 348 086, qui correspond au nombre d'actions susceptible de composer le capital en cas de réalisation de l'OPR-Radiation à 100% et de l'Augmentation de Capital par émission de 20 982 401 actions nouvelles.

2.3. Explication des conditions d'application ou de mise en œuvre des méthodes retenues

Nos appréciations portent seulement sur les méthodes que nous avons jugé pertinentes pour la réalisation de l'opération (« OPR-Radiation »), soit la méthode du DCF, de l'Actif Net Réévalué (ANR) et la méthode des transactions comparables (transaction récentes sur le titre de la Société – Acquisition par BIH des titres détenues par AfricInvest), nous n'aborderons pas les méthodes utilisées par l'évaluateur à titre illustratif.

2.4. La méthode des flux de trésorerie disponibles (« DCF »)

L'évaluateur a appliqué cette méthode en retenant le Plan d'affaires élaboré par la Direction de la Société couvrant la période de 2020 à 2024 et qui intègre les opérations de refinancement et de rachat de titres prévues par le Protocole conclu avec BIH le 30 décembre 2019 ainsi que les perspectives de sauvegarde et de redressement de l'activité anticipées par la Direction.

Il n'intègre, en revanche, pas les négociations à venir avec les principaux créanciers commerciaux et financiers de la Société pour rééquilibrer la situation financière de la Société.

La mise en œuvre de ce Plan d'affaires fait apparaître toutefois un besoin en financement supérieur aux engagements pris par BIH dans le cadre du Protocole, notamment du fait de l'absence de recouvrement de certaines créances clients, la nécessité d'apurer les dettes fournisseurs pour relancer l'activité et des contraintes liées à l'échéancier de remboursement des emprunts bancaires et lignes de crédits à court terme.

La prise en compte de ce Plan d'affaires suppose donc que la Société soit en mesure de trouver les solutions nécessaires pour assurer son financement.

2.4.1. Rappel des principales modalités de calculs retenues,

Les principales hypothèses du Plan d'affaires sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : une croissance qui permet à la Société de revenir en 2023 au niveau du chiffre d'affaires réalisé en 2016, et une croissance de 2,5% entre 2023 et 2024 ;
- **Marge d'EBITDA** : Stabilisé à environ à 13% à horizon 2024. Elle s'explique par :
 - la croissance des volumes et le regain des parts de marché;
 - une pression concurrentielle forte et continue sur les prix de vente;
 - une maîtrise des coûts d'approvisionnement ;
 - une croissance modérée des coûts fixes, et notamment des charges de personnel, pour accompagner le retour à croissance des volumes de production ;
- **Amortissements** : un taux de 5,5 % du chiffre d'affaires à horizon 2024 ;
- **Investissements** : des investissements de maintenance et conformité (« Capex ») représentant 4% du chiffre d'affaires annuel ;
- **Impôt sur les sociétés** : un taux d'impôts sur les sociétés de 19% ;
- **BFR** : un besoin en fonds de roulement (« BFR ») qui tient compte des difficultés dans laquelle se trouve la Société en 2020 et qui évolue vers une situation normative en 2024, soit un montant représentant 25 jours de chiffre d'affaires en 2024.

L'évaluateur a considéré que les hypothèses du Plan d'affaires ne peuvent être représentative du secteur en 2024, raison pour laquelle, il a intégré une extrapolation de ce plan jusqu'en 2028 afin de tendre vers le niveau des sociétés exerçant la même activité.

Les hypothèses normatives retenues sont:

- **Chiffre d'affaires** : application de la formule de Gordon Shapiro pour déterminer la valeur des activités de la Société, au flux de trésorerie attendu en 2028 avec un taux de croissance à long terme constant de 3,5% ;
- **Marge d'EBITDA** : Le taux de marge d'EBITDA retenue par la Direction dans son Plan d'affaires (13,1% à horizon 2024) a été porté progressivement à un niveau supérieur sur la période d'extrapolation pour atteindre en valeur terminale un taux de 17,5% du chiffre d'affaires ;
- **Amortissements et provisions** : 3,3% du chiffre d'affaires en valeur terminale ;
- **Investissements** : 4% du chiffre d'affaires ;
- **BFR** : 25 jours de chiffre d'affaires.

2.4.2. Estimation du taux d'actualisation (« CMPC » ou « WACC »)

Le taux d'actualisation retenu évolue en lien avec la situation financière de la Société sur la période du plan d'affaires et son extrapolation à horizon 2028. Il a été calculé selon une approche indirecte considérant l'Allemagne comme « pays de référence ». Selon cette approche, le coût des fonds propres et le coût de la dette ainsi obtenus sont ensuite ajustés pour tenir compte :

- Du risque spécifique lié au pays local (l'Algérie);
- Du différentiel d'inflation entre l'Algérie et le pays de référence lorsque la devise du pays local est différente de celle du pays de référence.

Les paramètres utilisés sont les suivants :

- **Taux sans risque** : la moyenne sur (02) deux ans des taux de rendement actuariels des obligations émises par l'Etat Allemand ayant une maturité de 10 ans au 31 décembre 2019, soit 0,1%.
- **Bêta des fonds propres** : déterminé à partir du bêta de l'actif économique des sociétés comparables (base hebdomadaire 2 ans). Celui-ci a été estimé à 0,84.
- **Prime de risque du marché actions** (Allemagne) : 8,0%, ajoutée au taux sans risque de 0,1%, conduit à une rentabilité totale du marché actions de 8,1%.
- **Prime de risque pays** : Selon une estimation du professeur Damodaran, de 6,4% en 2020 progressivement ajustée à 4,7% en valeur terminale afin de tenir compte des perspectives d'évolution de l'environnement économique et politique du pays.
- **Prime spécifique** : comprise entre 3,4% et 0% reflétant l'évolution de la situation financière de la Société sur la période. Cette prime a été ajoutée au coût des fonds propres pour refléter le risque d'exécution du plan de sauvegarde et redressement de NCA-Rouiba par rapport à ce qui est attendu par le modèle théorique du CAPM. Ce risque est considéré comme décroissant au fur et à mesure de l'avancement du Plan d'affaires et de la période d'extrapolation, passant de 3,4% en 2020 à 0% en valeur terminale.
- **Coût de l'endettement financier**: Un coût évolutif compris entre 5,7% et 3,5% après impôts. Il tient compte de l'endettement et des conditions de financement sur la période du Plan d'affaires et de son extrapolation.
- **Structure financière cible** (ou Gearing) : le taux d'actualisation retenu évolue en lien avec la situation financière de la Société sur la période du Plan d'affaires et son extrapolation à horizon 2028. L'endettement net positif à terme retenu est de 13%.
- **Inflation** : intégration du différentiel d'inflation entre l'Allemagne et l'Algérie dans le taux d'actualisation. Les taux d'inflation sont basés sur les estimations d'inflation pour les 5 prochaines années telles que publiées par Economist Intelligence Unit.

Sur la base de ces paramètres, le WACC retenu pour actualiser les flux de trésorerie évolue entre 19,0% et 13,3% sur la période considérée.

La méthode du DCF conduit à une valeur par action comprise entre 89 et 109 DZD au 31 décembre 2019.

L'évaluateur fait remarquer que même avec un WACC constant basé sur un ratio d'endettement cible conforme à celui de sociétés comparables, la valeur par action basée sur le DCF reste inférieure au prix offert dans le cadre de l'OPR-Radiation, c'est-à-dire à un maximum de 109 DZD par action en fourchette haute par rapport à un prix offert de 258 DZD par action dans le cadre de l'OPR-Radiation.

2.5. La méthode de l'actif net corrigé (« ANR »)

2.5.1. Rappel des hypothèses et principales modalités de calculs retenues,

Dans le cadre de cette méthode, l'évaluation a selon son jugement, considéré que certains actifs pourraient être réévalués, à savoir :

- La marque Rouiba, évalué selon la méthode des redevances appliquée de la façon suivante:
 - un niveau de redevance exigé pour la marque Rouiba a été estimé à 3% ;
 - un taux d'impôt normatif de 19%, qui correspond au taux d'impôt sur les sociétés en Algérie, pour parvenir aux flux de trésorerie après impôt ;
 - un taux d'actualisation correspondant au WACC évolutif considéré dans le calcul de la valeur des fonds propres de la Société selon la méthode DCF.
- Les terrains, bâtiments et autres immobilisations corporelles ont été réévalués sur la base des rapports d'évaluations établis en 2018

La méthode de l'actif net réévalué donne une valeur de 2 536 millions DZD, soit une valeur par action de 93 DZD au 31 décembre 2019.

2.6. La méthode des transactions comparables (transactions récentes sur les titres NCA-Rouiba)

Cette méthode, basée sur une approche par analogie, consiste à analyser la valeur de la Société sur la base des principales transactions récentes portant sur le capital de la Société.

L'évaluateur a identifié une transaction postérieure à l'annonce du Protocole conclu par la Société avec BIH, qui constitue une référence de valeur de l'action NCA-Rouiba, dans la mesure où cette dernière a été réalisée avec des parties non-liées à l'acquéreur (i.e. les anciens actionnaires de la société Mauricienne AfricInvest Ltd). Un contrat d'acquisition a ainsi été conclu le 24 janvier 2020. Il porte sur l'acquisition de l'intégralité des actions de la société Mauricienne AfricInvest Ltd., détenant elle-même comme seul actif 1.258.879 actions NCA-Rouiba, représentant 14,82% du capital.

Le montant de cette transaction s'est élevé à 750 KEUR, soit 99,03 millions DZD à la date de la transaction au taux de change de 132,04 DZD pour 1EUR.

Ainsi, la valeur des fonds propres de la Société extériorisé pour cette transaction s'élève à 668 millions DZD, soit une valeur par action de la Société de 78,7 DZD.

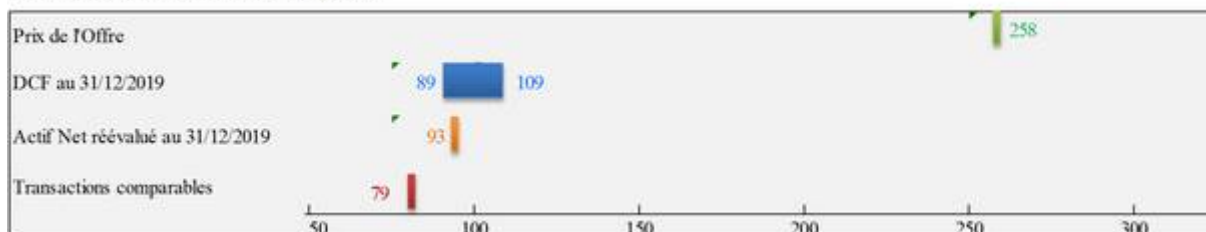
La méthode des transactions comparables donne une valeur de 668 millions DZD, soit une valeur par action de 78,7 DZD au 31 décembre 2019.

3. Conclusions

Selon le projet proposé par votre conseil d'administration, le prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'offre publique de retrait suivi de la radiation des titres de la côte à la Bourse des valeurs d'Alger (OPR-Radiation) est de : **258 DZD par action**.

Récapitulatif des valeurs obtenues par l'évaluateur et du prix de l'offre :

Fourchette de Valeurs (en DZD par action)



Sur la base de mes travaux, je suis d'avis que le prix par action de 258 DZD que la Société initiatrice NCA-Rouiba Spa envisage de proposer, dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie de la radiation des titres de la Société NCA – Rouiba SPA des négociations à la Bourse des Valeurs d'Alger, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Alger, le 19 Mars 2020

Mohamed Harfouche
Expert-Comptable diplômé
Commissaire aux Comptes

MARFOUCHE Mohamed
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes
05, Rue Cherif Taha ex Messeret
Châteaux Neuf EL BIAR - Alger
Tél. 021 92 50 52