

## Colloque Coface – Atelier Maghreb

**Enjeux d'un investissement en Afrique en projet « greenfield » ou en croissance externe**



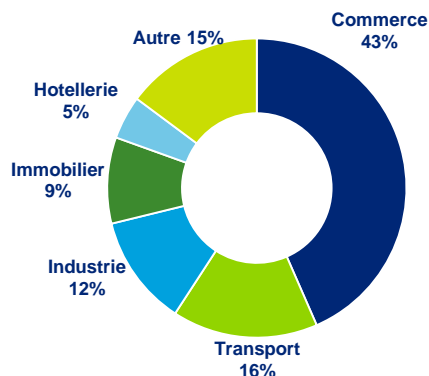
# 1. Environnement économique des principaux payx

# Tunisie

## Tissu économique

Le secteur du commerce reste prédominant dans l'économie Tunisienne. Développement des services, notamment à valeur ajoutée.

Nombre d'entreprises en % des principaux secteurs



10 premiers groupes Tunisiens

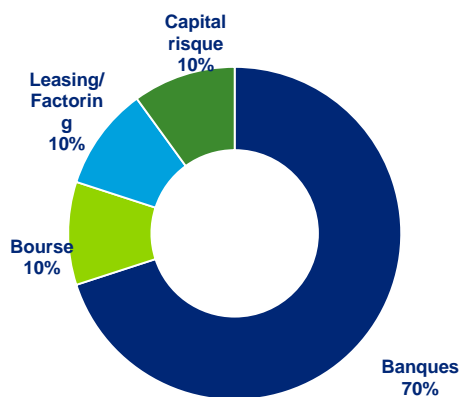
Groupe	Secteur	CA est. M€
Groupe Chimique Tunisien	Chimie	1,105
Groupe Elloumi	Diversifié	1,012
Paulina Group Holding	Agro-Alimentaire	849
Groupe SFBT	Agro-Alimentaire	771
Groupe Délice	Agro-Alimentaire	601
Groupe Tunisair	Transport	513
Groupe Bayahi	Diversifié	484
Groupe Mabrouk	Diversifié	470
Groupe Loukil	Diversifié	293
Groupe TTS	Diversifié	231

## Principaux projets actuels

Projet	Secteur	Millions €	Description
TUNUR تونور	Energie	10,000	Electricité par énergie solaire pour l'export.
TUNIS FINANCIAL HARBOUR TUNISBAY	Immobilier	2,500	Complexe immobilier et résidentiel.
TUNISIA HOLDING	Agro-alimentaire	300	Industrie agroalimentaire, 4.000 hectares à Siliana.
Marriott	Hôtellerie	70	Hôtel Sousse 220 chambres.
British Gas	Oil&Gas	50	Recherche et prospection de gaz naturel au Sud de la Tunisie.

## Financement de l'économie

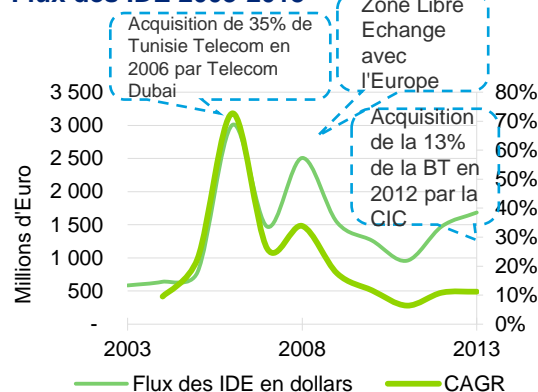
Diversification progressive des moyens de financement.



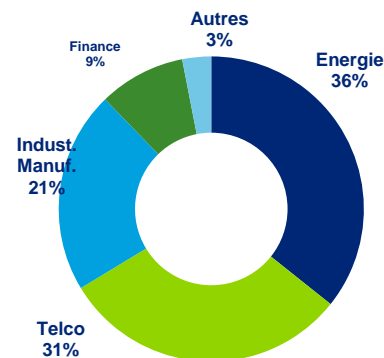
## Investissement des étrangers

La Tunisie capte 25% des flux d'IDE au Maghreb. Après la baisse post révolution, reprise attendue des IDE en 2014.

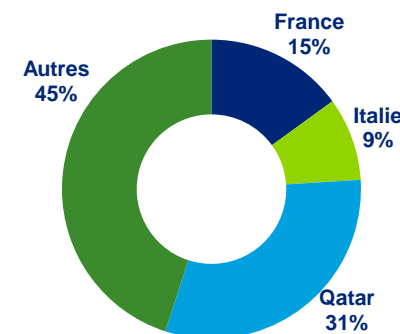
Flux des IDE 2003-2013



Stock d'IDE par secteur



Stock d'IDE par pays

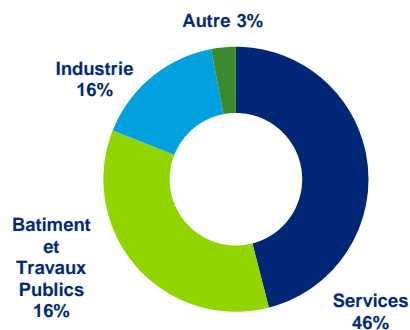


# Algérie

## Tissu économique

En Algérie les revenus du pétrole représentent 34% du PIB . Les efforts sont portés sur le développement des services et des infrastructures.

Nombre d'entreprises en % des principaux secteurs



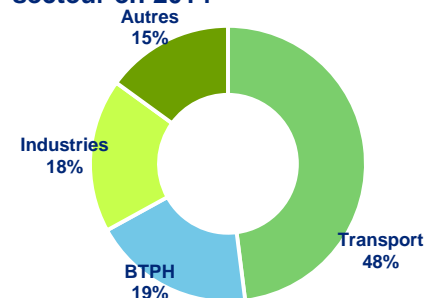
5 premières entreprises Algériennes

Entreprises	Secteur	CA est. Milliards €
SONATRACH	Hydrocarbures	72.04
NAFTAL	Hydrocarbures	3.36
CEVITAL	Agro-industrie	2.86
SONELGAZ	Production et distribution d'électricité et de gaz	2.51
ORASCOM	Opérateur de téléphonie mobile	1.78

## Principaux projets actuels

La réduction de la pression fiscale et encouragement de l'investissement au Sud du pays indiqué dans la loi des finances 2014 a permis une relance de l'investissement atteignant un chiffre de 6.15 Milliards d'Euro pour le premier trimestre 2014.

Répartition des investissements par secteur en 2014



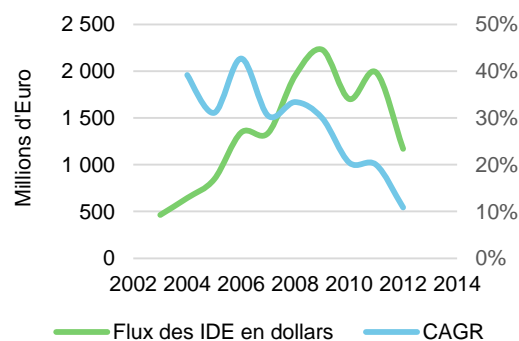
## Financement de l'économie

Le financement de l'économie est principalement permis par le secteur bancaire et l'octroi des crédits à l'investissement.

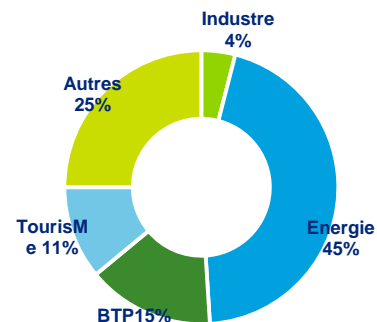
## Investissement des étrangers

L'Algérie capte 27% des flux d'IDE au Maghreb, soit 1.1 Milliard d'euro en 2012. Le pays a suivi la tendance baissière mondiale des IDE, mais les perspectives sont bonnes comme l'augmentation des investissements étrangers de 110% en 2013.

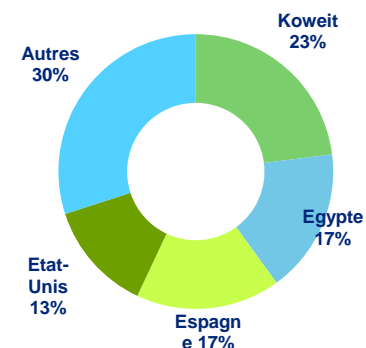
Flux des IDE 2003-2012



Stock d'IDE par secteur



Stock d'IDE par pays



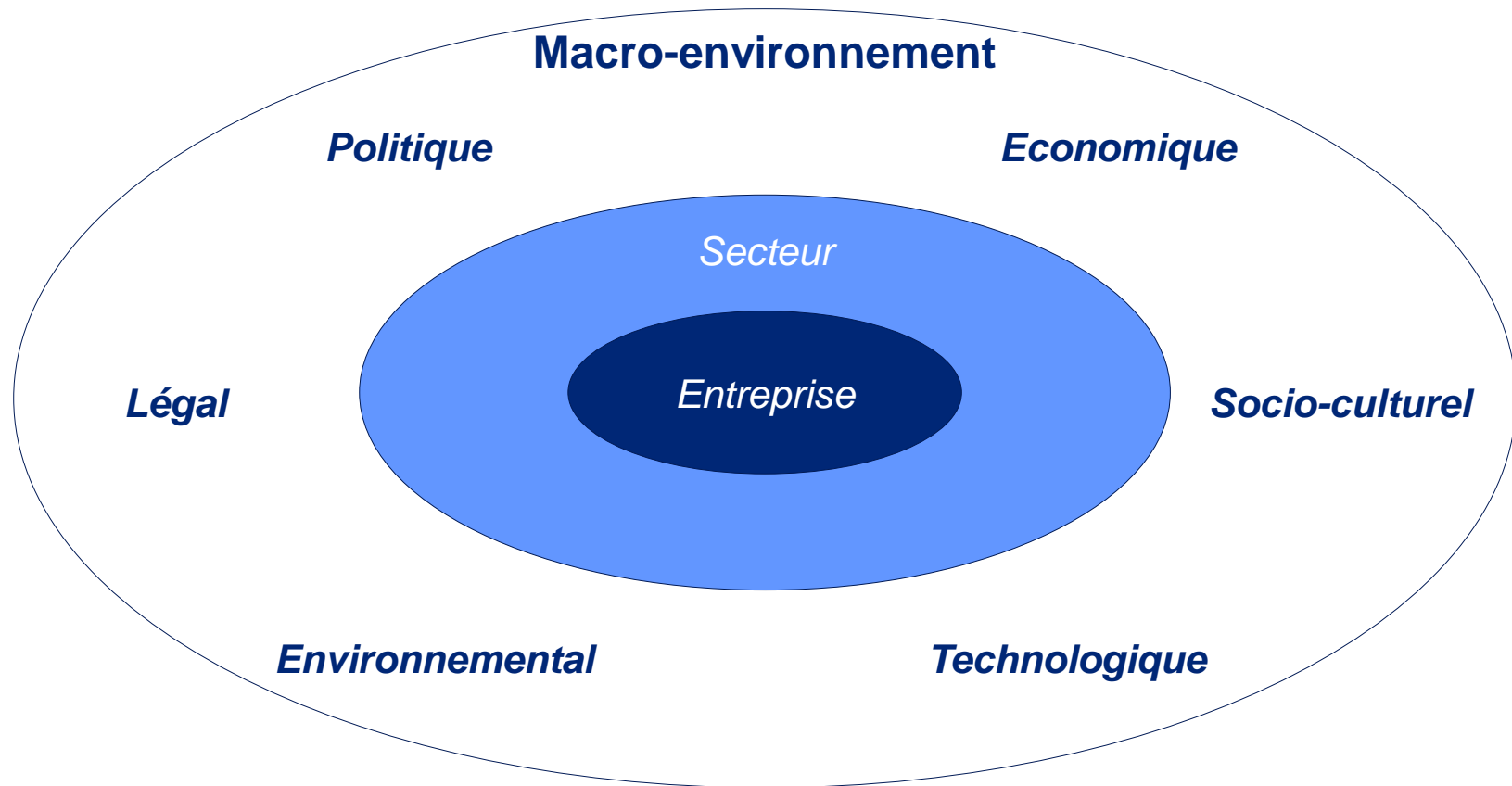
## 2. Projets dits “greenfield”

# Enjeux de l'investisseur marocain



# Appréciation du potentiel du marché

*L'analyse du macro-environnement est un préalable*



- *Le macro-environnement impacte toutes les entreprises d'un marché de la même manière*
- *Le marché peut être influencé par ses acteurs mais le macro-environnement peut difficilement l'être*
- *L'analyse du macro-environnement est un préalable à l'analyse du potentiel d'un marché*

# Appréciation du potentiel du marché

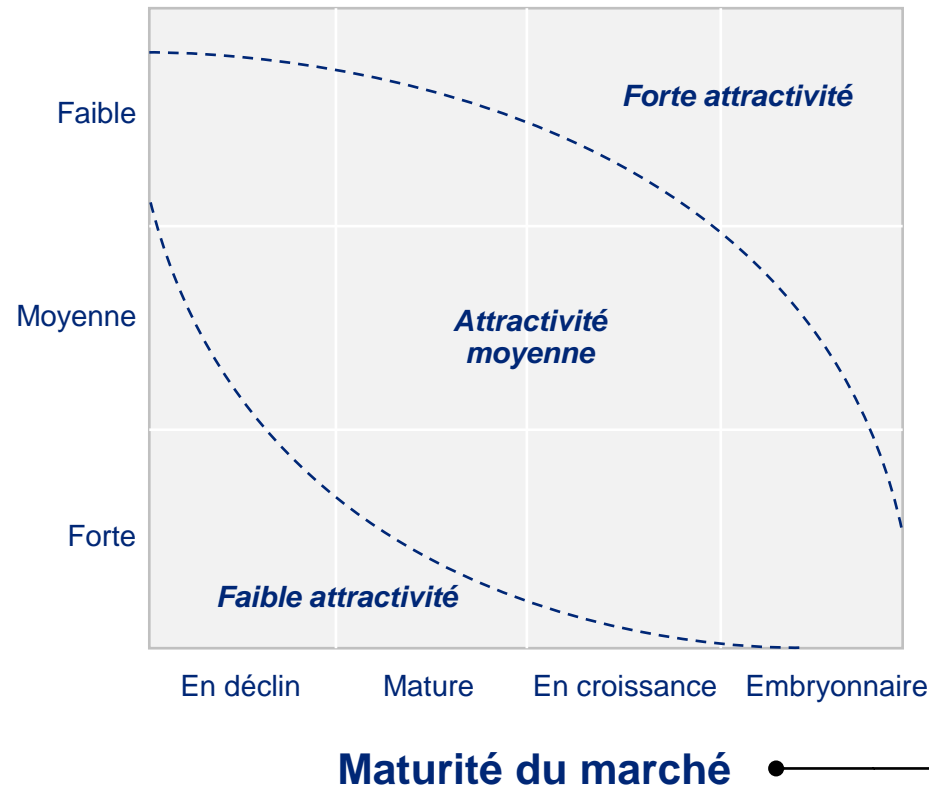
*Le potentiel du marché est la résultante de sa maturité et de son intensité concurrentielle*

- L'attractivité du marché est évaluée suivant 2 axes :

## 5 forces de Porter :

- Menace de nouveaux entrants
- Menace de produits ou services alternatifs
- Pouvoir de négociation des clients
- Pouvoir de négociation des fournisseurs
- Intensité de la concurrence entre les acteurs existants

**Intensité concurrentielle**



## Indicateurs de maturité du marché :

- Taille du marché
- Potentiel de croissance
- Sophistication / diversité des produits
- Fidélité des clients
- Fidélité des fournisseurs
- Capacité / offre vs. demande

# Appréciation du potentiel du marché

*L'évaluation du potentiel de la demande passe par une analyse des drivers de croissance de la demande*

## Evaluation de la demande actuelle



## Analyse des drivers de croissance de la demande

	Poids	Tendance à 5 ans	Rationnel
Production de viande	✓✓✓✓	↗ ↗	Potentiel de croissance de la demande nationale et régionale
Production d'élevage pour viande	✓✓✓✓	↗ ↗	Production élevée par la demande des éleveurs, portée par le marché de la viande de volaille
Viande d'élevage	✓✓✓	↗ ↗	Potentiel de croissance de la demande nationale et régionale
Évolution des méthodes de stockage ?	✓✓	↗	Potentiel de croissance de la demande nationale et régionale
Évolution de l'utilisation des éleveurs pour viande et le risque de leur stockage ?	✓	↗	Potentiel de croissance de la demande nationale
Autres éleveurs ?	✓	→	Potentiel de croissance de la demande nationale et régionale
Distribution	✓	→	Évolution de croissance du marché
Stockage de viande	✓	→	Stabilité du marché
Élevage de viande	✓	→	Importance des investissements en amont de la viande
Produits d'élevage	✓	→	Potentiel de croissance de la demande nationale
Produits d'élevage de viande	✓	→	Potentiel de croissance de la demande nationale
Coût des élevages	✓	↘	---
Etc.	...	...	---

*Illustratif*

# Capacité à faire financer son investissement

## Les deux grandes voies possibles pour l'investisseur

### Financement de projet

- Projet/Actif isolé au niveau d'une structure juridique adhoc
- Go-No Go: étude de VAN et TRI (projet et equity)
- En cas de levier, les prêteurs analyse le risque-crédit sur la base des cash flows projetés du projet (financements « sans recours »)
- Possibilité d'avoir un niveau de leverage élevé

#### Facteurs clefs de succès:

- Capacité à lever des financements externes
- Maturité du système bancaire et financier local
- Connaissance de l'actif, des risques associés
- Capacité à s'engager sur des durées longues
- Stabilité des cash flows
- Intervention de DFIs.

### Financement sur ses fonds propres

- Décision d'investissement: a-t-on du cash à investir?
- Go-No Go: étude de VAN et TRI (projet et equity)
- Coût d'opportunité avec d'autres projets d'investissement
- Prise en compte du risque-crédit de l'investisseur (levier)
- Niveau de leverage modéré

#### Facteurs clefs de succès:

- Solidité de la situation financière de l'investisseur
- Démonstration de la capacité du projet à dégager de la valeur pour son investissement, compte tenu du coût du capital.

# Comment réussir son investissement ?

# Evaluer le retour sur investissement

## Enjeux et défis d'un financement de projet « greenfield »

### Enjeux

- Apprécier de manière réaliste les recettes, les charges, le besoin de financement et un plan de financement
- Calculer un TRI projet puis, si possible, un TRI actionnaire
- Trouver une complémentarité avec les experts juridiques
- Prendre position quant à la faisabilité financière du projet
- Convaincre des prêteurs potentiels

### Défis

- Absence de données historiques
- Rareté des benchmarks et projets similaires
- Identification des risques (ex: risque de construction)
- Collecter un maximum d'informations sur le projet

### Facteurs clefs de succès:

- Construire un business plan préliminaire « from scratch », réaliste, prudent et aussi complet possible
- Anticiper les grands schémas économiques de structuration du projet et les grandes options de financement
- Définir le bon niveau de détail dans les études amont
- Prévoir plusieurs scénarios (un scénario de base, un plus pessimiste, et un plus optimiste) en vue de tests de sensibilité.
- Tester l'appétence des acteurs bancaires afin d'avoir une idée des potentielles conditions de financement qui seraient pratiquées

# Evaluer le retour sur investissement

## La modélisation financière d'un financement de projet « greenfield »

### Enjeux

- Refléter les flux économiques et financiers en construction et en exploitation
- Effectuer des tests de sensibilité
- Prendre en compte des impacts financiers de la documentation juridique préliminaire du projet
- Disposer d'un outil de dialogue fiable et précis entre l'investisseur et ses potentiels partenaires

### Défis

- Ne négliger aucun sujet:
  - Coûts de construction mais ne pas oublier la maintenance!
  - Prévoir une indexation dans le temps des coûts
  - Sujets comptables pouvant avoir un impact sur la fiscalité (amortissements, méthode de reconnaissance du CA)
  - Fiscalité
- Maintenir une compréhension mutuelle entre experts financiers / experts juridiques, sur la base du modèle financier

### Conclusion:

- Les travaux de modélisation financière, même à un stade d'avancement très préliminaire, sont incontournables pour apprécier l'économie générale d'un projet greenfield, sa soutenabilité en termes de financement et les éléments de temporalité
- Ces travaux doivent permettre à l'investisseur de se positionner sur un go/no go
- Le modèle financier sera par la suite amené à être affiné

# Evaluer le retour sur investissement

## *La revue de la documentation juridique et contractuelle*

### Enjeux

- Envisager les grands schémas de structuration juridique
- Analyse détaillée des conclusions des experts juridiques
- Concevoir une ingénierie juridique complète, couvrant l'ensemble des sujets
- Arbitrage entre stabilisation de la rédaction et flexibilité
- Dégager plusieurs scénarios juridiques possibles

### Défis

- Respect des règles de constitution des offres (cahier des charges en cas d' Appel d'offres public)
- Risque de recours contre le contrat
- Prévoir des clauses de sortie
- Clauses de résiliation du contrat et indemnités

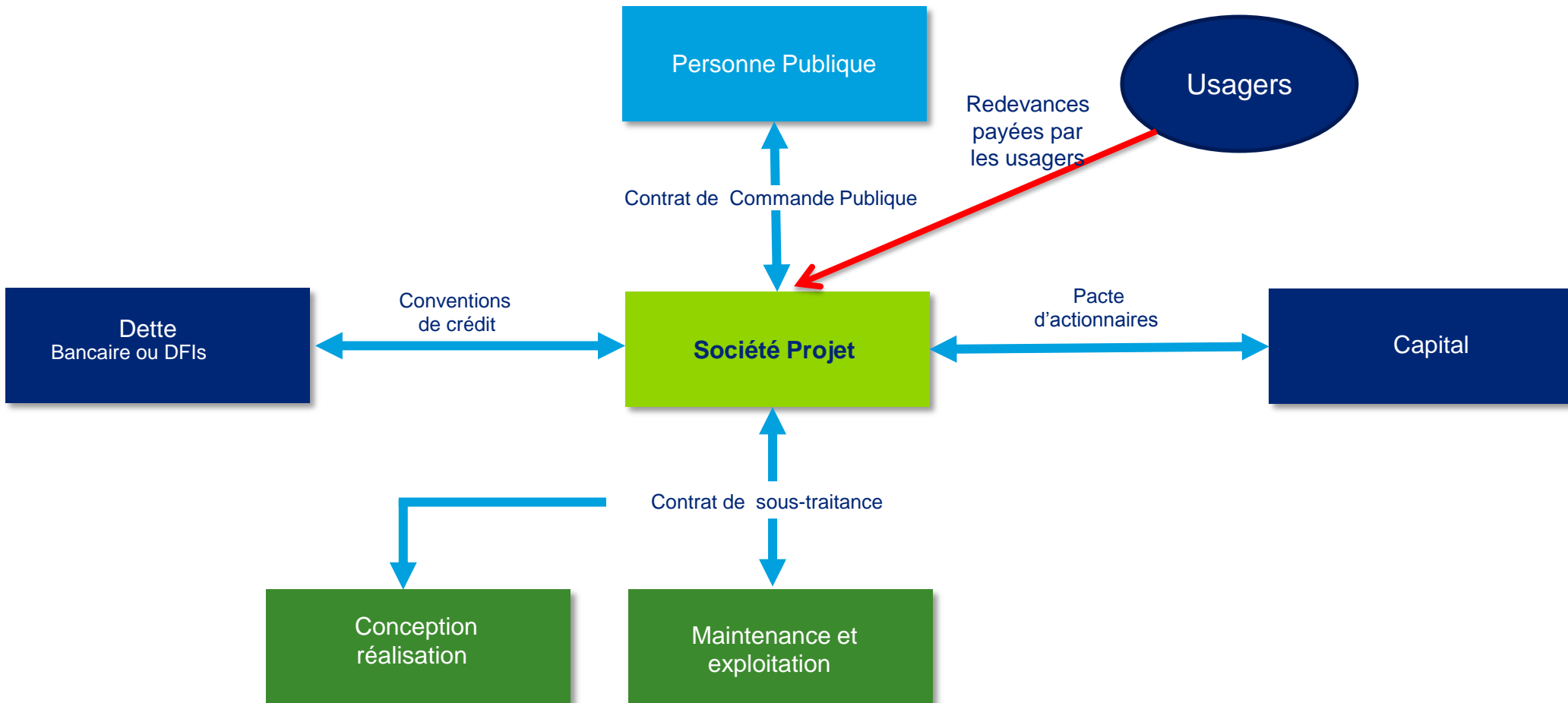
### Conclusion:

- Le temps passé à la réflexion et à l'ingénierie juridique préliminaire sécurise la validité d'une offre (au regard du cahier des charges de l'AO mais également du cadre juridique local) et fera gagner du temps pour les phases ultimes de concrétisation du projet (closing)



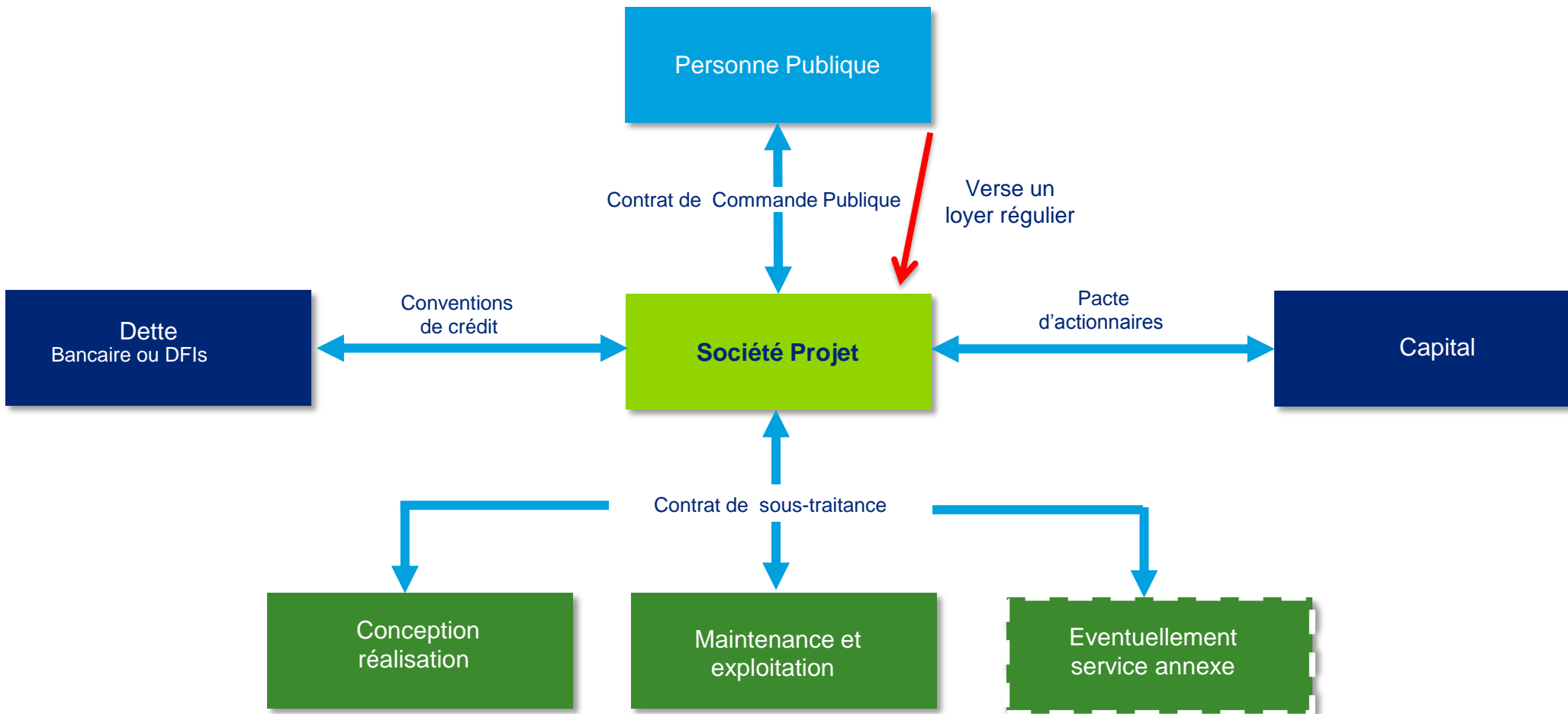
# Evaluer le retour sur investissement

## Schéma économique-juridique d'un financement de projet avec risque de demande



# Evaluer le retour sur investissement

## Schéma économique-juridique d'un financement de projet sans risque de demande



# Les modes de financement

## Panorama

### 1. Le montage en financement sur projet

- Financement d'un projet ou d'un actif identifié au bilan d'une structure juridique adhoc ou société projet (SPV)
- Equilibre au sein de la SPV entre fonds propres et dette
- Financement « sans recours » en dette

### 2. Le montage en crédit-bail

- Type de financement structuré
- Transfert du risque de crédit à un établissement financier en échange de droits réels sur les actifs du projet

### 3. Le montage « corporate »

- Financement par le partenaire industriel sur ses ressources propres
- Le projet figure dans le bilan de l'entreprise initiatrice du projet

# L'appréciation des risques

## Une notion importante en amont du projet

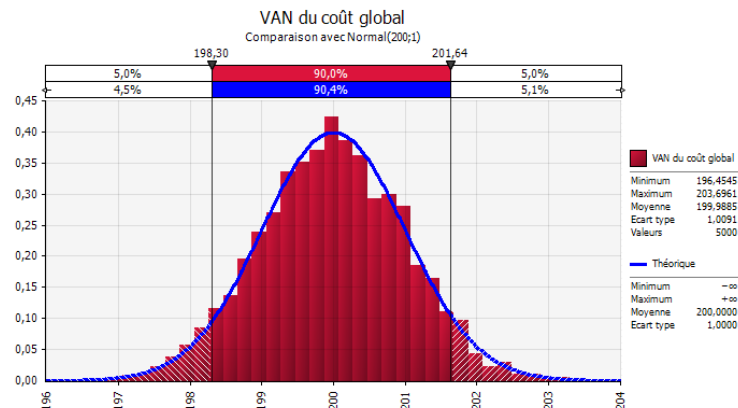
### ➤ Identifier

- Les risques liés à la conception
- Les risques liés à la construction
- Les risques liés à la maintenance
- Les risques liés à l'exploitation économique des ouvrages : vente de la production d'électricité.

### ➤ Allouer

- Eviter de garder tous les risques
- Eviter de vouloir tous les transférer: risque de « sur-provisionnement » par le privé d'un risque qu'elle ne sait pas gérer (ex: personne publique ne transmet aucune étude de sol au partenaire privé et le laisse ainsi seul évaluer le risque sol, archéologique ou pollution notamment)

### ➤ Quantifier



# Un exemple de projet réussi

## *3ème Pont d'Abidjan: un exemple de transaction infra réussie dans la zone UMEOA\**

---

- Pont à péages (comme le Viaduc de Millau en France)
- Concession avec risque de demande en BOT de type DBFOM
- Taille du projet: 232 m€
- Durée de la concession: 30 ans
- Partenaire privé en charge de la construction: Bouygues et sa filiale Socopriim
- Institutions financières de développement (DFIs): BAD, BOAD, MIGA, Fonds panafricain de développement des infrastructures (PAIDF)
- Un partenaire public fortement impliqué: l'Etat ivoirien est actionnaire dans la société de projet

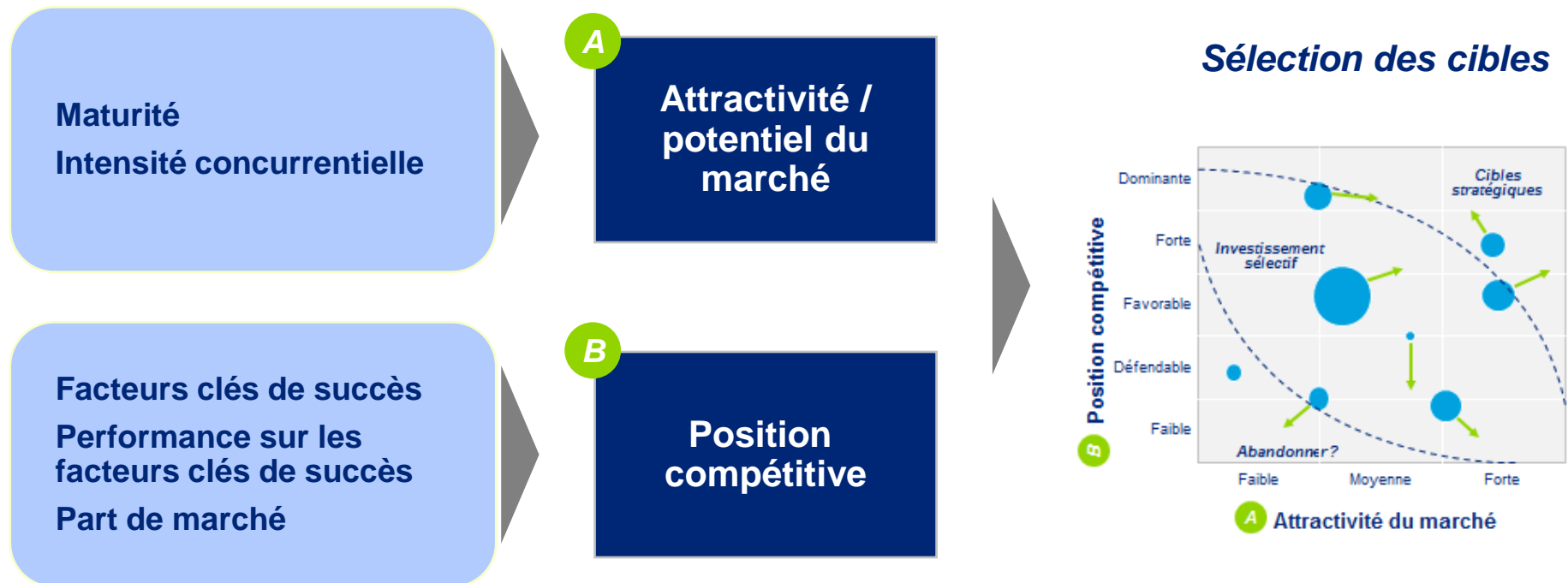
\* Deloitte intervenait comme auditeur du modèle financier du projet

# 3. Projets de croissance externe

# Identifier et sélectionner des cibles intéressantes

# Sélection de cibles dans le cas d'une croissance externe

*La sélection des cibles s'appuie sur l'analyse du potentiel des marchés telle que décrite précédemment mais également de la position compétitive*



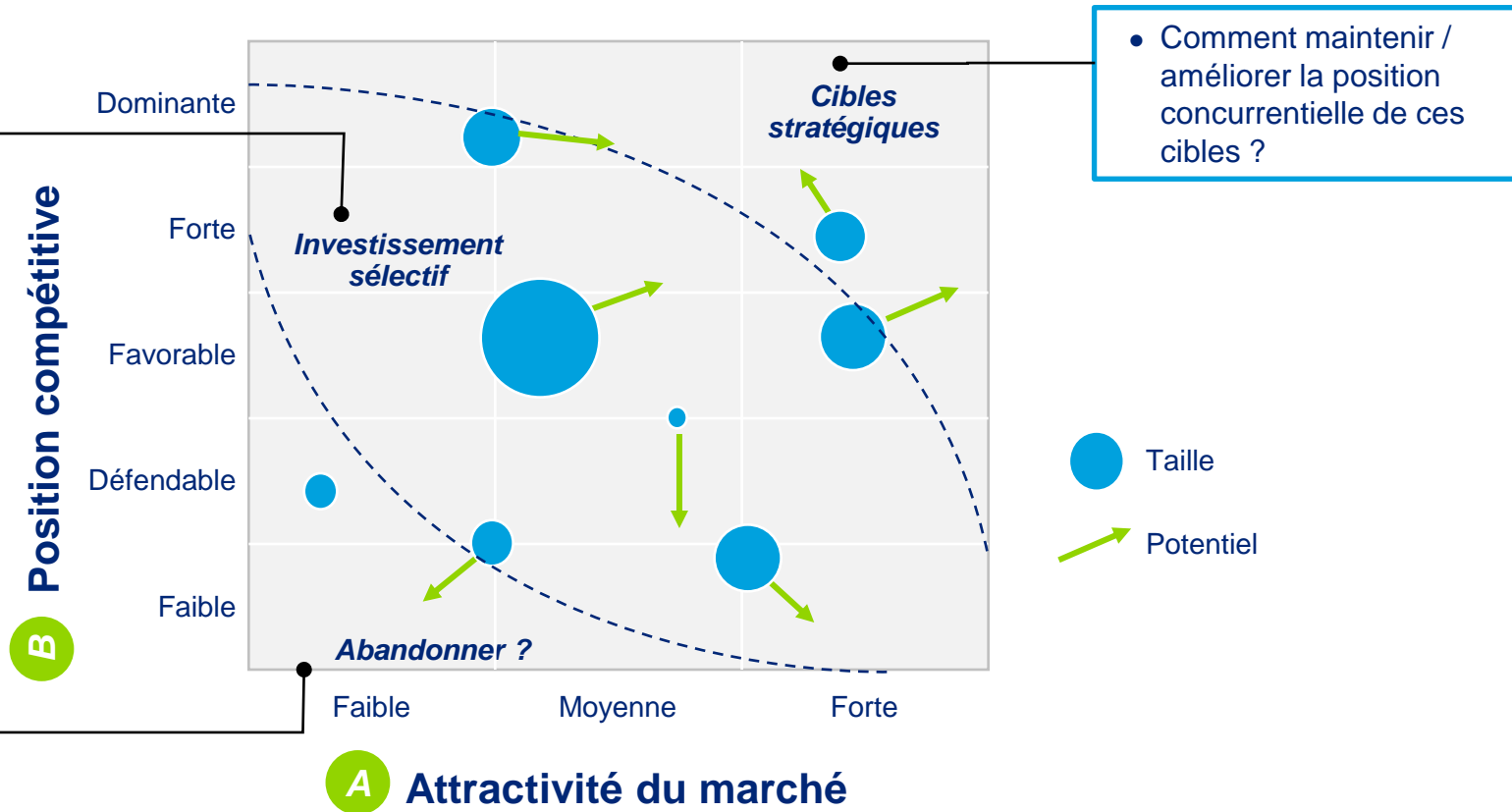


# Sélection de cibles dans le cas d'une croissance externe

*Une attractivité du marché et une position compétitive fortes caractérisent les cibles les plus stratégiques*

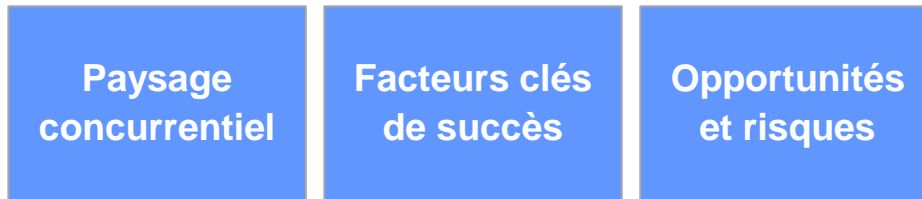
- Quelles options stratégiques pour améliorer la position de la cible ?
- Quels choix faire pour chaque cible : investir ou pas ?

- Sommes-nous obligés d'acquérir ces cibles ?
- S'il faut investir, le risque de performance très négative peut-il être évité ?



# Sélection de cibles dans le cas d'une croissance externe

*L'appréciation de la position compétitive se fonde sur l'analyse des facteurs clés de succès (KSF)*



- |  |   |   |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mapping des acteurs en concurrence avec la cible</li> <li>• Analyse de l'intensité concurrentielle du marché / parts de marché</li> <li>• Analyse des éventuelles barrières à l'entrée</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Identification des facteurs clés de succès</li> <li>• Appréciation de la performance relative de la cible sur les facteurs clés de succès du marché</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Identification des risques et opportunités potentielles</li> </ul> |
|--|---|---|



**Illustratif de la performance relative sur les facteurs clés de succès**

*Illustratif*

Facteurs clé de succès	Poids	Acteur 1	Acteur 2	Acteur 3
Prix	✓✓✓✓	++	+++	++
Avantage "premier entrant"	✓✓	-	++	-
Organisation de la force de vente	✓✓✓✓	+++	++	+++
Couverture géographique	✓✓	++	+	++
Qualité de service	✓✓	-	+	-
Caractéristiques techniques	✓✓✓✓	+	++	+
Offre maintenance	✓✓✓	+	+	+

# Réussir son projet de croissance externe

# Réussir son projet de croissance externe

## Comprendre le rôle joué par toutes les parties impliquées dans la transaction

Les différentes parties	Éléments clés
<b>Les Actionnaires (JV, actionnaires minoritaires, etc.)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Comprendre le rationnel de la transaction et les objectifs du vendeur.</li><li>▶ Evaluer si un associé local est requis pour des raisons légales ou opérationnelles.</li><li>▶ Dans le cas d'une JV ou d'un partenariat :<ul style="list-style-type: none"><li>❖ Comprendre la fiabilité financière de l'associé (e.g. réaliser une DD sur l'associé)</li><li>❖ Anticiper les problèmes potentiels de gouvernance qui pourraient survenir lors de la JV (clauses de changement de contrôle, problèmes de valorisation)</li></ul></li></ul>
<b>Le Management</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Evaluer les capacités et l'intégrité du Management</li><li>▶ Comprendre les objectifs et l'implication du Management</li></ul>
<b>Les auditeurs</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Acteurs de renommée internationale (tels que les membres du Big 4 ..) vs. auditeurs indépendants locaux</li></ul>
<b>Les autorités locales</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Retard éventuel dans l'obtention des licences et permis à prendre en considération</li><li>▶ Spécificités fiscales et sociales éventuelles</li></ul>

# Réussir son projet de croissance externe

## Analyse de la performance financière et valorisation de la Cible

Le contexte	L'analyse préliminaire
<b>La Cible</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Comprendre les activités, l'organisation, l'historique de la Cible</li> <li>▶ Comprendre les principaux leviers de la croissance et de la profitabilité du business de la Cible :<ul style="list-style-type: none"><li>❖ Analyse de la performance historique de la Cible</li><li>❖ Revue critique du Business Plan du Management de la Cible</li></ul></li> <li>▶ <b>Obtenir les agrégats pertinents, nécessaires à la valorisation de la cible (EBITDA normatif, dette nette ajustée, BFR normatif, etc.)</b></li></ul>

# Réussir son projet de croissance externe

## Anticiper les problèmes potentiels régulièrement observés au cours des processus de transactions en Afrique (1/2)

Problèmes potentiels	Risques associés
<b>Désaccords sur le prix non anticipés</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Le vendeur attend généralement un prix « disproportionné », qu'il justifie par l'accès à un marché en pleine croissance.</li><li>▶ Le manque de transaction comparables ou de comparables boursiers dans la zone ne permet pas d'effectuer une bonne valorisation et peut conduire à des « expectations gaps » en terme de prix.</li><li>▶ Les entreprises familiales sont en général très sensibles aux considérations de prix.</li></ul>
<b>Désaccords sur le calendrier du processus de transaction</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Un manque d'expérience du vendeur (et de ses conseillers) peut conduire à des deadlines strictes, voire irréalistes pour les processus de Due Diligences.</li></ul>
<b>Désaccords sur les besoins et le périmètre des Due Diligences</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ L'information financière fournie par le vendeur peut être relativement pauvre, voire de mauvaise qualité, en raison des éléments suivants :<ul style="list-style-type: none"><li>❖ Manque d'expérience en processus de transaction</li><li>❖ Différence d'appréciation sur ce qui doit être considéré comme une information prioritaire ou non.</li><li>❖ Méfiance exagérée pour fournir certaines informations (problématiques de confidentialité exacerbées).</li></ul></li></ul>
<b>Incertitudes concernant les informations clés durant le processus</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Des données clés manquantes susceptibles d'avoir un impact sur la valorisation de la cible peuvent retarder ou modifier le processus de transaction.</li></ul>

# Réussir son projet de croissance externe

## Anticiper les problèmes potentiels régulièrement observés au cours des processus de transactions en Afrique (2/2)

Problèmes potentiels	Risques associés
<b>Taux plus élevé de « deal breakers »</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Les processus de DD (fiscale, juridique, sociale ou financière) permettent souvent d'identifier dans ces régions davantage de points bloquant pour la transaction (« deal breakers ») :<ul style="list-style-type: none"><li>❖ Risques ou passifs fiscaux/sociaux</li><li>❖ Garanties/cautions donnés, nantissements, hypothèques, etc.</li><li>❖ Part significative du chiffre d'affaires fait « au black »</li><li>❖ Absence de documentation sur les titres fonciers</li><li>❖ Fraudes comptables ou fiscales</li></ul></li></ul>
<b>Différences culturelles importantes qui se révèlent durant la négociation</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Ces différences peuvent créer des incompréhensions au cours du processus de négociation (négociation plus propice dans certains pays que d'autres)</li><li>▶ Ces différences sont généralement à l'origine de retards durant le processus</li></ul>
<b>Interférences des autorités (locales ou nationales)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Pression politique au niveau national (surtout si le vendeur est proche du pouvoir)</li><li>▶ Les autorités locales peuvent interférer avec des pressions administratives</li></ul>

# Réussir son projet de croissance externe

## Anticiper les sujets financiers lors de la signature du contrat de vente

Problèmes potentiels	Risques associés
Définition du prix	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Enterprise value vs. Equity value</li><li>▶ Mécanismes d'ajustement de prix à anticiper:<ul style="list-style-type: none"><li>❖ Ajustements relatifs à la dette nette et au BFR à la date du closing</li><li>❖ Clauses de complément de prix</li><li>❖ Représentations et garanties</li></ul></li></ul>
Références comptables	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Définition de la norme comptable mentionnée dans le SPA</li><li>▶ Liste exhaustive des comptes définissant les agrégats financiers</li></ul>
Signature et clôture des accords	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Définition de la période entre la date de signature du SPA et la date du closing (en général 3 à 12 mois)</li><li>▶ Prévoir un audit des comptes à la date du closing</li></ul>



# Réussir son projet de croissance externe

## Anticiper au cours du processus de DD l'ensemble des risques post-acquisition

Problèmes potentiels	Risques associés
<b>Risques liés au business</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Capacité à conserver les clients existants et à développer le portefeuille</li><li>▶ Surestimation des synergies</li><li>▶ Problèmes potentiels liés à la séparation d'un groupe local</li></ul>
<b>Risques sur l'intégration</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Coûts d'intégration généralement sous-estimés (qualité, IT, finance, etc.)</li><li>▶ Adapter l'entreprise pour qu'elle soit en conformité avec la législation locale en vigueur</li></ul>
<b>Risques RH</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Capacité à retenir les personnes clés</li><li>▶ Coûts RH supplémentaires (formations, expatriés, ...)</li><li>▶ Période de transition plus longue que prévue</li><li>▶ Pression potentielles sur les salaires (revendications éventuelles pour aligner les rémunérations avec les autres filiales du Groupe dans le pays)</li></ul>