

OFFRE PUBLIQUE DE REPRISE

de

RED HOUSE

société anonyme de droit luxembourgeois,
dont le siège social est établi route d'Esch 50 à 1470 Luxembourg

**portant sur l'ensemble des actions non encore détenues,
directement ou indirectement, par Red House de**



société anonyme de droit belge,
dont le siège social est établi Boulevard du Souverain 68 à 1170 Bruxelles

au prix de 182,50 EUR par action.

L'Offre est valable du 7 février 2011 au 4 mars 2011 inclus.

**Les bulletins d'acceptation relatifs à l'Offre doivent être déposés, directement ou via un
intermédiaire financier, du 7 février 2011 au 4 mars 2011 inclus, auprès de Petercam**

Conseiller financier de l'Offrant et Etablissement Guichet

PETERCAM

1^{er} février 2011

TABLE DES MATIERES

CHAPITRE I	Généralités.....	4
1.	Définitions.....	4
2.	Approbation du Prospectus par la CBFA.....	5
3.	Personnes responsables et déclaration de conformité.....	6
4.	Expert Indépendant et observations relatives au rapport de l'Expert Indépendant.....	6
5.	Second Expert Indépendant.....	7
6.	Restrictions liées à l'Offre.....	7
7.	Arrondis des informations financières et statistiques.....	8
8.	Disponibilité du Prospectus, rapport de l'Expert Indépendant, rapport du Second Expert Indépendant et autres informations disponibles.....	8
CHAPITRE II	Renseignements quant à l'Offre.....	9
1.	Décision de lancer l'Offre.....	9
2.	Contexte de l'Offre.....	9
3.	Cadre réglementaire.....	9
4.	Objet de l'Offre.....	9
5.	Prix de l'Offre.....	9
6.	Disponibilité des fonds.....	10
7.	Engagement de l'Offrant de mener l'Offre à son terme.....	10
8.	Conditions de l'Offre.....	10
9.	Calendrier relatif à l'Offre.....	10
10.	Modalités de l'Offre.....	10
11.	Publication des résultats de l'Offre.....	11
12.	Paiement du Prix de l'Offre.....	11
13.	Frais et taxes.....	11
14.	Transfert automatique des Actions non présentées à la Date de Clôture de l'Offre.....	11
15.	Radiation des Actions qui étaient admises sur Euronext Brussels.....	11
CHAPITRE III	Justification du Prix de l'Offre.....	12
1.	Justification du Prix de l'Offre.....	12
2.	Calcul de l'actif net réévalué (ANR).....	12
2.1	Actifs immobiliers.....	12
2.2	Portefeuille titres.....	14
2.3	Participations Private Equity.....	14
2.4	Activité industrielle.....	15
2.5	Autres actifs.....	17
2.6	Conclusion.....	18
3.	Appréciation du Prix selon différentes méthodes d'évaluation.....	19

3.1	Comparaison du Prix aux cours de bourse historiques	19
3.2	La valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA.....	20
3.3	Les décotes de holding observées sur Euronext Brussels	20
3.4	La décote historique d'UNIBRA par rapport à sa valeur estimée	21
4.	Synthèse	21
CHAPITRE IV Présentation de l'Offrant.....		22
1.	Identification de l'Offrant	22
2.	Objet social.....	22
3.	Capital social et actionnariat	22
4.	Conseil d'administration.....	23
5.	Activités de l'Offrant et détention dans UNIBRA	23
6.	Exercice social et données financières de l'Offrant.....	24
7.	Commissaire.....	24
CHAPITRE V Présentation de la Société Visée		25
1.	Identification de la Société Visée.....	25
2.	Objet social.....	25
3.	Capital	26
3.1	Capital social et nombre d'Actions	26
3.2	Autres titres	26
3.3	Etat détaillé du capital social.....	26
3.4	Actions propres	26
3.5	Evolution du cours de l'Action sur Euronext et volumes traités	26
4.	Historique	27
5.	Organes administratifs, de gestion, de surveillance et de direction	28
5.1	Composition du conseil d'administration	28
5.2	Echéance des mandats des administrateurs	29
5.3	Gestion journalière - comités	29
5.4	Comité de direction.....	30
5.5	Comités du conseil d'administration	30
6.	Actionnariat	31
6.1	Déclaration reçue par UNIBRA	31
6.2	Déclaration dans le cadre de la loi du 1er avril 2007 - actualisation	31
7.	Activités et organigramme.....	31
7.1	Activités.....	31
7.2	Organigramme	32
7.3	Participations.....	35
8.	Informations financières, comptes et commissaire.....	36

8.1	Informations financières - Comptes consolidés	36
8.2	Commissaire	36
8.3	Chiffres-clés sur 3 ans	36
9.	Développements récents	37
	Annexes.....	39
	Annexe 1. Bulletin d'Acceptation	
	Annexe 2. Rapport de l'Expert Indépendant	
	Annexe 3. Rapport complémentaire de l'Expert Indépendant	
	Annexe 4. Rapport du Second Expert Indépendant	
	Annexe 5. Rapport annuel 2009 d'UNIBRA (comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2009 et rapport du commissaire)	
	Annexe 6. Rapport semestriel 2010 d'UNIBRA (comptes consolidés au 30 juin 2010 et rapport du commissaire)	
	Annexe 7. Mémoire en Réponse	
	Annexe 8. Valorisation brute estimée par nature d'actif	
	Annexe 9. Principales lignes du portefeuille actions	

RESUME DU PROSPECTUS

Le présent résumé constitue une simple introduction au Prospectus. Il contient des informations sélectionnées concernant les principales caractéristiques de l'Offre, l'Offrant, la Société Visée et les intentions de l'Offrant. Il doit être lu conjointement avec (et être entièrement nuancé par) les informations plus détaillées et les états financiers repris par ailleurs dans le Prospectus. Toute décision de répondre ou non à l'Offre doit être fondée sur un examen exhaustif du Prospectus. Si une action concernant l'information dans ce Prospectus était intentée devant un tribunal, l'investisseur plaignant pourrait selon le droit applicable, devoir supporter les frais liés à la traduction du Prospectus avant le début de la procédure judiciaire. Personne ne peut être tenu civilement responsable sur base de ce résumé, y compris ses traductions, à moins qu'il ne soit trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres sections du Prospectus.

Sauf indication contraire, les termes définis avec une lettre capitale dans ce Résumé ont la même signification que celle donnée dans le Prospectus.

Principales caractéristiques de l'Offre

La présente Offre constitue une offre publique de reprise de RED HOUSE sur les 37.554 Actions d'UNIBRA qu'elle ne détient pas encore au prix de 182,50 EUR par Action UNIBRA, coupon n°45 et suivants attachés.

S'agissant d'une offre publique de reprise sur une société holding, l'Offrant a déterminé le Prix de l'Offre de 182,50 EUR par référence à l'actif net réévalué.

L'Offrant n'a appliqué aucune décote globale sur l'actif net réévalué, bien que le marché boursier applique traditionnellement une telle décote sur les sociétés holdings et qu'une décote soit fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire sur une société holding.

Le Prix offert par l'Offrant présente une prime située entre 19% et 21% par rapport au cours de bourse historique d'UNIBRA, en fonction de la période de référence prise en considération. Il représente une prime de 1,3% par rapport à la valeur estimée de l'actif net calculée par UNIBRA au 30 juin 2010 équivalent à 180,22 EUR par Action UNIBRA.

Enfin, le Prix offert par l'Offrant est également supérieur à la valeur calculée par l'Expert Indépendant qui est de 171,32 EUR par Action UNIBRA et présente donc une prime de l'ordre de 6,5 % par rapport à l'évaluation calculée par l'Expert Indépendant.

L'Offre est valable du 7 février 2011 à partir de 9 heures (heure de Bruxelles) au 4 mars 2011 inclus à 16 heures (heure de Bruxelles).

Les actionnaires d'UNIBRA qui souhaitent participer à l'Offre doivent compléter et signer le Bulletin d'Acceptation annexé au présent Prospectus. Les Bulletins d'Acceptation dûment complétés doivent être déposés directement ou par le biais d'un intermédiaire financier auprès de Petercam au plus tard le 4 mars 2011 à 16 heures (heure de Bruxelles), accompagnés, le cas échéant, des documents annexes pertinents.

Le paiement du Prix interviendra au plus tard le dixième Jour suivant la publication des résultats de l'Offre, soit au plus tard le 25 mars 2011. Les Actions non présentées à l'Offre seront réputées transférées de plein droit à l'Offrant et le Prix de ces Actions sera mis à la disposition des anciens propriétaires d'Actions pendant une période de six (6) mois, soit jusqu'au 4 septembre 2011 auprès de l'Etablissement Guichet. Après cette date, les fonds seront consignés à la Caisse des Dépôts et Consignations pour le compte des anciens propriétaires d'Actions.

A la clôture de l'Offre, l'autorité de marché d'Euronext Brussels procédera à la radiation d'office des Actions d'UNIBRA.

L'Offre est soumise à l'article 513, §1 du Code des sociétés, et aux dispositions de la Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise.

Principales caractéristiques de l'Offrant

RED HOUSE est une société anonyme luxembourgeoise qui a été constituée le 27 août 2007 pour une durée illimitée et dont le siège social est établi Route d'Esch 50 à 1470 Luxembourg, inscrite au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B-131771.

Son objet social peut se résumer comme suit: prendre des participations et des intérêts sous quelque forme que ce soit dans toute autre société (société *holding*).

Le capital social de RED HOUSE s'élève à 11.235.000 EUR, représenté par 11.235 actions nominatives sans désignation de valeur nominale.

Le seul actif (hors trésorerie courante) de RED HOUSE est la participation qu'elle détient dans UNIBRA, participation qui s'élève à 95,32% depuis le 4 août 2010.

Le conseil d'administration de l'Offrant est actuellement composé de quatre administrateurs :

- Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM;
- Madame Bérangère RELECOM;
- Monsieur Thibault RELECOM;
- Monsieur Pascal KRAWCZYK.

Principales caractéristiques de la Société Visée

UNIBRA est une société anonyme de droit belge ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne qui a été constituée le 13 janvier 1960 sous la forme de société congolaise à responsabilité limitée et qui fut transformée en société anonyme de droit belge le 29 décembre 1961. Le siège social d'UNIBRA est établi Boulevard du Souverain, 68 à 1170 Bruxelles et la société est inscrite auprès du registre des personnes morales de la Banque Carrefour des Entreprises (Bruxelles) sous le numéro d'entreprise 0402.833.179.

Le Groupe UNIBRA, actuellement composé de 22 sociétés, est né de la fusion de quatre brasseries installées au Congo belge respectivement à Stanleyville, Luluabourg, Léopoldville et Paulis.

Dès l'origine, UNIBRA a veillé à diversifier ses activités. Outre le développement de ses activités industrielles relatives à l'industrie de boissons en Afrique, UNIBRA effectue la gestion financière des liquidités du Groupe et, à ce titre, elle prend des participations dans diverses sociétés, telles que la société d'édition française Media Participations ou les sociétés biotechnologiques Euroscreen SA ou Zentech SA. UNIBRA investit également dans le secteur immobilier tant en Belgique qu'aux Etats-Unis. La plupart des actifs immobiliers d'UNIBRA sont regroupés au sein de la société belge TERREBOIS. Aux Etats-Unis, UNIBRA détient des participations minoritaires dans des « Partnerships » investissant aussi bien dans les surfaces de bureaux que dans des espaces commerciaux. UNIBRA investit également de manière ponctuelle dans certains projets de promotion immobilière.

Le capital social d'UNIBRA est fixé à 16.000.000 EUR, représenté par 801.900 actions admises à la négociation sur Euronext Brussels, dont 764.346 actions appartiennent à RED HOUSE, les 37.554 actions restantes faisant l'objet de la présente Offre.

Le conseil d'administration de la Société Visée est actuellement composé de sept administrateurs :

- Baron Baudouin MICHIELS;
- Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM;

- Monsieur Jean-Louis HENKENS;
- Monsieur Olivier LIPPENS;
- MDIN s.à.r.l. représentée par Monsieur Jean-Louis HOME;
- Monsieur Thibault RELECOM;
- Madame Bérangère RELECOM.

Intentions de l'Offrant

Depuis la première cotation des Actions en 1960, la réglementation applicable aux sociétés cotées s'est considérablement étoffée et impose des exigences de plus en plus contraignantes aux émetteurs. L'importance et la liquidité des sociétés cotées déterminent l'intérêt des investisseurs pour les actions des sociétés or les volumes traités des Actions UNIBRA en bourse sont, depuis des années, peu significatifs.

UNIBRA constitue la seule participation financière et le seul actif coté de RED HOUSE; la liquidité de son titre est limitée et le nombre de titres UNIBRA non détenus directement par RED HOUSE est inférieur à 5% depuis le 4 août 2010.

L'Offrant estime le maintien de la cotation de son unique filiale non souhaitable. La taille de l'entreprise, la nature de ses activités et l'absence d'appels au marché - sous quelque forme que ce soit - depuis des dizaines d'années ne justifient plus une cotation boursière, qui ne semble d'ailleurs pas indispensable pour attirer des nouveaux moyens financiers, le cas échéant.

L'Offrant effectue donc la présente Offre pour acquérir les 37.554 actions représentatives du capital social d'UNIBRA qu'elle ne détient pas encore, ce qui représente 4,68% du capital social.

CHAPITRE I GENERALITES

1. Définitions

- « **Actions** » désigne les 801.900 actions, sans désignation de valeur nominale, représentatives du capital d'UNIBRA.
- « **Actions Visées** » désigne les 37.554 Actions faisant l'objet de l'Offre non encore détenues par l'Offrant.
- « **Arrêté Royal** » désigne l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise.
- « **Bulletin d'Acceptation** » désigne le formulaire se trouvant en annexe du présent Prospectus (**Annexe 1**) et qui doit être rempli en cas d'acceptation de l'Offre.
- « **CBFA** » désigne la Commission bancaire, financière et des assurances.
- « **Etablissement Guichet** » désigne Petercam SA, ayant son siège social Place Sainte-Gudule 19 à 1000 Bruxelles, inscrite auprès du registre des personnes morales (Bruxelles) de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro d'entreprise 0451.071.477.
- « **Expert Indépendant** » désigne BST Réviseurs d'Entreprises, dont le siège social est situé rue Gachard 88, bte 16 à 1050 Bruxelles, inscrite auprès du registre des personnes morales (Bruxelles) de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro d'entreprise 0444.708.673.
- « **Second Expert Indépendant** » désigne Lorentz, Dechamps et Associés (LD&A), dont le siège social est situé rue Faubourg Saint-Honoré 25 à 75008 Paris, inscrite auprès du RCS de Paris sous le numéro B 478 102 510.
- « **Groupe** » ou « **Groupe UNIBRA** » désigne le groupe UNIBRA composé de 22 sociétés dont 16 sont consolidées par la méthode globale, 4 par mise en équivalence alors que 2 restent en dehors du périmètre de consolidation.
- « **Jour** » désigne un jour ouvrable dans le secteur bancaire en Belgique.

« Loi »	désigne la Loi du 1 ^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition.
« Mémoire en Réponse »	désigne l'avis du conseil d'administration d'UNIBRA du 3 février 2011 préparé conformément aux articles 15 et 16 de l'Arrêté Royal.
« Offrant » ou « RED HOUSE »	désigne Red House SA, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est établi route d'Esch 50 à 1470 Luxembourg, inscrite au registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 131771.
« Offre »	désigne l'offre publique de reprise par RED HOUSE sur les Actions Visées aux conditions et selon les modalités décrites dans le Prospectus.
« Période d'Offre »	désigne la période pendant laquelle les actionnaires peuvent apporter leurs titres à l'Offre, débutant le 7 février 2011 et se clôturant le 4 mars 2011 inclus.
« Prix de l'Offre »	désigne le prix par Action Visée apportée à l'Offre, soit 182,50 EUR.
« Prospectus »	désigne le présent document et ses annexes.
« Société Visée » ou « UNIBRA »	désigne UNIBRA SA, société anonyme de droit belge, dont le siège social est établi Boulevard du Souverain 68 à 1170 Bruxelles, inscrite au registre des personnes morales (Bruxelles) de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro d'entreprise 0402.833.179.

Les termes définis ci-dessus utilisés à la forme plurielle ont la même signification lorsqu'ils sont utilisés au singulier, et vice-versa.

2. Approbation du Prospectus par la CBFA

Le Prospectus a été approuvé par la CBFA le 1^{er} février 2011, conformément à l'article 19 §3 de la Loi.

Cette approbation ne comporte aucune appréciation par la CBFA de l'opportunité ni de la qualité de l'Offre, ni de la situation de celui qui la réalise.

3. Personnes responsables et déclaration de conformité

RED HOUSE, représenté par son conseil d'administration, assume la responsabilité du contenu du présent Prospectus et déclare que les informations contenues dans le Prospectus sont, à sa connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions susceptibles d'en altérer le contenu ou la portée.

Petercam a conseillé l'Offrant sur certains aspects de l'organisation de l'Offre. Ces services ont été fournis exclusivement à l'Offrant et Petercam n'assume par conséquent aucune responsabilité quant à l'information contenue dans ce Prospectus. Aucun élément contenu dans ce Prospectus n'est ou ne peut être considéré comme un conseil, une promesse ou une explication fournie par Petercam.

4. Expert Indépendant et observations relatives au rapport de l'Expert Indépendant

L'Offrant a désigné la société BST Réviseurs d'Entreprises, représentée par Madame Pascale Tytgat, en qualité d'Expert Indépendant, afin de rédiger un rapport conformément à l'article 6 de l'Arrêté Royal.

Conformément à l'article 6 de l'Arrêté Royal, le rapport de l'Expert Indépendant contient au moins les éléments suivants:

1. une description de l'identité de la Société Visée, de la structure et de la répartition de son actionnariat, de l'ensemble d'entreprises auquel elle appartient, des activités qu'elle exerce et de leur répartition, de son évolution récente et de l'identité des dirigeants;
2. les derniers comptes annuels et les rapports y afférents ou, s'ils sont disponibles, les derniers comptes consolidés et les rapports y afférents de la Société Visée, ainsi qu'un état comptable plus récent si des modifications importantes sont survenues depuis la date de clôture de ces comptes ou si cette date remonte à plus de neuf mois;
3. une description précise des différents titres sur lesquels porte l'Offre;
4. l'évaluation, étayée par des chiffres circonstanciés, que l'Expert a faite des titres visés par l'Offre, en utilisant des méthodes pertinentes au regard de la nature et de l'activité de la société concernée et en partant d'éléments de fait et d'hypothèses adéquats; l'indication des méthodes d'évaluation qu'il a appliquées, des éléments de fait et des hypothèses qu'il a retenus, des sources qu'il a utilisées et du résultat qu'il a obtenu au moyen des méthodes d'évaluation utilisées;
5. une analyse du travail d'évaluation réalisé par l'Offrant;
6. l'avis de l'Expert sur la question de savoir si le Prix offert sauvegarde ou non les intérêts des détenteurs de titres;
7. une justification adéquate de l'indépendance de l'Expert vis-à-vis de l'Offrant, de la Société Visée et des sociétés qui leur sont liées;
8. la rémunération perçue par l'Expert, ainsi que l'indication des moyens qu'il a engagés en personnel et en temps, une description des diligences qu'il a effectuées et la mention des personnes qu'il a contactées.

Le rapport de l'Expert Indépendant daté du 6 septembre 2010 est repris en **Annexe 2** du Prospectus.

Il convient de noter que la CBFA a formulé certaines observations quant au rapport de l'Expert Indépendant. Ces remarques avaient principalement trait aux valorisations retenues pour les actifs immobiliers, industriels et incorporels détenus en Afrique par UNIBRA, à savoir:

- la valorisation des actifs immobiliers détenus à Kinshasa, République Démocratique du Congo;
- la valorisation des actifs industriels détenus en Afrique (Rwanda et Madagascar), et

- la valorisation de la marque SKOL.

L'Expert Indépendant a répondu à ces observations dans un complément à son rapport en date du 15 décembre 2010, lequel est repris en **Annexe 3** du Prospectus et fait partie intégrante du rapport de l'Expert Indépendant.

5. Second Expert Indépendant

Outre l'obtention d'un rapport complémentaire de l'Expert Indépendant, l'Offrant a désigné, le 7 décembre 2010, un second expert indépendant afin de se prononcer sur la valorisation de certains actifs situés en Afrique.

L'Offrant a ainsi désigné la Société Lorentz, Dechamps et Associés (LD&A), représentée par Monsieur Christophe Evers, en qualité de Second Expert Indépendant, afin de rédiger un rapport concernant la valorisation des actifs immobiliers et industriels se situant en Afrique suivants:

- Congo-fer SPRL;
- Nouvelle Brasserie de Madagascar SA;
- Zubisko Trading Ltd.;
- La marque Skol.

Conformément à l'article 6 de l'Arrêté Royal, le rapport du Second Expert Indépendant contient au moins les éléments repris à la section 4 ci-dessus.

Le rapport du Second Expert Indépendant daté du 24 janvier 2011 est repris en **Annexe 4** du Prospectus

6. Restrictions liées à l'Offre

Généralités

Le Prospectus a été approuvé en Belgique uniquement. Ni ce Prospectus, ni aucune autre annonce ou information relative à l'Offre ne peuvent être diffusés dans le public qui relève d'une juridiction autre que la Belgique et dans laquelle une obligation en matière d'enregistrement, d'approbation ou autre est ou serait applicable à l'Offre. Aucune démarche n'a été entreprise (ni ne sera entreprise) en dehors de la Belgique en vue de rendre possible une offre publique dans une quelconque juridiction dans laquelle de telles démarches seraient requises. La diffusion du Prospectus, ainsi que l'Offre, l'acceptation de l'Offre et les modalités de l'Offre peuvent dans certaines juridictions, être limités par des dispositions légales et réglementaires. Les personnes qui entrent en possession du Prospectus ou d'un des documents faisant partie du Prospectus sont tenues de s'informer de ces restrictions, et de s'y conformer. L'Offrant ne peut pas être tenu responsable d'une quelconque violation de ces limitations.

Exclusions

L'Offre ne s'applique pas aux Etats-Unis et le Prospectus ne peut être diffusé ou envoyé aux États-Unis ni par l'utilisation de la poste, ni par un autre moyen, par le biais du commerce interétatique ou étranger, ou de toute bourse de valeurs mobilières de ce pays. Ceci comprend aussi, notamment, les transmissions par fax, téléphone et les transmissions électroniques. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Prospectus, ni aucun autre document en rapport avec l'Offre, ne peut être envoyé, transmis ou diffusé, de quelque façon que ce soit, aux États-Unis. Toute prétendue acceptation de l'Offre résultant d'une violation directe ou indirecte de ces limitations sera réputée nulle.

Le Prospectus ne constitue pas une Offre portant sur la vente de valeurs mobilières aux États-Unis.

7. Arrondis des informations financières et statistiques

Certaines informations financières et statistiques contenues dans le Prospectus ont fait l'objet d'arrondis. En conséquence, la somme de certaines données peuvent ne pas être égale au total exprimé.

8. Disponibilité du Prospectus, rapport de l'Expert Indépendant, rapport du Second Expert Indépendant et autres informations disponibles

Le Prospectus est disponible en français uniquement. Le Prospectus, en ce compris le Bulletin d'Acceptation, peut être obtenu gratuitement et sur simple demande au numéro 02/229.64.46 (Petercam). Il est également disponible sur le site de Petercam: www.petercam.be.

Le Mémoire en Réponse du conseil d'administration d'UNIBRA, rédigé conformément aux articles 15 et 16 de l'Arrêté Royal, est repris en **Annexe 7** du Prospectus.

Le rapport de l'Expert Indépendant est repris en **Annexes 2 et 3** du Prospectus.

Enfin, le rapport du Second Expert Indépendant est repris en **Annexe 4** du Prospectus.

Les actionnaires peuvent obtenir gratuitement, tous les Jours, aux heures d'ouverture des bureaux, chez la Société Visée, une copie des statuts d'UNIBRA. Ce document peut également être consulté sur le site www.unibra.be.

CHAPITRE II RENSEIGNEMENTS QUANT A L'OFFRE

1. Décision de lancer l'Offre

Le conseil d'administration de RED HOUSE qui s'est réuni le 30 août 2010 conformément aux pouvoirs que lui reconnaissent la loi et ses statuts, a approuvé le lancement de l'Offre, en a arrêté les modalités et a approuvé le projet de Prospectus.

2. Contexte de l'Offre

L'Offrant détient, à la date du Prospectus, 764.346 Actions, soit 95,32% du capital d'UNIBRA.

Depuis la première cotation des Actions en 1960, la réglementation applicable aux sociétés cotées s'est considérablement étoffée et impose des exigences de plus en plus contraignantes aux émetteurs. L'importance et la liquidité des sociétés cotées déterminent l'intérêt des investisseurs pour les actions des sociétés. Or, les volumes traités des Actions UNIBRA en bourse sont, depuis de nombreuses années, peu significatifs.

UNIBRA constitue la seule participation financière et le seul actif coté de RED HOUSE; la liquidité de son titre est limitée et le nombre de titres UNIBRA non détenus directement par RED HOUSE est inférieur à 5% depuis le 4 août 2010.

L'Offrant estime par conséquent le maintien de la cotation de son unique filiale non souhaitable. La taille de l'entreprise, la nature de ses activités et l'absence d'appels au marché - sous quelque forme que ce soit - depuis des dizaines d'années ne justifient plus une cotation boursière, qui ne semble d'ailleurs pas indispensable pour attirer des nouveaux moyens financiers, le cas échéant.

3. Cadre réglementaire

L'article 513, §1^{er}, alinéa 1^{er} du Code des sociétés stipule que: *"une personne physique ou morale, ou plusieurs personnes physiques ou morales qui agissent de concert et qui détiennent, conjointement avec la société, 95 % des titres conférant le droit de vote d'une société anonyme ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, peuvent acquérir, à la suite d'une offre publique de reprise, la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote"*.

L'Offre est en outre soumise aux dispositions de la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et de l'arrêté royal du 27 Avril 2007 qui fixe les conditions qu'une personne morale qui détient 95 % des titres avec droit de vote d'une société anonyme ayant fait publiquement appel à l'épargne au sens de l'article 438 du Code des sociétés doit respecter si elle souhaite acquérir la totalité des titres avec droit de vote de cette société.

4. Objet de l'Offre

L'Offre de RED HOUSE porte sur la totalité des Actions UNIBRA non encore détenues par l'Offrant, soit 37.554 Actions représentant 4,68 % du capital social.

5. Prix de l'Offre

Pour une Action, coupon n° 45 et suivants attachés, apportée à l'Offre, il sera remis aux actionnaires un Prix de 182,50 EUR.

6. Disponibilité des fonds

Le Prix porte sur un montant total de 6.853.605,00 EUR. RED HOUSE confirme que les fonds nécessaires au paiement du Prix sont disponibles sur un compte bloqué ouvert auprès de la banque BNP Paribas Fortis - Fortis Banque SA, comme il ressort d'une attestation émise par cette dernière.

7. Engagement de l'Offrant de mener l'Offre à son terme

Conformément à l'article 2, 6° de l'Arrêté Royal, l'Offrant s'engage à mener l'Offre à son terme pour ce qui dépend de lui. L'Offrant s'engage également, conformément à l'article 9 de l'Arrêté Royal à s'abstenir d'acquérir des titres faisant l'objet de l'Offre à des conditions plus avantageuses que celles dont l'Offre est assortie, sauf à en faire bénéficier tous les destinataires de l'Offre. L'Offre est irrévocable et RED HOUSE, acheteur des Actions Visées, s'engage à accepter toutes les Actions apportées à l'Offre.

8. Conditions de l'Offre

L'Offre est inconditionnelle.

9. Calendrier relatif à l'Offre

L'Offre est valable du 7 février 2011 à partir de 9 heures (heure de Bruxelles) au 4 mars 2011 inclus à 16 heures (heure de Bruxelles).

10. Modalités de l'Offre

L'Offre est soumise aux modalités suivantes :

- Les actionnaires d'UNIBRA qui souhaitent participer à l'Offre doivent compléter et signer le Bulletin d'Acceptation annexé au Prospectus (**Annexe 1**), en deux exemplaires.
- Les Bulletins d'Acceptation dûment complétés doivent être déposés auprès de Petercam au plus tard le 4 mars 2011, à 16 heures (heure de Bruxelles), accompagnés, le cas échéant, des documents annexes pertinents, tels que décrits dans le Bulletin d'Acceptation.
- La remise des Bulletins d'Acceptation peut également être effectuée auprès de tout autre établissement ou intermédiaire financier. Ces derniers doivent se conformer aux modalités précisées dans le Prospectus.
- Seuls les Bulletins d'Acceptation dûment complétés seront acceptés par l'Offrant.
- Un détenteur d'Actions qui a accepté l'Offre peut toujours retirer son acceptation pendant la Période d'Offre.
- Toute augmentation du Prix de l'Offre bénéficie également aux détenteurs d'Actions qui ont déjà accepté l'Offre.
- Au cas où les Actions appartiendraient à deux ou à plusieurs copropriétaires, le Bulletin d'Acceptation devra être signé conjointement par chacun d'entre eux. Les Bulletins d'Acceptation qui concernent des Actions sur lesquelles a été constitué un usufruit devront être signés conjointement par le nu-propriétaire et par l'usufruitier. Les Bulletins d'Acceptation relatifs à des Actions nanties devront être signés conjointement par le propriétaire et le créancier-gagiste, et celui-ci doit marquer explicitement l'abandon de ses droits de gage sur

les Actions Visées, cette signature conjointe emportant accord sur les instructions de paiement mentionnées dans le Bulletin d'Acceptation.

11. Publication des résultats de l'Offre

Conformément à l'article 18 de l'Arrêté Royal, les résultats de l'Offre, ainsi que le nombre d'Actions détenues par l'Offrant à l'issue de l'Offre, seront publiés dans la presse dans les cinq (5) Jours suivant la clôture de la Période d'Offre, soit au plus tard le 11 mars 2011.

12. Paiement du Prix de l'Offre

Le paiement du Prix de l'Offre interviendra par virement sur le compte indiqué par chaque actionnaire dans son Bulletin d'Acceptation au plus tard le dixième (10ème) Jour suivant la publication des résultats de l'Offre, soit au plus tard le 25 mars 2011.

13. Frais et taxes

Les frais liés à l'Offre y compris la taxe sur les opérations de bourse seront pris en charge par l'Offrant dans la mesure où les Actions sont apportées à l'Offre au travers de l'Etablissement Guichet.

Les actionnaires d'UNIBRA réservant une réponse favorable à l'Offre devront cependant supporter les frais éventuels réclamés par les intermédiaires financiers autres que l'Etablissement Guichet.

14. Transfert automatique des Actions non présentées à la Date de Clôture de l'Offre

Les Actions non présentées à la clôture de l'Offre seront réputées transférées de plein droit à l'Offrant, conformément à l'article 19 de l'Arrêté Royal.

Le Prix de ces Actions sera mis à la disposition des anciens propriétaires d'Actions pendant une période de six mois, soit jusqu'au 4 septembre 2011 auprès de l'Etablissement Guichet. Après cette date, les fonds seront consignés à la Caisse des Dépôts et Consignations pour le compte des anciens propriétaires d'Actions.

15. Radiation des Actions qui étaient admises sur Euronext Brussels

Les Actions sont actuellement cotées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels.

A la clôture de l'Offre, l'autorité de marché d'Euronext Brussels procédera d'office à la radiation des Actions qui étaient cotées sur Euronext Brussels, conformément à l'article 19 de l'Arrêté Royal.

CHAPITRE III JUSTIFICATION DU PRIX DE L'OFFRE

1. Justification du Prix de l'Offre

Pour déterminer le Prix offert par Action, l'Offrant a utilisé différentes méthodes pertinentes au regard de la nature et des activités d'UNIBRA. S'agissant d'une offre publique de reprise sur une société holding, l'Offrant a déterminé le Prix par référence à l'actif net réévalué (ANR). En effet, ce critère est le plus approprié en l'espèce étant donné le caractère patrimonial d'une société holding. D'autres méthodes d'évaluation ont été envisagées par l'Offrant (voir *infra*), mais ces méthodes d'évaluation sont moins pertinentes et moins favorables aux détenteurs d'Actions.

L'Offrant n'a appliqué aucune décote globale sur l'actif net réévalué, bien que le marché boursier applique traditionnellement une telle décote sur les sociétés holdings et qu'une décote soit fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire sur une société holding.

2. Calcul de l'actif net réévalué (ANR)

Cette méthode vise à estimer la valeur des fonds propres d'une société sur la base d'une réévaluation de ses actifs et passifs à une valeur de marché estimée. Cette réévaluation a été faite sur la base des comptes statutaires des sociétés du Groupe en date du 30 juin 2010, à l'exception du portefeuille titres qui lui, a été valorisé en date du 13 août 2010, celle-ci correspondant à la date la plus tardive pour obtenir une valorisation complète du portefeuille titres (particulièrement en ce qui concerne les Fonds Communs de Placements) pour le conseil d'administration de Red House du 30 août 2010. A noter également que les taux de change pris en compte dans le calcul de l'actif net réévalué sont fixés au 13 août 2010 pour la même raison qu'évoquée ci-dessus. Comme détaillé ci-dessous, chaque élément de l'actif et du passif a été évalué suivant les méthodes les plus appropriées, avec la marge d'appréciation inhérente à toute évaluation.

L'approche suivie par l'Offrant a été de procéder à une réévaluation des comptes statutaires d'UNIBRA et des différentes sociétés détenues par UNIBRA.

Pour ce faire, les ajustements suivants ont été pris en compte par l'Offrant:

2.1 Actifs immobiliers

Les six principaux actifs immobiliers détenus par le Groupe UNIBRA en Belgique ont fait l'objet d'une évaluation indépendante par Pricewaterhouse Coopers Enterprise Advisory cvba/sprl ("PwC Belgique"). L'actif immobilier détenu au Luxembourg par Cipari SA a quant à lui fait l'objet d'une évaluation indépendante par Pricewaterhouse Coopers S.à.r.l. ("PwC Luxembourg"). Ces valorisations, dont les résultats ont été fournis à l'Offrant respectivement le 10 août 2010 et le 30 juillet 2010, fournissent des estimations de valeurs de marché selon la définition du RICS 'Red Book' 6th Edition, c'est-à-dire « *le montant estimé pour lequel la transaction d'achat aurait lieu à la date d'évaluation, entre parties indépendantes, agissant de façon prudente, dans leur intérêt propre, et en connaissance de cause après une période de marketing et de recherche d'investisseurs.* » Ces estimations de valeurs de marché correspondent à une valorisation brute des actifs immobiliers avant retrait des frais de transaction tant du vendeur que de l'acheteur.

Un tableau regroupant les valorisations brutes des actifs immobiliers et les superficies par nature d'actif est repris en **Annexe 8** au présent Prospectus.

De plus, la prise en compte de ces actifs immobiliers dans l'actif net réévalué a été faite en appliquant les principes suivants :

Immobilier belge et luxembourgeois

- Lorsqu'un actif est détenu dans un véhicule dédié ("*special purpose vehicle*") dont il constitue le principal actif, il est supposé que l'éventuelle aliénation du bien se fasse par le biais d'une vente du véhicule dédié (« Share Deal »). Dans ce cas, des frais de transaction estimés à 2,5% sont pris en compte ainsi qu'une latence fiscale égale à 50% de l'impôt sur les sociétés calculé sur la plus-value latente issue de la valeur estimée du bien et, en l'espèce, de la valeur qui a été déterminée respectivement par PwC Belgique et PwC Luxembourg. Ceci reflète une pratique du marché immobilier belge selon laquelle, dans l'hypothèse de la vente d'un véhicule dédié, un partage se fait entre l'acheteur et le vendeur de la latence fiscale qui apparaîtrait éventuellement à la liquidation du véhicule ou dans le cas de la vente future de l'actif immobilier par le véhicule dédié. Tel a été le cas lors des dernières transactions immobilières réalisées par UNIBRA, que ce soit en qualité de vendeur ou d'acheteur. Ainsi, lors de la dernière acquisition opérée par Unibra sous forme de « share deal » (société Terre à Terre en 2009), le groupe a appliqué cette méthode pour la détermination du prix d'acquisition des titres. La même méthode avait été retenue lors de la dernière cession opérée par le groupe (société Industrie 10 en 2007).
- Dans le cas de la vente d'un actif (« Asset Deal »), c'est-à-dire en cas d'aliénation de l'actif immobilier lui-même, les frais de transaction (en ce compris les droits d'enregistrement et les frais notariés) sont estimés par PwC à 12,8%¹ pour les actifs belges (situés à Bruxelles ou en Wallonie) et à 10% pour les actifs luxembourgeois, et la totalité de la latence fiscale est prise en compte.

Le Groupe UNIBRA détient également des biens forestiers dans la province du Hainaut, ainsi que deux habitations et quelques terres agricoles dont la valeur a été estimée par experts spécialisés en ces matières. Ces actifs sont logés dans la société Terrebois SA.

Immobilier américain

Le Groupe UNIBRA possède via sa filiale Unibrus Ltd. des participations minoritaires dans divers *partnerships* aux Etats-Unis. La valorisation de ces participations a été basée sur les informations fournies par le gestionnaire indépendant de ces *partnerships*, la société M&J Wilkow Ltd. Des frais de transaction ainsi que des latences fiscales n'ont pas été pris en compte pour l'immobilier américain, ceux-ci étant déjà inclus dans la valorisation de l'expert immobilier M&J Wilkow Ltd.

Immobilier congolais

Le Groupe UNIBRA détient trois propriétés immobilières à Kinshasa (République Démocratique du Congo). Ces actifs ont été évalués sur la base des loyers annuels bruts normalisés, auxquels un coefficient de capitalisation de 6 a été appliqué en ligne avec la méthode de valorisation habituelle retenue par Unibra. En l'absence d'experts immobiliers fiables, la méthode retenue par l'Offrant pour la valorisation des trois propriétés immobilières à Kinshasa détenues au travers de Congo-Fer est celle appliquée par Unibra de manière constante, à savoir celle du multiple des loyers bruts, reflétant une pratique traditionnelle utilisée sur le marché immobilier en RDC. Selon

¹ Les frais d'enregistrement à Bruxelles et en Wallonie s'élèvent à 12,5%. Au Grand-Duché de Luxembourg, la composition des droits de mutations est de (i) 6% de frais d'enregistrement de la valeur vénale de l'immeuble, (ii) 3% surtaxe pour Luxembourg ville et (iii) 0,5% à 1% de frais de notaire.

UNIBRA, le coefficient habituellement utilisé pour la valorisation de l'immobilier en RDC est une fourchette comprise entre 3x et 6x les loyers bruts. C'est le coefficient le plus élevé de 6x les loyers bruts, le plus favorable pour les actionnaires minoritaires, qui a été retenu et appliqué aux loyers bruts normalisés, c'est-à-dire après revalorisation des loyers pour tenir compte d'une prochaine révision espérée à la hausse d'un contrat de bail venant à échéance en mai 2011. Cette normalisation entraîne une hausse espérée des loyers de 13% et en conséquence une hausse de 13% de la valeur de ces actifs dans la valorisation. Par ailleurs, il convient de préciser qu'au cours du 1^{er} semestre de l'année 2010, UNIBRA a testé les valeurs retenues pour ces actifs immobiliers en approchant quatre groupes d'investisseurs potentiels, actifs dans le secteur immobilier en RDC, pour leur proposer d'acquiescer Congo-Fer. Aucun de ces groupes n'a toutefois manifesté d'intérêt.

Enfin, le Groupe UNIBRA détient au travers d'Ufidia SA un droit d'emphytéose venant à échéance en 2021 sur un terrain agricole non exploité dans le Bas-Congo pour lequel il n'y a pas de perspective de mise en valeur. Cet actif a été évalué sur la base de la valeur comptable de la participation reprise dans les comptes de la société SID Lux.

Des frais de transaction de 2,5% ont été pris en compte sur les actifs immobiliers congolais, par contre la prise en considération de latence fiscale n'a pas été calculée puisque cette pratique n'a pas cours dans le cadre de "Share Deal" en RDC.

2.2 Portefeuille titres

Le Groupe détient un portefeuille titres constitué essentiellement d'actions, d'obligations et de fonds communs de placement. Ce portefeuille est logé principalement dans la société UNIBRA, et, dans une moindre mesure, dans la société Cipari SA. La valeur du portefeuille a été estimée sur la base de la valeur de clôture et, le cas échéant, d'une estimation de valeur fournie par le gestionnaire du fonds, en date du 13 août 2010, celle-ci correspondant à la date la plus tardive pour obtenir une valorisation complète du portefeuille titres pour le conseil d'administration de Red House du 30 août 2010. A titre de contrôle, une revalorisation du portefeuille titres a été calculée à la date du 31 août 2010 ; elle aurait donné, si elle avait été retenue et compte tenu également de l'évolution des taux de change, une valorisation du portefeuille pratiquement identique à celle retenue au 13 août 2010.

Le détail du portefeuille titres est repris ci-après dans le tableau de répartition de la valeur estimée totale du Groupe (voir *infra* 2.6). De plus, un tableau regroupant les principales lignes du portefeuille titres est repris en **Annexe 9** au présent Prospectus.

2.3 Participations Private Equity

En date du 30 juin 2010, le Groupe détenait des participations dans trois sociétés privées. L'Offrant les a valorisées sur la base de la méthode de valorisation utilisée de manière constante par Unibra, après déduction des frais de transaction estimés à 2,5%, ceux-ci étant considérés comme un pourcentage minimum pour des transactions sur des participations non cotées.

▪ Media Participations Paris SA

Le Groupe détient 33.571 actions sur un total de 901.686 (3,72%). Ces actions ont été valorisées à 288,35 EUR par action. Il s'agit du prix de la transaction du 20 novembre 2008 au cours de laquelle le Groupe avait cédé la moitié de ses titres à l'actionnaire majoritaire de Media Participations Paris SA. La valorisation de cette société sur la base du prix par action retenu lors de la transaction du 20 novembre 2008 équivaut à un multiple implicite EV/EBIT 2009 (réalisé) et 2010E (chiffres prévisionnels) de respectivement 18,3x et 20,2x. Cette valorisation est nettement supérieure à la médiane de multiples EV/EBIT 2009 et 2010E de respectivement 12,5x et 11,4x observés actuellement dans le marché pour des sociétés cotées de taille bien plus importante, actives dans le secteur de l'édition. La valeur par action de Media Participations Paris sur la base de ses fonds propres est de 156,35 EUR au 31 décembre 2009.

Les chiffres prévisionnels résultent des projections communiquées par le conseil d'administration de Media Participations dans le courant de l'année 2010.

▪ **Zentech SA**

Le Groupe détient 24.533 actions sur un total de 220.781, soit 11,11% du capital. Ces actions ont été valorisées à 8,89 EUR par action sur la base de la valeur des fonds propres par action de la société au 31 décembre 2009. Cette approche se justifie par les pertes financières récurrentes de cette société (soit 972.898 EUR en 2008 et 592.462 EUR en 2009) et ses perspectives incertaines reflétées par un chiffre d'affaires à nouveau en repli à la fin du 1^{er} semestre 2010 de 4,4% par rapport à 2009 et de 11,7% par rapport au budget. Dès lors, les capitaux propres de l'entreprise constituent la base de valorisation la plus fiable pour la participation détenue par UNIBRA. Les capitaux propres retenus sont ceux au 31/12/2009 alors que si les capitaux propres au 30/06/2010 avaient été retenus, une nouvelle diminution de valorisation aurait dû être actée en proportion des pertes du 1^{er} semestre 2010.

▪ **Euroscreen SA**

Le Groupe détient 44.040 actions sur un total de 1.074.433 (4,10%). Ces actions ont été valorisées à 5,87 EUR par action. Le prix moyen d'acquisition de ces actions plutôt que la valeur des fonds propres par action (EUR 8,74) a été retenu étant donné la visibilité réduite des perspectives de l'entreprise. En effet, Euroscreen a enregistré des pertes récurrentes (806.528 EUR en 2008 et 2.974.772 en 2009). Par ailleurs, Euroscreen n'a pas de molécule en phase clinique et au moment du dépôt du Prospectus le 7 septembre, aucun accord de partenariat n'avait encore été conclu par la Société. Ce n'est que 4 mois plus tard (voir chapitre V, section 9 « Développements récents ») qu'un premier accord de partenariat a été annoncé par la société.

La valorisation retenue pour Euroscreen est en ligne avec les règles en vigueur de l'EVCA ("European Private Equity and Venture Capital Association"). Celles-ci précisent en effet que pour les investissements avec ou sans revenus mais sans bénéfice ou cash flow positif, tous les investissements non cotés doivent être valorisés au coût d'acquisition sauf si :

- un nouveau tour de financement ou une vente partielle a été organisé impliquant un investissement substantiel « at arms length » par un tiers auquel cas la valorisation devrait être basée sur le prix de la transaction ou
- il y a eu une baisse significative et permanente de la valeur de l'investissement sous le coût d'acquisition auquel cas l'investissement devrait être amorti par multiples de 25%.

Etant donné que, comme indiqué plus haut, Euroscreen a enregistré des pertes récurrentes et qu'aucune transaction significative et récente avec un tiers n'a été enregistrée, la valorisation d'Euroscreen est conforme aux règles de l'EVCA.

Comme indiqué plus haut, des frais de transaction de 2,5% ont été pris en compte en déduction de ces valeurs.

2.4 Activité industrielle

L'activité industrielle (dont vous trouverez plus de détails dans le tableau repris *infra* 2.6) a été valorisée sur la base des mêmes méthodes que celles utilisées lors de l'établissement de la valeur estimée faite par UNIBRA elle-même. Etant donné l'incertitude liée aux développements de l'activité industrielle du Groupe, comme décrit dans le rapport semestriel du 30 juin 2010, le principe général suivi pour l'évaluation des sociétés industrielles a été de baser celle-ci sur la valeur nette comptable des sociétés en date du 30 juin 2010. Deux exceptions ont été faites à ce principe :

- en ce qui concerne la valorisation de la marque Skol : celle-ci n'étant pas valorisée dans la valeur nette comptable du Groupe UNIBRA, des principes semblables à ceux appliqués dans le calcul de la valeur estimée semestrielle publiée par le Groupe ont été suivis, à savoir l'application d'un coefficient de 5 aux revenus de royalties nets

annuels perçus par le Groupe (hors frais de gestion et autres frais liés au dépôt et à la défense de la marque) en ligne avec la méthode de valorisation habituelle retenue par UNIBRA. Ce coefficient de 5 a été retenu car la majorité des contrats d'octroi d'usage de la marque Skol ont une durée maximale de 5 ans, tacitement reconductibles pour des périodes successives de 5 ans. Le multiple de 5 se justifie d'autant plus qu'il s'agit d'un multiple de revenu et non d'un multiple de bénéfice.

A titre de vérification, une projection à l'infini d'un flux constant de royalties nettes de frais égales à celles perçues par le groupe en 2010 (royalties du 1er semestre x 2), a été réalisée. Sur cette base, un taux d'actualisation qui rendrait la valeur actuelle de ce flux égale à la valorisation de la marque Skol retenue par UNIBRA d'EUR 5.078.229 a été calculé. Ce flux est égal à la valeur retenue par UNIBRA lorsqu'il est actualisé à un taux de 18%. Ce taux devrait en réalité être nettement plus élevé. Il est en effet possible de le vérifier en utilisant par exemple les conditions d'emprunt de l'état congolais (RDC). En l'absence d'emprunts à long terme, le taux moyen des emprunts à 7 jours émis par la RDC en francs congolais a été retenu. Le taux moyen de ces emprunts à 7 jours, sur la période de 3 mois précédant la remise du projet de Prospectus à la CBFA, était de 29,5%. A ce taux, il faudrait ajouter plusieurs pourcents pour rémunérer la durée d'un emprunt à 10 ans ainsi que la prime de risque de marché. Une telle augmentation du taux d'actualisation aurait pour effet de réduire considérablement la valeur de la marque Skol par rapport à celle retenue par UNIBRA. Ces paramètres de marché permettent de conclure que la valeur retenue par UNIBRA est favorable à ses actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, la valorisation faite par l'Offrant s'applique au périmètre des 4 pays dans lesquels la marque Skol est actuellement implantée (RDC, Guinée, Rwanda et Madagascar). Les droits détenus sur la marque SKOL dans les autres pays africains ne peuvent faire l'objet d'une valorisation puisque le groupe UNIBRA n'est jamais parvenu depuis 1964, date de création de la marque SKOL, à commercialiser sa marque sur des marchés dans lesquels elle ne possède pas en propre des brasseries et qui sont en fait dominés par trois groupes internationaux. Ces groupes possèdent chacun une gamme variée de marques propres et n'ont par conséquent aucun intérêt à commercialiser la marque SKOL en payant des royalties. Alors qu'un partenariat avait été négocié en 2008 avec le Groupe Castel, lors de la cession de la filiale guinéenne Sobragui, pour développer la marque dans plusieurs pays africains, Castel a continué à privilégier ses propres marques; le partenariat se limitant aux deux pays (RDC et Guinée) où le groupe Castel a racheté les brasseries qui appartenaient à Unibra. Aucun autre projet de développement n'est actuellement en cours, de telle sorte qu'il est impossible de donner une quelconque valeur à la marque SKOL en dehors des quatre pays cités ;

- le goodwill d'acquisition lié à la société Zubisko Trading Ltd (d'une valeur de 3,4m EUR), repris uniquement dans les comptes consolidés du Groupe UNIBRA, a été maintenu dans la valorisation de l'actif net réévalué. La valorisation retenue par l'Offrant se base sur les fonds propres de la société au 30 juin 2010 augmenté du goodwill (EUR 3,4 millions) payé en décembre 2009 par UNIBRA reflétant le surcoût par rapport aux fonds propres de la société pour prendre en compte des perspectives de développement, à ce jour non avérées. En effet, si les ventes des deux premiers mois d'activités (mars et avril 2010) furent en ligne avec les prévisions, la Brasserie des Mille Collines (BMC), filiale à 100% de Zubisko Trading Ltd, est restée, depuis mai 2010, sous son budget aussi bien en volumes (à 19.600 hectolitres à la fin septembre 2010, soit -49% par rapport au budget) qu'en chiffre d'affaires (1.759.311 équivalent USD à la fin septembre 2010, soit -49% par rapport au budget) et présente après 7 mois d'activité des résultats en perte (-2.628.847 équivalent USD).

En ce qui concerne la Nouvelle Brasserie de Madagascar ("NBM"), qui vient d'obtenir le 1 octobre 2010 la notification de l'autorisation formelle (mais conditionnelle à ce stade) d'opérer, la valorisation a été maintenue aux fonds propres. Cette valorisation anticipait la délivrance espérée de cette autorisation et était calculée sur la quote-part détenue par Unibra dans les fonds propres de NBM. L'autorisation d'opération, bien que considérée comme un élément positif n'entraîne donc pas de motif de revenir sur la valorisation retenue par Unibra. Toutefois, le bénéfice de l'octroi de cette autorisation est sujet à des conditions dont les modalités doivent encore être déterminées par les autorités malgaches. A ce jour, Unibra ne peut préciser ni les conditions ni le timing dans lesquelles ces modalités seront mises en oeuvre et l'Offrant n'est donc pas en mesure de déterminer si ces modalités pourraient avoir une influence quelconque, positive ou négative, sur la valeur de la participation de 40,66% détenue par Unibra en NBM.

L'approche de valorisation sur la base de l'actualisation des cash-flows futurs (DCF) n'a pas été retenue pour l'activité industrielle. Vu le stade précoce de développement de ces activités et en l'absence par conséquent de prévisions chiffrées fiables, l'Offrant s'est basé sur la méthode retenue par Unibra.

2.5 Autres actifs

Certains actifs et passifs détenus par UNIBRA ou Cipari SA ne peuvent pas être alloués directement aux catégories ci-dessus. Ces actifs incluent principalement des éléments de fonds de roulement ainsi que les liquidités de ces deux sociétés et des sociétés S.I.E. SA, S.I.D. Luxembourg SA, S.D.A. SA, S.I.D. Limited et Unibrus Limited.

La société mère UNIBRA détient une créance de 409.862 EUR sur l'Etat belge au titre d'une quotité forfaitaire d'impôt étranger (QFIE) datant de 1990 et rejetée par l'administration fiscale. En ligne avec les règles d'évaluation d'UNIBRA, cet actif éventuel n'est pas non plus pris en compte dans l'actif net réévalué vu l'incertitude des procédures judiciaires en cours.

A noter également que les actifs fiscaux issus de pertes reportées ont été pris en compte dans l'actif net réévalué de certaines sociétés et sont dès lors répartis dans les catégories ci-dessus. Ces actifs fiscaux ont été définis selon la même méthodologie de valorisation que celle suivie dans le cadre des comptes consolidés du Groupe qui, conformément aux normes IFRS et en accord avec le commissaire, ne procède pas à l'actualisation des latences fiscales, tant actives que passives.

2.6 Conclusion

Sur cette base, une répartition de la valeur estimée totale du Groupe est présentée dans le tableau ci-dessous.

Eléments de l'actif net	Valeur estimée totale [EURm] ¹⁾
Actifs immobiliers²⁾	29.9
<u>Immobilier belge</u>	24.8
Terrebois s.a.	9.1
Uniter s.a.	4.3
Unibrize s.a.	2.1
Rive Droite s.a.	2.7
Terre à Terre s.a.	5.8
Uni-Invest s.a.	0.8
<u>Immobilier congolais</u>	2.6
Congo-Fer s.p.r.l.	2.5
Ufidia s.a. ³⁾	0.0
<u>Immobilier luxembourgeois</u>	1.1
Cipari s.a.	1.1
<u>Immobilier américain</u>	1.5
Unibrus Ltd	1.5
Portefeuille titres	73.9
Actions	15.5
Fonds communs de placement	20.2
Obligations	25.9
Placements à terme	12.3
Private Equity	9.9
Media Participations s.a.	9.4
Zentech s.a.	0.2
Euroscreen s.a.	0.3
Actifs industriels	20.2
NBM (Madagascar)	4.7
ZubiskoTrading Ltd (Rwanda)	8.4
Marque SKOL	5.1
Autres (éléments de fonds de roulement et pertes fiscales récupérables):	2.0
<i>General Supplies s.a.</i>	0.1
<i>S.I.E. s.a.</i>	0.8
<i>S.I.D. Luxembourg</i>	0.7
<i>Gentra s.a.</i>	0.5
Actifs nets non alloués	12.4
Cash	4.4
Éléments de fonds de roulement	8.0
Total Actif Net réévalué	146.3
Total Actif Net réévalué par action (euros/action)	182.50

1) Sauf pour l'actif net réévalué total par action

2) La valeur estimée des actifs immobiliers correspond à la valeur des fonds propres réévalués de ces sociétés immobilières tenant compte de leur endettement, des frais de transaction et des latences fiscales comme expliqué au point 2.1, ci-dessus. Ceci explique les différences de valorisations avec le tableau présenté en annexe 7. Pour mémoire cette annexe présente les valorisations brutes par catégorie d'immeuble.

3) Pour de plus amples informations sur Ufidia s.a., voyez le point 2.1

Note : la répartition de l'ANR présentée ci-dessus est basée sur l'allocation de l'ANR des sociétés en fonction de leur activité. La trésorerie détenue par les sociétés Unibra SA, Cipari SA, S.I.E. SA, S.I.D. Luxembourg SA, S.I.D. Limited, Unibrus Limited et S.D.A. SA se trouve dans les actifs nets non alloués.

Il est souligné que l'actif net réévalué tel que calculé ci-dessus ne tient pas compte des éléments suivants, qui sont de nature à en diminuer la valeur :

- Les frais de fonctionnement de la structure de holding: ces frais ne sont pas reflétés dans le calcul de l'actif net réévalué alors que l'Offrant estime que les frais annuels de fonctionnement de la structure de holding s'élèvent à environ 1.050.000 EUR avant taxes.
- Les frais éventuels de réalisation d'actifs: ceux-ci ont été, comme il est d'usage, pris en compte dans la valorisation des actifs immobiliers et des participations *Private Equity* alors qu'aucun frais de réalisation d'actif n'a, par contre, été pris en compte pour les autres actifs.
- Le boni de liquidation: en cas de liquidation, un impôt en principe de 10% devrait être payé sur le boni de liquidation et aucun boni de liquidation n'a été pris en considération dans l'évaluation de l'actif net réévalué faite par l'Offrant.
- Le caractère non liquide et difficilement réalisable des actifs brassicoles.

3. Appréciation du Prix selon différentes méthodes d'évaluation

Comme indiqué ci-dessus, pour apprécier le Prix offert par Action, l'Offrant a utilisé différentes méthodes, notamment :

- la comparaison aux cours de bourse historiques;
- la valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA;
- les décotes de holding observées sur Euronext Brussels, et
- la décote historique d'UNIBRA par rapport à sa valeur estimée.

La valorisation d'UNIBRA selon ces méthodes est reprise ci-dessous.

D'autres approches de valorisation (multiples de transactions récentes, multiples des sociétés cotées comparables, actualisation des dividendes futurs) n'ont pas été retenues dans le cadre de l'Offre, celles-ci étant estimées non pertinentes.

3.1 Comparaison du Prix aux cours de bourse historiques

Le tableau ci-dessous reprend les cours de clôture, les plus bas et les plus hauts, ainsi que les moyennes des cours de clôture auxquels les Actions ont été échangées sur différentes périodes précédant la date d'annonce de l'Offre. Ce tableau n'inclut pas les transactions réalisées par l'Offrant hors bourse.

Période	Début de période	Fin de période	Cours de clôture		Cours de clôture moyen	Prime de l'Offre
			Le plus bas	Le plus haut		
Cours de clôture au 3 septembre 2010		3/09/2010			151,20	21%
1 mois	4/08/2010	3/09/2010	151,00	157,50	153,69	19%
3 mois	4/06/2010	3/09/2010	150,20	157,50	152,04	20%
6 mois	4/03/2010	3/09/2010	149,01	157,50	152,96	19%
12 mois	4/09/2009	3/09/2010	145,00	179,00	152,41	20%

Source : Bloomberg, analyse Petercam

L'Offre implique une prime comprise entre +19% et +21% par rapport aux différentes références du cours de bourse reprises dans le tableau. Il convient cependant de relativiser la référence au cours de bourse dans le cadre de l'Offre, dans la mesure où le flottant réduit de l'Action (4,7%) donne lieu à une liquidité très faible du titre UNIBRA. La faible liquidité des Actions sur le marché est illustrée par le tableau suivant :

Période	Volumes quotidiens moyens	
	Nb d'actions	En valeur [EUR]
1 mois	11,7	1.797
3 mois	8,9	1.357
6 mois	15,0	2.299
12 mois	20,6	3.136

Source : jcf, analyse Petercam

3.2 La valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA

La valeur estimée est établie semestriellement par UNIBRA sur la base des actifs nets des différentes sociétés du Groupe. Cette valeur calculée par la Société Visée diffère du calcul d'actif net réévalué ayant servi à la détermination du Prix sur les éléments suivants :

- Alors que la valeur estimée par UNIBRA part des comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2010, l'actif net réévalué se base sur une réévaluation des comptes statutaires d'UNIBRA à cette même date.
- En ce qui concerne les immeubles, une valeur de marché, établie sur la base d'évaluations internes, est retenue. Dans le cadre de l'actif net réévalué, des valorisations d'experts extérieurs ont été retenues. Contrairement à l'actif net réévalué, la valeur estimée ne tient pas compte de frais de transactions.
- Le portefeuille-titres est valorisé dans les deux cas au cours de la Bourse pour les titres cotés. La date d'évaluation est le 30 juin 2010 pour la valeur estimée et le 13 août 2010 pour l'actif net réévalué.
- La valeur estimée ne tient pas compte de frais de transaction pour ce qui concerne les participations *Private Equity*.

La valeur estimée par UNIBRA au 30 juin 2010 s'élève à 144,5 millions d'euros, soit une valeur de 180,22 EUR par Action. Le Prix de l'Offre, soit 182,50 EUR présente une prime de 1,3% par rapport à la valeur estimée par UNIBRA.

3.3 Les décotes de holding observées sur Euronext Brussels

Traditionnellement, on observe une décote du cours de bourse des holdings cotés par rapport à leur valeur intrinsèque. Cette décote s'explique notamment par:

- les frais de structure de la holding;
- les frais de transaction engendrés par la gestion du portefeuille d'actifs; et
- les pertes fiscales au niveau des sociétés du Groupe.

La décote moyenne observée sur les principaux holdings cotés sur Euronext Brussels, comme l'indique le tableau ci-dessous, est de 22,73% en date du 3 septembre 2010. Il faut signaler qu'il n'est pas certain que les actifs nets réévalués calculés par les différentes sociétés holdings soient établies sur la base de critères rigoureusement identiques.

Sociétés	Prix	Actif net réévalué	Décote
	de l'action	par action	
	(03/09/20010)	(03/09/2010)	
CNP	36,44	48,18	24,38%
GBL	60,25	79,67	24,38%
GIMV	37,52	40,00	6,20%
Sofina	63,70	99,49	35,97%
Moyenne			22,73%

Source : Estimations de l'actif net réévalué par action par Petercam Equity Research

Il est rappelé que l'actionnaire désireux de se défaire des actions qu'il détient dans un holding coté n'a normalement accès qu'à la cession de ces actions au cours de bourse.

Comme précisé plus haut, le Prix proposé par l'Offrant présente non pas une décote mais une prime de 1,3% par rapport à la valeur estimée semestriellement par UNIBRA.

3.4 La décote historique d'UNIBRA par rapport à sa valeur estimée

Comme indiqué plus haut, UNIBRA calcule semestriellement une valeur estimée de son actif net. Le tableau ci-dessous reprend les valeurs estimées publiées par UNIBRA, son cours de bourse à la même date ainsi que la décote observée.

	Valeur estimée [EUR/action]	Cours de bourse [EUR/action]	Décote observée
30 juin 2007	172,14	116,00	-32,6%
31 décembre 2007	172,38	102,10	-40,8%
30 juin 2008	193,99	143,00	-26,3%
31 décembre 2008	181,98	139,99	-23,1%
30 juin 2009	179,96	143,75	-20,1%
31 décembre 2009	184,67	160,20	-13,3%
30 juin 2010	180,22	156,98	-12,9%
		moyenne	-24,1%

4. Synthèse

L'Offrant a déterminé le Prix par référence à l'actif net réévalué. Ce critère est le plus approprié dans le cas de sociétés holding.

Aucune décote n'a été appliquée globalement sur l'actif net réévalué, bien que le marché boursier applique traditionnellement une décote sur les sociétés holdings et qu'une décote soit fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire sur une société holding.

Le Prix offert par l'Offrant représente une prime située entre 19% et 21% par rapport au cours de bourse historique d'UNIBRA, en fonction de la période de référence prise en considération. Il représente une prime de 1,3% par rapport à la valeur estimée de l'actif net calculée par UNIBRA au 30 juin 2010.

CHAPITRE IV PRESENTATION DE L'OFFRANT

1. Identification de l'Offrant

Dénomination de la société	RED HOUSE
Forme juridique	Société anonyme de droit luxembourgeois
Registre de Commerce et des Sociétés	B-131771
Date de constitution et durée	27 août 2007 pour une durée illimitée
Siège social	Route d'Esch 50 1470 LUXEMBOURG Grand Duché de Luxembourg

2. Objet social

En vertu de l'article 3 de ses statuts, l'Offrant a pour objet social « *de prendre des participations et des intérêts sous quelque forme que ce soit, dans toutes sociétés ou entreprises commerciales, industrielles, financières ou autres, luxembourgeoises ou étrangères et d'acquérir par voie de participation, d'apport, de souscription, de prise ferme ou d'option d'achat, de négociation ou de toute autre manière tous titres et droits, tous brevets et licences, et autres propriétés, droits et intérêts de propriété que la Société jugera approprié et plus généralement les détenir, gérer, développer, les vendre ou en disposer, en tout ou partie, aux conditions que la Société jugera appropriées, et en particulier en contrepartie d'actions ou de titres de toute société les acquérant : de prendre part, d'assister ou de participer à des transactions financières, commerciales ou autres, et d'octroyer à toute société holding, filiale ou filiale apparentée, ou toute autre société liée d'une manière ou d'une autre à la Société ou aux dites holdings, filiales ou filiales apparentées dans lesquelles la Société a un intérêt financier direct ou indirect, tous concours, prêts, avances ou garanties ; d'emprunter et de lever des fonds de quelque manière que ce soit et de garantir le remboursement de toute somme empruntée ; enfin de mener à bien toutes opérations généralement quelconques se rattachant directement ou indirectement à son objet.*

La Société peut réaliser toutes opérations commerciales, techniques et financières, en relation directe ou indirecte avec les activités pré-décrites aux fins de faciliter l'accomplissement de son objet. »

3. Capital social et actionariat

A la date du présent Prospectus, le capital social de l'Offrant s'élève à 11.235.000 EUR, représenté par 11.235 actions nominatives sans désignation de valeur nominale.

L'actionariat actuel se présente comme suit :

- Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM, détient 3.745 actions, soit un tiers du capital.
- Madame Bérange RELECOM, détient 3.745 actions, soit un tiers du capital.

- Monsieur Thibault RELECOM, détient 3.745 actions, soit un tiers du capital.

Les trois actionnaires détiennent ensemble 100% du capital.

4. Conseil d'administration

Le conseil d'administration de l'Offrant est composé de quatre administrateurs :

- Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM, née le 2 mars 1947 à Libourne France, domiciliée Chalet "La Vicomté" Route du Golf no18 CH- 1936 VERBIER, Suisse.

Présidente, administrateur de Classe A

- Madame Béragère RELECOM, née le 24 janvier 1979 à Chicago, USA, domiciliée Route Royale, CAP MALHEUREUX, Ile Maurice.

Administrateur de Classe A

- Monsieur Thibault RELECOM, né le 3 avril 1982 à Chicago, USA, domicilié Chalet "La Vicomté", Route du Golf no18 CH- 1936 VERBIER, Suisse.

Administrateur de Classe A

- Monsieur Pascal KRAWCZYK, né le 4 avril 1963 à Tucquegnieux, France, domicilié 22A rue de l'Etoile, 57100 THIONVILLE, France.

Administrateur de Classe B

Le mandat des quatre (4) administrateurs arrive à échéance lors de l'assemblée générale annuelle de l'an 2011. RED HOUSE se trouve engagée soit en toute circonstance par la signature conjointe de tous les administrateurs de classe A, soit pour toute transaction engageant la société à hauteur d'un montant maximum de 10.000 EUR par la signature individuelle d'un administrateur de classe B.

5. Activités de l'Offrant et détention dans UNIBRA

RED HOUSE est une société anonyme basée au Luxembourg dont le seul actif, hors trésorerie courante, est la participation qu'elle détient dans UNIBRA.

RED HOUSE a régulièrement acquis des titres UNIBRA, soit en les achetant en bourse, soit hors bourse notamment lorsqu'elle a racheté des titres détenus directement par ses propres actionnaires.

Le 4 août 2010, RED HOUSE a acheté, hors bourse, à ses actionnaires, 27.000 titres UNIBRA au prix de 150 EUR portant ainsi sa participation dans UNIBRA de 91,95% à 95,32%.

Au cours des douze (12) derniers mois, RED HOUSE a acheté 44.174 Actions UNIBRA (dont 41.377 titres acquis hors bourse auprès de ses actionnaires) au cours moyen pondéré de 149,96 EUR comme le tableau ci-dessous l'indique.

Date	Nombre	Cours	EUR	En	
				bourse	Hors bourse
17/09/2009	2	145,00	290	2	
25/09/2009	16	145,00	2.320	16	
1/10/2009	570	150,00	85.500	570	
8/12/2009	7.000	150,00	1.050.000		7.000
10/02/2010	89	149,00	13.261	89	
11/02/2010	1.600	149,00	238.400	1.600	
12/02/2010	79	149,00	11.771	79	
12/02/2010	28	150,00	4.200	28	
19/02/2010	5	150,00	750	5	
25/02/2010	5	150,00	750	5	
9/03/2010	75	150,02	11.252	75	
10/03/2010	15	150,00	2.250	15	
30/03/2010	70	150,05	10.504	70	
31/03/2010	12	150,05	1.801	12	
28/04/2010	10	151,05	1.511	10	
30/04/2010	12	152,05	1.825	12	
5/05/2010	4	151,10	604	4	
11/05/2010	1	151,10	151	1	
17/05/2010	3	152,55	458	3	
23/06/2010	166	150,20	24.933	166	
30/06/2010	7.377	150,00	1.106.550		7.377
15/07/2010	35	151,20	5.292	35	
4/08/2010	27.000	150,00	4.050.000		27.000
	44.174	149,96		2.797	41.377

A la date du présent Prospectus, RED HOUSE détient 764.346 Actions, soit 95,32% du capital d'UNIBRA.

6. Exercice social et données financières de l'Offrant

L'exercice social de l'Offrant commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre.

Les états financiers consolidés de l'Offrant sont établis, sans réserve, en conformité aux normes comptables internationales IFRS ("*International Financial Reporting Standards*") selon la méthode des coûts historiques sauf pour certains instruments financiers évalués à leur juste valeur.

7. Commissaire

Les comptes annuels statutaires et consolidés de RED HOUSE sont contrôlés par la société VAN GEET, DERICK & Co S.à.r.l., dont le siège social est sis Rue Jean Pierre Brasseur n°6, L-1258 Luxembourg, inscrite au registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 73376, représenté par Mme Lut LAGET, réviseur d'entreprises expert-comptable.

CHAPITRE V PRESENTATION DE LA SOCIETE VISEE

1. Identification de la Société Visée

Dénomination de la société	UNIBRA
Forme juridique	Société anonyme de droit belge ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne
Registre des personnes morales	0402.833.179 (Bruxelles)
NACE	65234
Date de constitution et durée	13 janvier 1960 pour une durée illimitée
Siège social	Boulevard du Souverain, 68 à 1170 Bruxelles
Exercice social	1er janvier au 31 décembre

2. Objet social

En vertu de l'article 3 de ses statuts, UNIBRA a pour objet :

1. *"De créer et exploiter des brasseries, malteries, fabriques de boissons fermentées ou non, distilleries et toutes autres industries alimentaires, de faire le commerce de tous produits et sous-produits de ces industries; de fabriquer et de faire le commerce de glace et d'exploiter des établissements frigorifiques; d'exploiter par elle-même, soit par voie de gérance ou autrement, tous hôtels, débits de boissons et autres entreprises se rapportant au tourisme, à l'alimentation ainsi qu'aux services et biens de consommation.*
2. *D'acquérir, de mettre en valeur, de lotir, de donner en location tous immeubles et généralement de faire toutes opérations immobilières.*
3. *De consentir tous prêts à intérêts et toutes ouvertures de crédit ainsi que généralement de faire toutes opérations financières.*
4. *D'utiliser les liquidités par la prise de participation sous quelque forme que ce soit dans toutes les sociétés belges ou étrangères.*
5. *D'effectuer toutes études et de prêter son assistance technique, juridique, comptable, financière, commerciale, administrative ou de gestion pour compte des sociétés ou organismes dans lesquels elle détient directement ou indirectement une participation, ou pour compte de tiers; d'acquérir, exploiter et céder tous brevets, marques, licences et droits intellectuels.*

La Société pourra s'intéresser par voie d'apport ou d'absorption dans toute société ou organisme existant ou à créer dont l'objet serait similaire, analogue ou connexe au sien ou toutes les fois que pareil apport ou absorption sera de nature à faciliter à la société la réalisation de son objet."

3. Capital

3.1 Capital social et nombre d'Actions

Le capital social est fixé à 16.000.000 EUR. Il est divisé en 801.900 Actions, sans désignation de valeur nominale, donnant droit à $1/801.900^{\text{ième}}$ de l'avoir social et jouissant des droits et avantages définis par les statuts.

3.2 Autres titres

À la date du Prospectus, UNIBRA n'a émis aucun autre titre que ses Actions.

3.3 Etat détaillé du capital social

Les 801.900 Actions constituant le capital d'UNIBRA sont entièrement libérées et consistent, à la date du 30 juin 2010, en 2.684 Actions nominatives, 417.829 Actions dématérialisées et 381.387 Actions au porteur.

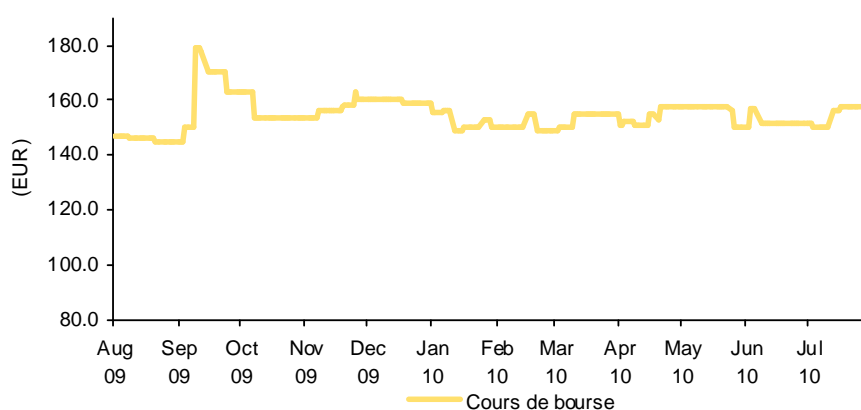
L'intégralité des Actions d'UNIBRA sont admises à la négociation sur Euronext Brussels. Il n'existe pas, dans les statuts de la Société Visée, de clause d'agrément ou de préemption applicable en cas de cession d'Actions.

3.4 Actions propres

UNIBRA ne détient pas d'Actions propres.

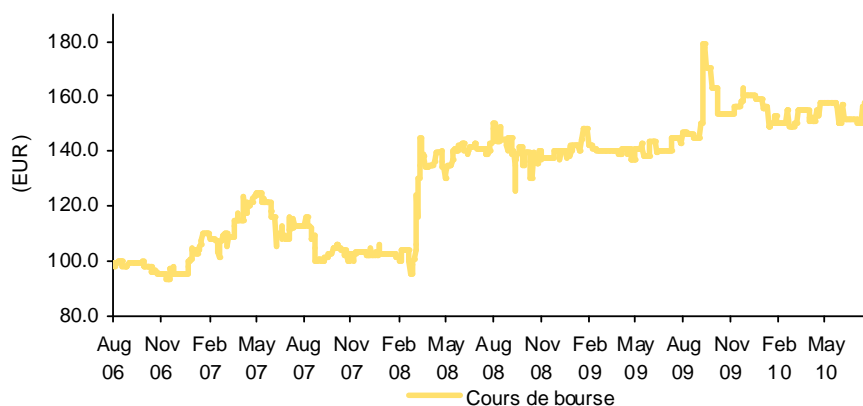
3.5 Evolution du cours de l'Action sur Euronext et volumes traités

Au cours des douze (12) mois précédant la Date du Prospectus, le cours de l'Action sur Euronext Brussels a évolué comme suit :



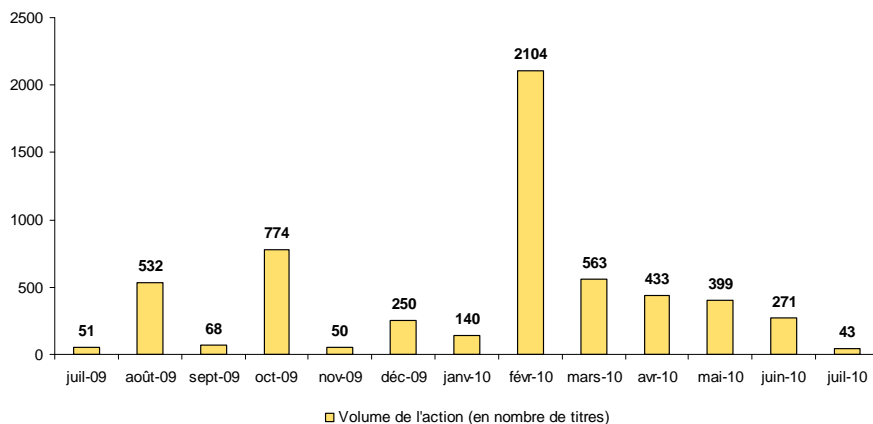
Source : JCF

Du 28 août 2006 au 27 août 2010, le cours de l'Action sur Euronext Brussels a évolué comme suit :



Source : JCF

Le tableau ci-dessous reprend les volumes mensuels du titre UNIBRA pour la période du 01/07/09 au 31/07/2010. Le total des volumes traités en bourse sur cette période s'élève à 5.678 titres.



4. Historique

UNIBRA fut constituée le 13 janvier 1960, sous la forme d'une société congolaise à responsabilité limitée, en fusionnant, sous l'impulsion de Monsieur Michel RELECOM, quatre brasseries installées au Congo belge respectivement à Stanleyville, Luluabourg, Léopoldville et Paulis.

Le 29 décembre 1961, UNIBRA se transforma en société anonyme de droit belge.

En mai 1964, UNIBRA participa à la constitution de SKOL INTERNATIONAL Ltd appelée à développer la marque de bière SKOL.

Dès l'origine, UNIBRA a veillé à diversifier ses activités et à s'inscrire comme société holding contrôlant des activités industrielles mais également immobilières et financières.

Ainsi, UNIBRA développa plusieurs projets immobiliers notamment en Espagne dans les années 60; elle acquit une participation majoritaire dans TERREBOIS SA en 1963 et absorba VICTORIA SA en 1964.

Au Congo, UNIBRA connut la croissance industrielle et le succès commercial, grâce à sa marque SKOL, qui lui valurent, à plusieurs reprises, la position de leader dans un marché très concurrentiel. Mais elle eut également à faire face à des périodes d'instabilité politique (1960-1964), à la « zaïrianisation » (1973), à la « radicalisation (1974), à la « rétrocession » (1975) et aux pillages (1991-1993).

De 1977 à 1991, UNIBRA développa une activité d'engineering de brasseries pour compte de ses propres filiales africaines ou de tiers notamment au Nigéria, au Cameroun ou en Chine.

Fin des années 70, UNIBRA entama un programme d'investissements dans le secteur immobilier aux Etats Unis sous forme de prises de participation minoritaires dans des « *Partnerships* » investissant aussi bien dans les surfaces de bureaux que dans des espaces commerciaux.

En 1987, UNIBRA acquit une participation majoritaire dans la brasserie SOBragUI à Conakry (Guinée) qui connaîtra un essor considérable et dans laquelle UNIBRA renforça progressivement sa position jusqu'à détenir quasiment 100% des titres.

En décembre 1994, Monsieur Michel RELECOM, Président du Groupe, décéda inopinément et au terme d'une longue négociation le conseil d'administration d'UNIBRA décida en 1996 de répondre favorablement à des offres d'achat de la filiale « UNIBRA s.z.a.r.l. » qui regroupe les brasseries congolaises.

Fin des années 90, UNIBRA étudia plusieurs dossiers d'investissement en *Private Equity* qui se concrétisèrent notamment par une prise de participation en 2000 dans la société d'édition française Media Participations.

En 2005, une étude de faisabilité fut lancée pour construire une brasserie à Madagascar avec un partenaire industriel mauricien. L'usine fut montée de 2007 à 2009 mais n'a pas encore pu, à ce jour, démarrer ses activités faute d'obtenir, pour des motifs non expliqués, « l'autorisation d'opérer » émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie.

Entre-temps, en 2008, la brasserie SOBragUI a été cédée au groupe CASTEL et un accord fut signé avec le même groupe en vue de développer la marque de bière «SKOL» en Afrique dans les pays d'activités de ce partenaire.

L'activité immobilière en Belgique s'est également étoffée par l'acquisition des sociétés «Rive Droite » (2008), « Terre à Terre » (2009), et par la constitution des sociétés UNIBRIZE (2007) et Uni-Invest (2010).

Enfin, en décembre 2009, UNIBRA a acquis une participation majoritaire de 51% dans la société Rwandaise Brasserie des Mille Collines (BMC) qui a entamé ses activités industrielles et commerciales fin février 2010.

5. Organes administratifs, de gestion, de surveillance et de direction

5.1 Composition du conseil d'administration

Baron Baudouin MICHIELS	Président *
Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM	Vice-Présidente ***
Monsieur Jean-Louis HENKENS	Administrateur délégué **

Monsieur Olivier LIPPENS	Administrateur *
MDIN s.à.r.l. représentée par Monsieur Jean-Louis HOME	Administrateur *
Monsieur Thibault RELECOM	Administrateur **/**
Madame Béragère RELECOM	Administrateur ***

* Administrateurs indépendants
** Administrateurs exécutifs
*** Administrateurs représentant les actionnaires de référence

Monsieur Michel GILLARD est Secrétaire Général du conseil d'administration et assiste à ce titre aux réunions.

La société Raoul-Duval & Cie scs, représentée par Monsieur Patrice DIERICK a démissionné de son mandat d'administrateur au sein du conseil d'administration (et, par conséquent, de ses fonctions au sein des comités) de la Société Visée, le 17 novembre 2010, pour des motifs de convenance personnelle. A ce jour, UNIBRA ne l'a pas remplacé et n'a pas l'intention de le faire.

5.2 Echéance des mandats des administrateurs

	<u>Expiration du mandat</u>
Monsieur Jean-Louis HENKENS	2011
MDIN s.à.r.l. représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ	2011
Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM	2011
Monsieur Olivier LIPPENS	2011
Baron Baudouin MICHIELS	2011
Monsieur Thibault RELECOM	2011
Madame Béragère RELECOM	2011

5.3 Gestion journalière - comités

La gestion journalière est confiée à un administrateur délégué, Monsieur Jean-Louis HENKENS.

5.4 Comité de direction

Monsieur Thibaut RELECOM - Président (depuis le 1er janvier 2010)

Monsieur Jean-Louis HENKENS

Monsieur Michel GILLARD

5.5 Comités du conseil d'administration

1 Comité d'audit

Monsieur Olivier LIPPENS – Président

Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM

MDIN s.à.r.l. représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ

2 Comité de rémunération et de nomination

Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM - Président

Monsieur Olivier LIPPENS

3 Comité de marketing

MDIN s.à.r.l. représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ - Président

Monsieur Thibault RELECOM

Baron Baudouin MICHIELS

6. Actionnariat

6.1 Déclaration reçue par UNIBRA

La déclaration de transparence suivante a été reçue par UNIBRA.

L'actionnaire figurant ci-dessous a déclaré détenir au 4 août 2010 :

	<u>Actions</u>	<u>%</u>
RED HOUSE (50, route d'Esch à Luxembourg)	<u>764.346</u>	<u>95,32</u>

Motif de la notification:

Acquisition ou cession de titres conférant le droit de vote.

Chaîne de contrôle :

RED HOUSE qui est contrôlée conjointement par Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM, Bérange RELECOM et Thibault RELECOM, a dépassé, seule, le seuil de 95% suite à l'acquisition du solde d'Actions détenues à titre personnel par ses trois actionnaires.

Remarque :

RED HOUSE avait déjà déclaré en décembre 2009 dépasser 95% conjointement avec ses actionnaires personnes physiques. Les Actions préalablement détenues par ses actionnaires personnes physiques ayant été regroupées au sein de RED HOUSE, celle-ci dépasse maintenant seule le seuil de 95%.

6.2 Déclaration dans le cadre de la loi du 1er avril 2007 - actualisation

En date du 23 août 2010, une actualisation de la déclaration du 26 août 2009 a été opérée. RED HOUSE a déclaré détenir 764.346 Actions (95,32%) avec droit de vote d'UNIBRA après, notamment, le rachat de toutes les Actions détenues à titre personnel par ses actionnaires.

7. Activités et organigramme

7.1 Activités

Les activités du Groupe UNIBRA s'articulent autour de trois pôles de développement.

- **L'industrie des boissons en Afrique**, et plus particulièrement la production de bières, boissons gazeuses et eaux minérales.

Cette activité a fondé l'existence et le développement du Groupe UNIBRA dès les années 60.

Présent en République Démocratique du Congo depuis 1960 et en Guinée depuis 1987, le Groupe UNIBRA a longtemps détenu une position de leader dans le secteur brassicole de ces pays avant de céder ses activités, respectivement en 1996 et 2008. D'autres investissements de

moins envergure ont également été réalisés dans ce segment industriel, investissements qui se sont concrétisés par des prises de participations en Algérie au sein de la Brasserie Skol d'Algérie (B.S.A.) en 2004 et de la Société Nouvelle des Eaux Minérales (Sonem) en Tunisie en 2002.

Ces deux derniers projets, cédés en 2008, ont été menés en partenariat avec des investisseurs nationaux conformément au souhait d'UNIBRA d'associer des opérateurs économiques du pays d'activité dans ses nouveaux développements.

Actuellement, UNIBRA détient 51% de la Brasserie des Mille Collines (B.M.C.) au Rwanda (dont la part de marché estimée est actuellement de 3,8%) et 40,66% de la Nouvelle Brasserie de Madagascar (N.B.M.).

Les investissements industriels du Groupe bénéficient de l'apport par UNIBRA de la marque SKOL dont elle détient les droits en Afrique via ses filiales SIDLux et SIDLt. Les hectolitres totaux de la marque Skol s'élèvent à 598.000 hectolitres en 2008 et 549.906 hectolitres en 2009. Néanmoins, toujours localisés en Afrique, ces investissements exposent cependant le Groupe aux aléas et incertitudes circonstancielles qui peuvent survenir dans certains pays d'activités.

Ce pôle industriel est soutenu par des sociétés de services, filiales du Groupe, qui assurent aux unités opérationnelles les prestations requises en termes d'approvisionnement et d'achats (Gentra SA et General Supplies SA), d'engineering (S.I.E. SA), d'audit et de contrôle interne (Cipari SA).

- **La gestion financière** des liquidités du Groupe.

Dans une optique prudente et en veillant à pouvoir procurer aux deux autres pôles d'activités les moyens financiers nécessaires à leur développement, la gestion des liquidités du Groupe recourt à différents types classiques de produits financiers.

Certaines participations minoritaires dans le domaine du *Private Equity* complètent le pôle financier. Ainsi, UNIBRA possède 3,72% de la troisième société d'édition française, Media-Participations, qui occupe une position de leader dans le secteur des bandes dessinées (Dargaud, Lombard, Dupuis, ...) et des mangas (Kana) ainsi que de fortes positions dans le secteur du livre pratique (Fleurus) et de l'audiovisuel. UNIBRA possède également des participations de respectivement 4,10% et 11,11% dans les sociétés belges Euroscreen SA et Zentech SA. Ces deux sociétés sont actives dans le domaine biotechnologique.

Ces prises de participation s'opèrent dans l'optique d'accompagner les entreprises dans leur développement en y apportant une contribution active.

- **Le secteur immobilier** particulièrement axé sur la propriété et la gestion de biens de qualité en Belgique et aux Etats-Unis.

Les activités immobilières du Groupe sont principalement regroupées au sein de Terrebois SA ou de ses filiales qui sont autant de véhicules dédiés ("*special purpose vehicle*") créés pour acquérir et détenir les biens immobiliers en question. Les immeubles détenus par ces sociétés sont des immeubles de bureaux (Uniter SA), des surfaces semi-industrielles (Terre à Terre SA) ou mixtes (Uni-Invest SA) ainsi que des biens de prestige (Rive droite SA). Ces investissements correspondent à la politique d'UNIBRA de détenir des immeubles de qualité dans une perspective patrimoniale.

De façon plus ponctuelle, UNIBRA a saisi l'opportunité de réaliser une promotion immobilière de 27 appartements à Tubize (UNIBRIZE SA) qui devrait être menée à son terme en 2011.

7.2 Organigramme

Le tableau ci-dessous présente l'organigramme du Groupe. L'ensemble des sociétés détenues par Cipari SA sont actives dans l'activité industrielle du Groupe, à l'exception de :

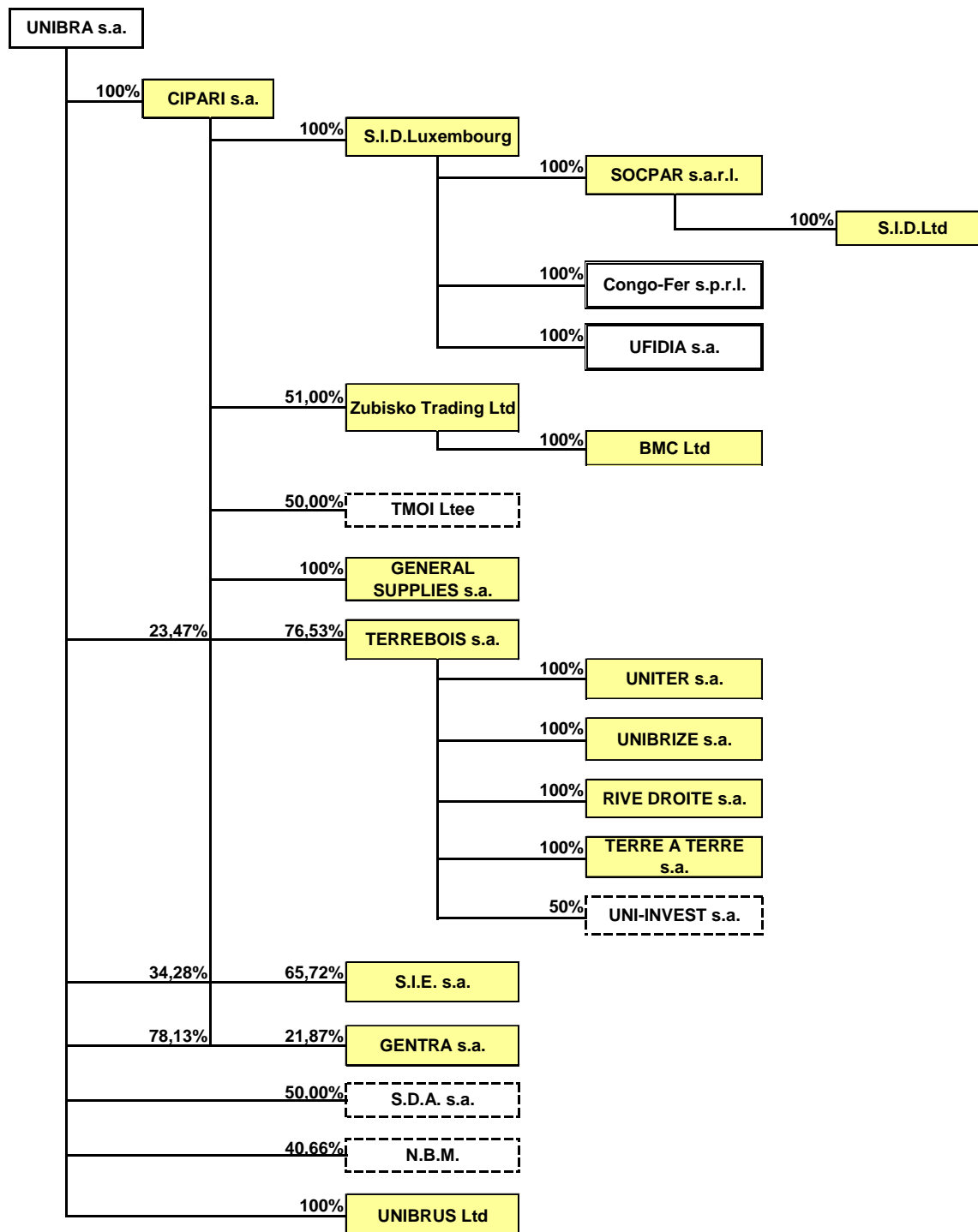
- les sociétés Congo-Fer SPRL et Ufidia SA qui détiennent les actifs immobiliers congolais
- la société Terrebois SA et ses filiales, lesquelles constituent le pôle immobilier belge du Groupe.

Les autres sociétés détenues directement par UNIBRA sont actives dans l'activité industrielle du Groupe, à l'exception d'Unibrus Ltd qui regroupe les actifs immobiliers détenus aux Etats-Unis.

Les actifs *Private Equity* sont logés dans la société UNIBRA.

ORGANIGRAMME DES SOCIETES

Situation au 30/06/2010



Méthode de Consolidation:

- Intégration globale
- Mise en équivalence
- Non consolidé

7.3 Participations

UNIBRA, dont le siège social est à Bruxelles, est la société mère du Groupe qui compte 22 sociétés dont 16 sont consolidées par la méthode globale, 4 par mise en équivalence alors que deux restent en dehors du périmètre de consolidation.

UNIBRA a, par ailleurs, intégré une nouvelle société en 2010, à savoir Uni-Invest SA. En 2010 également, la société Firm SA a été liquidée et elle n'est donc plus reprise dans le périmètre de consolidation.

Les tableaux ci-dessous reprennent l'ensemble des sociétés du Groupe UNIBRA.

a. Filiales consolidées par intégration globale (16)

Nom de la filiale	Numéro d'identification	Pays	% dans le capital	Devise
Brasserie des Mille Collines. Ltd		Rwanda	51%	RWF
Cipari s.a.	16703167	Luxembourg	100%	EUR
General Supplies s.a.	18318523	Luxembourg	100%	EUR
Gentra s.a.	424202477	Belgique	100%	EUR
Rive Droite s.a.	400439952	Belgique	100%	EUR
S.I.D.Ltd		Bermuda	100%	EUR
S.I.E. s.a.	414959466	Belgique	100%	EUR
S.I.D.Lux. s.a.	20313335	Luxembourg	100%	EUR
Socpar s.a.r.l.	RC 03644/2006	Suisse	100%	CHF
Terrebois s.a.	403328869	Belgique	100%	EUR
Terre à Terre s.a.	469640643	Belgique	100%	EUR
Unibra s.a.	402833179	Belgique	100%	EUR
Unibrize s.a.	893109979	Belgique	100%	EUR
Unibrus Ltd		U.S.A.	100%	USD
Uniter s.a.	461293101	Belgique	100%	EUR
Zubisko Trading Ltd		Ile Maurice	51%	USD

b. Coentreprises consolidées par mise en équivalence (4)

Nom de la coentreprise	Numéro d'identification	Pays	% dans le capital	Devise
N.B.M.	RC 2005B558	Madagascar	40,66%	MGA
S.D.A. s.a.	22778832	Luxembourg	50,00%	EUR
T.M.O.I. Ltee		Ile Maurice	50,00%	EUR
Uni-Invest s.a.	822665710	Belgique	50%	EUR

c. Nombre total de filiales non-consolidées (2)

Nom de la filiale	Numéro d'identification	Pays	% dans le capital	Devise	Valeur comptable (en EUR)
Congo-Fer s.p.r.l.	RC 2783	R.D.Congo	100%	CDF	24
Ufidia		R.D.Congo	100%	CDF	86

8. Informations financières, comptes et commissaire

8.1 Informations financières - Comptes consolidés

Les états financiers consolidés du Groupe UNIBRA sont établis, conformément aux normes comptables internationales IFRS ("*International Financial Reporting Standards*") selon la méthode du coût historique, sauf pour certains instruments financiers évalués à leur juste valeur.

Les comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2009 sont repris dans le rapport annuel d'UNIBRA annexé au Prospectus (**Annexe 5**).

Les comptes annuels et consolidés semestriels au 30 juin 2010 sont repris dans le rapport financier semestriel annexé au Prospectus (**Annexe 6**).

8.2 Commissaire

Les comptes annuels et consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2009 ont été contrôlés par le commissaire, à savoir la société BDO DFSA, Réviseurs d'entreprise SCRL, Boulevard Louis Schmidt, 57 à 1040 Bruxelles, représenté par Monsieur Jean-Louis SERVAIS. Une attestation sans réserve des comptes annuels et consolidés a été délivrée.

Les comptes semestriels au 30 juin 2010 ont fait l'objet d'une révision limitée et l'attestation de révision est jointe aux comptes semestriels.

8.3 Chiffres-clés sur 3 ans

Chiffres clés (en milliers d'euros)	2007	2008	2009	S1 2009	S1 2010
Comptes consolidés (IFRS):					
Résultat net/quote-part du groupe	4.695	21.491	91	-1.112	-2.896
Capitaux propres/quote-part du groupe	122.648	135.483	137.620	134.334	133.861
Comptes statutaires:					
Résultat net	2.321	-4.932	8.364	9.247	6.854
Dividendes bruts	1.283	1.283	1.283	n.a.	n.a.
Capitaux propres ex dividende	81.394	69.621	76.702	78.868	83.556
Données par action (en EUR)					
Nombre d'actions : 801.900					
Résultat net consolidé/part du groupe	5,85	26,80	0,11	-1,39	-3,61
Résultat net statutaire	2,89	-6,15	10,43	11,53	8,55
Dividende brut	1,60	1,60	1,60	n.a.	n.a.
Dividende net	1,20	1,20	1,20	n.a.	n.a.
Cours boursier au 31.12 (30.06 pour les semestres)	102,10	139,99	160,20	143,75	156,98
Cours boursier maximum	124,80	150,10	163,00	148,00	160,00
Cours boursier minimum	95,00	95,00	139,00	136,50	149,00
Valeur estimée au 31.12 (30.06 pour les semestres) *	172,38	181,98	184,67	179,96	180,22
Ratios					
Cours/bénéfice net consolidé au 31.12 (30.06 pour les semestres)	17,44 x	5,22 x	1.404,15 x	n.a.	n.a.
Rendement brut **	1,61%	1,57%	1,14%	n.a.	n.a.
Return boursier brut de l'année ***	9,09%	38,68%	15,58%	n.a.	n.a.
Pay-out/bénéfice consolidé	27,33%	5,97%	1402,40%	n.a.	n.a.

*La valeur estimée est établie sur la base des actifs nets des différentes sociétés du Groupe. En ce qui concerne les immeubles, une valeur de marché sur la base d'estimations internes a été retenue. **Dividende brut (année n-1) perçu au cours de l'exercice comparé au cours boursier au 01/01.

***Cours boursier au 31/12 majoré du dividende brut (année n-1) perçu au cours de l'exercice comparé au cours du 01/01.

9. Développements récents

Aucun événement récent ayant un impact substantiel sur UNIBRA ne s'est produit depuis le 30 juin 2010.

Néanmoins, il convient de noter que pendant la procédure d'approbation du Prospectus par la CBFA, des éléments nouveaux sont apparus en ce qui concerne la société NBM et la participation en Euroscreen.

NBM

UNIBRA a informé ses actionnaires - par le biais d'un communiqué de presse du 1er octobre 2010 - qu'à l'issue d'une audience accordée par le Président de la Haute Autorité de Transition, la Nouvelle Brasserie de Madagascar SA ("NBM"), filiale à 40,66% d'UNIBRA, avait reçu la notification de l'autorisation officielle d'opérer. Toutefois, le bénéfice de l'octroi de cette autorisation est sujet à des conditions dont les modalités doivent encore être déterminées par les autorités malgaches. NBM attendait cette autorisation depuis près d'un an.

UNIBRA a toutefois précisé dans son communiqué que:

- le redémarrage de l'outil industriel nécessitera trois à quatre mois et des moyens financiers supplémentaires, car NBM avait été contrainte à partir d'avril 2010 de prendre des mesures conservatoires destinées à réduire ses frais de structure et notamment de recourir à des licenciements de personnel, et

- à ce stade, des projections fiables quant à la contribution de cette filiale aux résultats du groupe ne pouvaient être établies compte tenu des incertitudes liées aux conditions de lancement de cette activité.

Eu égard à ce qui précède, l'Offrant estime que cet élément nouveau n'a pas d'impact sur le Prix proposé étant donné que l'obtention de cette autorisation était anticipée dans la valorisation de NBM dans les comptes d'UNIBRA puisque celle-ci, confiante d'obtenir cette autorisation ayant respecté l'ensemble des prescriptions légales, n'avait acté aucune provision ou réduction de valeur sur les créances ou les comptes-courants détenus par UNIBRA et sociétés liées sur NBM (voir supra Chapitre III, section 2.4).

Euroscreen

Le 7 janvier 2011, soit quatre mois après la date d'évaluation arrêtée par l'Offrant, Euroscreen a annoncé la signature d'un accord de licence et de collaboration avec la société pharmaceutique Ortho McNeil Janssen Pharmaceuticals, une filiale de Johnson & Johnson, concernant le lancement d'un programme de développement d'une molécule en phase préclinique dans le domaine du diabète de type II.

Euroscreen recevra un paiement « upfront » ainsi qu'un engagement de son partenaire de financer sa recherche sur les trois prochaines années.

Euroscreen a également la possibilité de percevoir des royalties en cas de commercialisation du médicament.

Selon les termes de l'accord, Euroscreen pourrait potentiellement percevoir un montant maximum de 150 millions EUR conditionné à la réalisation de milestones spécifiques sur la durée de vie du programme de développement. Le détail de la séquence des paiements de milestones n'a cependant pas été communiqué par la société.

Bien que cet accord constitue une reconnaissance importante de la qualité de la technologie d'Euroscreen et de la molécule susmentionnée, il faut noter que, selon les indications dont dispose l'Offrant, l'impact financier de cet accord à court terme (paiement d'un « upfront ») est limité et que le paiement de la plus grande partie des 150 millions EUR est subordonné au succès du développement de la molécule en question.

Cette annonce par Euroscreen n'a pas d'impact sur la valeur retenue par l'Offrant pour Euroscreen dans le cadre de l'Offre. En effet:

1. Il s'agit d'un événement annoncé début janvier 2011, soit 4 mois après le dépôt du projet de Prospectus le 7 septembre 2010. UNIBRA ne pouvait raisonnablement pas spéculer sur la signature d'un éventuel accord au moment de son évaluation réalisée en août 2010.
2. En dehors du montant maximum à recevoir potentiellement dans le cadre de cet accord, aucun détail n'a été donné par Euroscreen sur la séquence des paiements à recevoir, ce qui rendrait un exercice de valorisation très hasardeux.

Selon les informations dont dispose UNIBRA, le down payment à recevoir dans le cadre de ce partnership est limité et servira à financer la R&D de la société. Les montants à recevoir par Euroscreen en plus du down payment restent, quant à eux, incertains car ils dépendent de la réalisation de milestones non connus de UNIBRA sur la période de développement du programme clinique. Etant donné que ce programme n'est, à la connaissance de l'Offrant, pas encore en phase clinique, sa réalisation s'étalera sur plusieurs années.

3. Aucune transaction significative sur actions Euroscreen n'est intervenue, à la connaissance de l'Offrant, depuis le dépôt du projet de Prospectus.

Annexes

1. Bulletin d'Acceptation
2. Rapport de l'Expert Indépendant
3. Rapport complémentaire de l'Expert Indépendant
4. Rapport du Second Expert Indépendant
5. Rapport annuel 2009 d'UNIBRA (comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2009 et rapport du commissaire)
6. Rapport semestriel 2010 d'UNIBRA (comptes consolidés au 30 juin 2010 et rapport du commissaire)
7. Mémoire en Réponse
8. Valorisation brute estimée par nature d'actif
9. Principales lignes du portefeuille actions

ANNEXE 1.
BULLETIN D'ACCEPTATION

(Exemplaire destiné à l'intermédiaire financier)

BULLETIN D'ACCEPTATION DE L'OFFRE DE REPRISE FAITE PAR RED HOUSE SA
SUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS D'UNIBRA SA NON ENCORE DETENUES PAR RED HOUSE SA

A REMETTRE AU PLUS TARD LE 4 MARS 2011

Je, soussigné, *(nom, prénom ou nom et forme de la société)*

résidant / dont le siège social est établi à *(adresse complète)*

après avoir pris connaissance des conditions et modalités de l'Offre de RED HOUSE portant sur l'ensemble des Actions émises par UNIBRA que l'Offrant ne détient pas encore (coupons numéro 45 et suivants attachés):

- (i) déclare vouloir participer à l'Offre et sous réserve d'un retrait de mon acceptation avant le 11 mars 2011 à 16 heures, je cède par la présente irrévocablement à l'Offrant, en échange du paiement prévu par et conformément aux conditions stipulées dans le Prospectus, les Actions suivantes dont j'ai la pleine propriété et qui sont libres de toute charge: _____
(soit en lettres _____) Actions;
- (ii) je demande que le prix offert par l'Offrant correspondant aux Actions susmentionnées soit porté au crédit de mon compte n° _____ - _____ - _____ *(code IBAN (ou autre code relevant en fonction du pays où le compte se situe): _____, code BIC: _____)* ouvert auprès de la banque *(nom de la banque)* _____ à la date de paiement mentionné à la section 12 du chapitre 2 du Prospectus;

Je déclare que toutes les déclarations, garanties et obligations que je suis supposé donner ou contracter en ce qui concerne la cession de mes Actions sont ainsi couvertes:

- si les Actions susmentionnées sont nominatives, je dois déposer auprès de l'Etablissement Guichet, concomitamment au dépôt du présent Bulletin d'Acceptation, un certificat d'inscription nominative dans le registre des actionnaires d'UNIBRA et demande que la cession soit constatée par inscription dans le registre des actionnaires d'UNIBRA et à cet effet, je donne par la présente procuration à tout administrateur d'UNIBRA (avec pouvoir de substitution) pour signer cette inscription dans le registre en mon nom et pour mon compte;
- si les Actions susmentionnées sont au porteur, je dois les déposer auprès de l'Etablissement Guichet, concomitamment au dépôt du présent Bulletin d'Acceptation, suivant le bordereau ci-dessous ou je suivrai les instructions qui me seront communiquées par l'intermédiaire financier où ces Actions seront déposées;

- si les Actions susmentionnées sont dématérialisées, je dois suivre les instructions de l'établissement financier auprès duquel les Actions sont détenues en compte-titres et je donne par la présente procuration à cet intermédiaire financier afin de transférer mes Actions de mon compte-titres à l'Etablissement Guichet;

Je déclare avoir connaissance du fait que:

- pour que mon engagement soit valable, le présent Bulletin d'Acceptation doit être déposé, dûment complété - par moi-même, mes agents ou les intermédiaires financiers que j'ai mandatés à cet effet - auprès de l'Etablissement Guichet au plus tard le 11 mars 2011 avant 16 heures (heure de Bruxelles);
- (a) si les Actions sont détenues en copropriété par un ou plusieurs détenteurs, le Bulletin d'Acceptation devra être signé conjointement par chacun d'eux, (b) si les Actions font l'objet d'un usufruit, le Bulletin d'Acceptation devra être signé tant par l'usufruitier que par le nu-propiétaire, (c) si les Actions sont nanties, le Bulletin d'Acceptation devra être signé conjointement par le ou les propriétaires et le ou les créanciers gagistes, celui-ci marquant en outre expressément sa renonciation aux gages sur les Actions qui sont offertes à l'Offrant dans le cadre de l'Offre;
- l'acceptation de l'Offre n'entraînera aucun frais pour les détenteurs d'Actions qui apporteront leurs Actions à l'Etablissement Guichet, que l'éventuelle taxe sur les opérations de bourse sera prise en charge par l'Offrant et que je devrai supporter tous autres frais réclamés par d'autres intermédiaires financiers auxquels j'aurais recours.

J'ai reçu toutes les informations nécessaires afin de me permettre de prendre, en connaissance de cause, ma décision concernant l'Offre, et j'ai pleinement conscience des qualités de l'offre ainsi que de ses conséquences.

Sauf indication contraire, les termes définis dans le présent Bulletin d'Acceptation ont le même sens que celui qui leur est attribué dans le Prospectus.

Fait en deux exemplaires à (*lieu*) _____, le (*date*) _____.

Signature de l'apporteur des Actions

Signature de l'intermédiaire financier

Nom:
Titre:

Nom:
Titre:

Bulletin d'acceptation

(Exemplaire destiné à l'actionnaire)

BULLETIN D'ACCEPTATION DE L'OFFRE DE REPRISE FAITE PAR RED HOUSE SA SUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS D'UNIBRA SA NON ENCORE DETENUES PAR RED HOUSE SA

A REMETTRE AU PLUS TARD LE 4 MARS 2011

Je, soussigné, (*nom, prénom ou nom et forme de la société*)

résidant / dont le siège social est établi à (*adresse complète*)

après avoir pris connaissance des conditions et modalités de l'Offre de RED HOUSE portant sur l'ensemble des Actions émises par UNIBRA que l'Offrant ne détient pas encore (coupons numéro 45 et suivants attachés):

- (i) déclare vouloir participer à l'Offre et sous réserve d'un retrait de mon acceptation avant le 11 mars 2011 à 16 heures, je cède par la présente irrévocablement à l'Offrant, en échange du paiement prévu par et conformément aux conditions stipulées dans le Prospectus, les Actions suivantes dont j'ai la pleine propriété et qui sont libres de toute charge: _____
(*soit en lettres* _____) Actions;
- (ii) je demande que le prix offert par l'Offrant correspondant aux Actions susmentionnées soit porté au crédit de mon compte n° _____ - _____ - _____ (*code IBAN (ou autre code relevant en fonction du pays où le compte se situe):* _____, *code BIC:* _____) ouvert auprès de la banque (*nom de la banque*) _____ à la date de paiement mentionné à la section 12 du chapitre 2 du Prospectus;

Je déclare que toutes les déclarations, garanties et obligations que je suis supposé donner ou contracter en ce qui concerne la cession de mes Actions sont ainsi couvertes:

- si les Actions susmentionnées sont nominatives, je dois déposer auprès de l'Etablissement Guichet, concomitamment au dépôt du présent Bulletin d'Acceptation, un certificat d'inscription nominative dans le registre des actionnaires d'UNIBRA et demande que la cession soit constatée par inscription dans le registre des actionnaires d'UNIBRA et à cet effet, je donne par la présente procuration à tout administrateur d'UNIBRA (avec pouvoir de substitution) pour signer cette inscription dans le registre en mon nom et pour mon compte;
- si les Actions susmentionnées sont au porteur, je dois les déposer auprès de l'Etablissement Guichet, concomitamment au dépôt du présent Bulletin d'Acceptation, suivant le bordereau ci-dessous ou je suivrai les instructions qui me seront communiquées par l'intermédiaire financier où ces Actions seront déposées;
- si les Actions susmentionnées sont dématérialisées, je dois suivre les instructions de l'établissement financier auprès duquel les Actions sont détenues en compte-titres et je

donne par la présente procuration à cet intermédiaire financier afin de transférer mes Actions de mon compte-titres à l'Etablissement Guichet;

Je déclare avoir connaissance du fait que:

- pour que mon engagement soit valable, le présent Bulletin d'Acceptation doit être déposé, dûment complété - par moi-même, mes agents ou les intermédiaires financiers que j'ai mandatés à cet effet - auprès de l'Etablissement Guichet au plus tard le 11 mars 2011 avant 16 heures (heure de Bruxelles);
- (a) si les Actions sont détenues en copropriété par un ou plusieurs détenteurs, le Bulletin d'Acceptation devra être signé conjointement par chacun d'eux, (b) si les Actions font l'objet d'un usufruit, le Bulletin d'Acceptation devra être signé tant par l'usufruitier que par le nu-propiétaire, (c) si les Actions sont nanties, le Bulletin d'Acceptation devra être signé conjointement par le ou les propriétaires et le ou les créanciers gagistes, celui-ci marquant en outre expressément sa renonciation aux gages sur les Actions qui sont offertes à l'Offrant dans le cadre de l'Offre;
- l'acceptation de l'Offre n'entraînera aucun frais pour les détenteurs d'Actions qui apporteront leurs Actions à l'Etablissement Guichet, que l'éventuelle taxe sur les opérations de bourse sera prise en charge par l'Offrant et que je devrai supporter tous autres frais réclamés par d'autres intermédiaires financiers auxquels j'aurais recours.

J'ai reçu toutes les informations nécessaires afin de me permettre de prendre, en connaissance de cause, ma décision concernant l'Offre, et j'ai pleinement conscience des qualités de l'offre ainsi que de ses conséquences.

Sauf indication contraire, les termes définis dans le présent Bulletin d'Acceptation ont le même sens que celui qui leur est attribué dans le Prospectus.

Fait en deux exemplaires à (*lieu*) _____, le (*date*) _____.

Signature de l'apporteur des Actions

Signature de l'intermédiaire financier

Nom:
Titre:

Nom:
Titre:

ANNEXE 2.
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

B S T

**REVISEURS D'ENTREPRISES ASSOCIES
BEDRIJFSREVISOREN VENNOTEN**

D. SMETS*
E. TYTGAT
L. DILLEY*
T. GROESSENS
V. DUMONT
F. LEPOUTRE**
O. VERESSEN**
B. STEINIER

**REVISEUR D'ENTREPRISES
BEDRIJFSREVISOR**

M. BOUMALEK

**EXPERTS - COMPTABLES ET CONSEILS FISCAUX
ACCOUNTANTS EN BELASTINGCONSULENTEN**


M. GUILLAUME
L. LEPOUTRE

**CONSEIL FISCAL
BELASTINGCONSULENT**

H. CHRISTIAENSSENS

**Rapport destiné à
RED HOUSE
société anonyme
de droit luxembourgeois
L – 1470 Luxembourg**

**et concernant
UNIBRA
société anonyme
Boulevard du Souverain, 68
1170 Bruxelles**



**Rapport de l'Expert Indépendant, établi en application
de l'article 513 du Code des Sociétés et de l'article 6 de l'Arrêté Royal
du 27 avril 2007 et portant sur l'Offre Publique de Reprise
(Squeeze Out) à réaliser par la société anonyme RED HOUSE
sur les 37.554 actions de la société anonyme UNIBRA
qu'elle ne possède pas encore**

**BST REVISEURS D'ENTREPRISES S.C.P.R.L. - BST BEDRIJFSREVISOREN B.B.V.B.A.
88 RUE GACHARDSTRAAT BTE/BUS 16 - 1050 BRUXELLES-BRUSSEL - TEL.: +32 2 346 46 24 - FAX: +32 2 346 46 32
www.bst.net - E-mail: secr@bst.net
T.V.A./B.T.W. (BE) 0444 708 673 - RMP BRUXELLES/RPR BRUSSEL**

* AGRÉÉ PAR LA COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES (C.B.F.A.)
* ERKEND DOOR DE COMMISSIE VOOR HET BANK-, FINANCIË- EN ASSURANTIEWEZEN (C.B.F.A.)

** ÉGALEMENT EXPERT-COMPTABLE

** EVENEENS ACCOUNTANT

TABLE DES MATIERES

MISSION	2
1. IDENTIFICATION DE LA SOCIETE VISEE (UNIBRA) -	4
1.1. Description de l'identité de la société visée et de sa structure	4
1.2. Description de l'actionnariat	5
1.3. Description des activités et de leur répartition	6
1.4. Evolution récente	7
1.5. Identité des dirigeants	8
• Comité d'Audit	8
• Comité de Rémunération et de Nomination	8
• Comité de Marketing	8
2. DERNIERS COMPTES ANNUELS DE LA SOCIETE VISEE	9
3. DESCRIPTON DES TITRES SUR LESQUELS PORTE L'OFFRE	10
4. EVALUATION DE L'EXPERT-INDEPENDANT	11
4.1. Méthode dite de l'Actif Net Réévalué (ANR)	11
4.1.1. Revalorisation des portefeuilles-titres	13
4.1.2. Revalorisation des actifs immobiliers	13
Hypothèses complémentaires adoptées	14
Cas particuliers	14
4.1.3. Revalorisation des activités industrielles	15
4.1.4. Revalorisation des participations Private Equity	17
4.1.5. Revalorisation de la marque Skol	18
4.1.6. Latences fiscales actives	18
4.1.7. Taux de change adoptés	18
4.1.8. Retraitements de consolidation	19
4.1.9. Valeur actuelle des frais de fonctionnement de la Holding	19
4.1.10. Valeur par action obtenue suivant la méthode de l'Actif Net Réévalué	20
4.2. Réévaluation des capitaux propres (part du groupe) consolidés	20
4.3. Analyse du cours de bourse	22
4.4. Conclusions sur l'évaluation de l'Expert-indépendant	23
5. ANALYSE DU TRAVAIL D'EVALUATION REALISE PAR L'OFFRANT	24
6. AVIS DE L'EXPERT SUR LA QUESTION DE SAVOIR SI LE PRIX OFFERT SAUVEGARDE OU NON LES INTERETS DES DETENTEURS DES TITRES	33
7. JUSTIFICATION DE L'INDEPENDANCE DE L'EXPERT VIS-A-VIS DE L'OFFRANT, DE LA SOCIETE VISEE ET DES SOCIETES QUI LEUR SONT LIEES	34
8. REMUNERATION DE L'EXPERT – DILIGENCES ACCOMPLIES	35
9. LIMITATIONS	36

MISSION

Nous soussignée, Pascale TYTGAT, Réviseur d'Entreprises, inscrite au tableau A (personnes physiques) de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises depuis le 14 février 1990 sous le numéro 1220, faisant élection de domicile à Ixelles (1050 Bruxelles), 88/16 rue Gachard, soit au siège de la société civile privée à responsabilité limitée de réviseurs d'entreprises "BST Réviseurs d'Entreprises", inscrite au tableau B (sociétés) de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises depuis le 10 janvier 1992 sous le numéro 158,

désignée en exécution de l'article 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise, par la société anonyme de droit luxembourgeois "RED HOUSE", avec siège à 1470 Luxembourg, route d'Esch, 50, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés sous le numéro B-131771,

avec mission de :

"établir un rapport, à titre de partie professionnelle et indépendante, qui contienne au moins les éléments suivants :

- " 1° *une description de l'identité de la société visée, de la structure et de la répartition de son actionariat, de l'ensemble d'entreprises auquel elle appartient, des activités qu'elle exerce et de leur répartition, de son évolution récente et de l'identité des dirigeants;*
- "
- " 2° *les derniers comptes annuels et les rapports y afférents ou, s'ils sont disponibles, les derniers comptes consolidés et les rapports y afférents de la société visée, ainsi qu'un état comptable plus récent si des modifications importantes sont survenues depuis la date de clôture de ces comptes ou si cette date remonte à plus de neuf mois.*
- "
- " 3° *une description précise des différents titres sur lesquels porte l'offre;*
- "
- " 4° *l'évaluation, étayée par des chiffres circonstanciés, que l'expert a faite des titres visés par l'offre, en utilisant des méthodes pertinentes au regard de la nature et de l'activité de la société concernée et en partant d'éléments de fait et d'hypothèses adéquats; l'indication des méthodes d'évaluation qu'il a appliquées, des éléments de fait et des hypothèses qu'il a retenus, des sources qu'il a utilisées et du résultat qu'il a obtenu au moyen des méthodes d'évaluation utilisées;*
- "
- " 5° *une analyse du travail d'évaluation réalisé par l'offrant;*
- "
- " 6° *l'avis de l'expert sur la question de savoir si le prix offert sauvegarde ou non les intérêts des détenteurs de titres;*
- "
- " 7° *une justification adéquate de l'indépendance de l'expert vis-à-vis de l'offrant, de la société visée et des sociétés qui leur sont liées;*
- "

"

" 8° *la rémunération perçue par l'expert, ainsi que l'indication des moyens qu'il a engagés en personnel et en temps, une description des diligences qu'il a effectuées et la mention des personnes qu'il a contactées.*

avons l'honneur d'établir le présent rapport, dont la structure repose sur les 8 points prescrits par l'article 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007,

et

qui porte sur l'opération de rachat par la société anonyme de droit luxembourgeois RED HOUSE (ci-après **RED HOUSE**)

des 37.554 actions de la société anonyme UNIBRA (ci-après **UNIBRA**) qu'elle ne possède pas encore.

1. IDENTIFICATION DE LA SOCIETE VISEE (UNIBRA) -**1.1. Description de l'identité de la société visée et de sa structure**

La société cible est la société anonyme UNIBRA :

- avec siège social à 1170 Bruxelles, Boulevard du Souverain, 68
- immatriculée auprès du Registre des Personnes Morales de Bruxelles sous le numéro 0402.833.179
- constituée en date du 13 janvier 1960
- dont l'objet social est le suivant :

" 1. de créer et exploiter des brasseries, malteries, fabriques de
" boissons fermentées ou non, distilleries et toutes autres
" industries alimentaires, de faire le commerce de tous produits et
" sous-produits de ces industries; de fabriquer et de faire le
" commerce de glace et d'exploiter des établissements
" frigorifiques; d'exploiter par elle-même, soit par voie de gérance
" ou autrement, tous hôtels, débits de boissons et autres
" entreprises se rapportant au tourisme, à l'alimentation ainsi
" qu'aux services et biens de consommation.
"

" 2. d'acquérir, de mettre en Valeur, de lotir, de donner en location
" tous immeubles et généralement de faire toutes opérations
" immobilières.
"

" 3. de consentir tous prêts à intérêts et toutes ouvertures de crédit
" ainsi que généralement de faire toutes opérations financières.
"

" 4. d'utiliser les liquidités par la prise de participation sous quelque
" forme que ce soit dans toutes les sociétés belges ou étrangères.
"

" 5. d'effectuer toutes études et de prêter son assistance technique,
" juridique, comptable, financière, commerciale, administrative ou
" de gestion pour compte des sociétés ou organismes dans
" lesquels elle détient directement ou indirectement une
" participation, ou pour compte de tiers; d'acquérir, exploiter et
" céder tous brevets, marques, licences et droits intellectuels.
"

" La société pourra s'intéresser par voie d'apport ou d'absorption dans
" toute société ou organisme existant ou à créer dont l'objet serait
" similaire, analogue ou connexe au sien ou toutes les fois que pareil
" apport ou absorption sera de nature à faciliter à la société la
" réalisation de son objet.
"

- dont le capital social est de 16.000.000 EUR, représenté par 801.900 actions, sans désignation de Valeur nominale, intégralement libérées : 2.684 actions nominatives, 417.829 actions dématérialisées et 381.387 actions au porteur
- le Conseil d'Administration est composé comme suit :
 - o Baron Baudouin MICHIELS, Président
 - o Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM, Vice-Présidente
 - o Monsieur Jean-Louis HENKENS, Administrateur-délégué
 - o Monsieur Olivier LIPPENS, Administrateur
 - o MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOME, Administrateur
 - o Monsieur Thibault RELECOM, Administrateur
 - o Raoul-Duval & Cie scs, représentée par Monsieur Patrice DIERICK, Administrateur
 - o Madame Bérangère RELECOM, Administrateur
- Monsieur Michel GILLARD est Secrétaire Général du Conseil d'Administration.
- les comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2009 ont été audités par BDO DFSA, Réviseurs d'entreprises s.c.r.l., Boulevard Louis Schmidt, 57 à 1040 Bruxelles, représenté par Monsieur Jean-Louis SERVAIS. Une attestation sans réserve des comptes consolidés a été délivrée.

Les comptes semestriels au 30 juin 2010 ont fait l'objet d'une révision limitée. L'attestation de révision du 23 août 2010 du commissaire est jointe aux comptes semestriels (voir **annexe 4**).

Conformément aux dispositions légales en vigueur, le Groupe UNIBRA établit et publie ses comptes consolidés en normes IFRS.

Nous joignons en **annexe 1** au présent rapport un organigramme des sociétés détenues par UNIBRA, et constituant le Groupe UNIBRA.

1.2. Description de l'actionnariat

Au cours des douze derniers mois, et jusque à la date du 4 août 2010, RED HOUSE a procédé à l'acquisition de 44.174 actions d'UNIBRA, portant à 95,32 % sa participation dans la société cible.

A ce jour, l'actionnariat d'UNIBRA se présente comme suit :

- RED HOUSE :	764.346 actions	95,32%
- Public :	37.554 actions	4,68%
Soit un total de	801.900 actions	100,00%

Cette information est conforme à la Déclaration de Transparence du 9 août 2010, établie par RED HOUSE et concernant UNIBRA (numéro d'identification 0402-833-179).

1.3. Description des activités et de leur répartition

Les activités du groupe UNIBRA s'articulent autour de trois pôles de développement, par ailleurs à la base de l'information sectorielle publiée conformément à IFRS 8 :

A. L'industrie des boissons en Afrique, et plus particulièrement la production de bières, boissons gazeuses et eaux minérales.

Cette activité a fondé l'existence et le développement du groupe Unibra dès les années 60.

Présent en République Démocratique du Congo depuis 1960 et en Guinée depuis 1987, le groupe Unibra a longtemps détenu une position de leader dans le secteur brassicole de ces pays avant de céder ses activités, respectivement en 1996 et 2008. D'autres investissements de moindre envergure ont également été réalisés dans ce segment industriel, investissements qui se sont concrétisés par des prises de participations en Algérie au sein de la Brasserie Skol d'Algérie (B.S.A.) en 2004 et de la Société Nouvelle des Eaux Minérales (Sonem) en Tunisie en 2002.

Ces deux derniers projets, cédés en 2008, ont été menés en partenariat avec des investisseurs nationaux conformément au souhait d'Unibra d'associer des opérateurs économiques du pays d'activité dans ses nouveaux développements.

Actuellement, Unibra détient 51% de la Brasserie des Mille Collines (B.M.C.) au Rwanda et 40,66% de la Nouvelle Brasserie de Madagascar (N.B.M.).

Les investissements industriels du groupe bénéficient de l'apport par Unibra de la marque Skol dont elle détient les droits en Afrique via ses filiales SIDLux et SIDLt. Toujours localisés en Afrique, ils exposent cependant le groupe aux aléas et incertitudes circonstanciels qui peuvent survenir dans certains pays d'activités.

Ce pôle industriel est soutenu par des sociétés de services, filiales du groupe, qui assurent aux unités opérationnelles les prestations requises en termes d'approvisionnement et d'achats (Gentra et General Supplies), d'engineering (S.I.E.), d'audit et de contrôle interne (Cipari).

B. La gestion financière des liquidités du groupe.

Dans une optique prudente et en veillant à pouvoir procurer aux deux autres pôles d'activités les moyens financiers nécessaires à leur développement, la gestion des liquidités du groupe recourt à différents types classiques de produits financiers.

Certaines participations minoritaires dans le domaine du Private Equity complètent le pôle financier. Ainsi, Unibra possède 3,73% de la troisième société d'édition française, Media-Participations, qui occupe une position de leader dans le secteur des bandes dessinées (Dargaud, Lombard, Dupuis, ...) et des mangas (Kana) ainsi que de fortes positions dans le secteur du livre pratique (Fleurus) et de l'audiovisuel.

Ces prises de participation s'opèrent dans l'optique d'accompagner les entreprises dans leur développement en y apportant une contribution active.

C. Le secteur immobilier particulièrement axé sur la propriété et la gestion de biens de qualité en Belgique et aux Etats-Unis.

Regroupée majoritairement au sein de Terrebois ou de ses filiales, qui sont autant de S.P.V. (Special Purpose Vehicle), cette activité comprend des immeubles de bureaux (Uniter), des surfaces semi-industrielles (Terre à Terre) ou mixtes (Uni-Invest) ainsi que des biens de prestige (Rive droite). Ces investissements correspondent à la politique d'Unibra de détenir des immeubles de qualité dans une perspective patrimoniale.

De façon plus ponctuelle, Unibra a saisi l'opportunité de réaliser une promotion immobilière de 27 appartements à Tubize (Unibrize) qui devrait être menée à son terme en 2011.

1.4. Evolution récente

Aucun événement récent ayant un impact substantiel sur Unibra ne s'est produit depuis le 1^{er} janvier 2010 en dehors des éléments suivants qui sont reflétés dans les états financiers au 30 juin 2010 (voir annexe 4):

1. La société malgache N.B.M. (Nouvelle Brasserie de Madagascar) détenue à 40,66 % par Unibra n'a toujours pas obtenu "l'autorisation d'opérer" délivrée par le Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs restés à ce jour non expliqués. Bien que NBM estime avoir rempli toutes les obligations légales et réglementaires requises et continue à solliciter auprès des autorités malgaches l'obtention de cette autorisation, elle a dû prendre des mesures conservatoires visant à réduire ses coûts de structure tout en gardant l'outil industriel en état de fonctionnement.
2. Au Rwanda, la BMC (Brasserie des Mille Collines) détenue à 51 % par le Groupe Unibra, a entamé fin février 2010 ses activités opérationnelles de production et de commercialisation sur un mode mineur.
3. En janvier 2010, le Groupe Unibra a acquis 40 % de la société Uni-Invest qui possède un immeuble commercial (2.045 m²) et de bureaux (4.572 m²) à Anderlecht. Les nécessaires travaux de rafraîchissement des surfaces de bureaux se terminent et leur commercialisation a commencé au 2^{ème} semestre 2010.
4. A Tubize, la construction de 27 appartements, appelés à être vendus, se poursuit et les travaux de parachèvement sont en cours. La commercialisation des appartements devrait intervenir en 2011.
5. Les marchés financiers ont évolué en 2010 dans un contexte de grande incertitude concrétisé par de faibles rendements pour les produits à capital garanti et par une volatilité certaine pour les placements boursiers.

1.5. Identité des dirigeants

La gestion journalière est confiée à Monsieur Jean-Louis HENKENS, Administrateur-délégué.

Le Comité de Direction se compose de :

- Monsieur Thibaut RELECOM, qui le préside depuis le 1er janvier 2010
- Monsieur Jean-Louis HENKENS, administrateur-délégué
- Monsieur Michel GILLARD, secrétaire-général
- S.C.S. Raoul-Duval & Cie, représentée par Monsieur Patrice DIERICK, administrateur

Trois comités ont par ailleurs été mis en place, et relèvent du Conseil d'Administration :

- Comité d'Audit
 - Monsieur Olivier LIPPENS - Président
 - Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM
 - MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ
- Comité de Rémunération et de Nomination
 - Madame Marie Thérèse BORDOT - veuve RELECOM - Présidente
 - Monsieur Olivier LIPPENS
- Comité de Marketing
 - MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ - Président
 - Monsieur Patrice DIERICK
 - Monsieur Thibault RELECOM
 - Baron Baudouin MICHIELS

2. DERNIERS COMPTES ANNUELS DE LA SOCIETE VISEE

Les comptes annuels consolidés de UNIBRA au 31 décembre 2009 sont joints en **annexe 2** du présent rapport.

Les comptes annuels statutaires de UNIBRA au 31 décembre 2009 sont repris en **annexe 3** au présent rapport.

Le rapport financier semestriel (comptes consolidés) de UNIBRA au 30 juin 2010 est joint en **annexe 4** du présent rapport.

Conformément à la législation applicable, UNIBRA publie :

- des comptes statutaires en normes belges (Belgian Gaap) : au 31 décembre ;
- des comptes consolidés en normes internationales (IFRS) : aux 30 juin et 31 décembre ;
- des données par action, aux 30 juin et 31 décembre, étant :
 - les capitaux propres (consolidés) en part du groupe
 - le résultat net (consolidé) en part du groupe
 - le résultat global (consolidé) en part du groupe
 - le cours de bourse
 - la "Valeur estimée"

La "Valeur estimée" de l'action UNIBRA est calculée par le groupe, sur la base des capitaux propres consolidés IFRS, revalorisés pour tenir compte de la valeur de marché des immeubles (évaluations internes, sans prise en considération de latences fiscales, et hors frais de transactions) et d'une valeur estimée de la marque Skol.

A titre d'information, les éléments suivants ont été publiés dans le communiqué semestriel 2010 :

Données par action :			
	<u>30 juin 10</u>	<u>31 déc. 09</u>	<u>30 juin 09</u>
Nombre d'actions en circulation	801.900	801.900	801.900
Capitaux propres part du groupe	166,93	171,62	167,52
Résultat net part du groupe (EPS)	-3,61	0,11	-1,39
Résultat global part du groupe (EPS)	-3,09	4,26	0,17
Cours de bourse	156,98	160,20	143,75
"Valeur estimée"	180,22	184,67	179,96

3. DESCRIPTION DES TITRES SUR LESQUELS PORTE L'OFFRE

L'offre publique de reprise porte sur l'ensemble des actions encore en circulation, soit au total **37.554 actions** non encore détenues par RED HOUSE.

Cette information est conforme à la Déclaration de Transparence du 9 août 2010, établie par RED HOUSE et concernant UNIBRA (numéro d'identification 0402-833-179).

Ce nombre d'actions est également conforme à la dernière Déclaration de Transparence publiée par UNIBRA en date du 11 août 2010, conformément à la Loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes.

Suivant ce qui nous a été rapporté, les 801.900 actions représentatives du capital social UNIBRA consistent, à la date du 30 juin 2010, en :

- 2.684 actions nominatives
- 381.387 actions au porteur
- 417.829 dématérialisées.

UNIBRA n'a émis aucun autre titre que les actions précitées.

4. EVALUATION DE L'EXPERT-INDEPENDANT

Sur la base des informations financières et opérationnelles qui nous ont été fournies par RED HOUSE et celles disponibles sur le marché, mais également au terme d'entretiens que nous avons pu avoir avec les dirigeants d'UNIBRA en vue de valider certaines hypothèses de travail ou paramètres, nous avons procédé à l'évaluation des actions visées par l'offre.

Ce chapitre comprend une description succincte des méthodes d'évaluation retenues et jugées pertinentes au regard de la nature et de l'activité de UNIBRA ainsi que les résultats des évaluations suivant les différentes méthodes retenues, en reprenant une description des éléments de fait et des hypothèses adoptés ainsi qu'une indication des sources utilisées.

La doctrine financière recommande de faire reposer tout travail d'évaluation sur une méthode multi-critères faisant référence tant à une approche dite "intrinsèque", fondée sur la méthode des DCF (Discounted Cash-Flow), qu'à une approche dite "analogique", fondée sur la méthode des "comparables boursiers" et la méthode des "transactions comparables".

Cela étant, UNIBRA ne publie pas de plan d'affaires, ni d'informations prévisionnelles. Par ailleurs, il n'existe aucune autre société, ou branche d'activités "comparable".

S'agissant d'évaluer des titres d'une société holding, seules les méthodes suivantes nous paraissent dès lors pertinentes, et susceptibles d'être retenues.

4.1. Méthode dite de l'Actif Net Réévalué (ANR)

UNIBRA est une société holding, dont le métier est de gérer des participations et plus généralement des actifs, dans les domaines industriel, immobilier et financier.

La méthode dite de l'Actif Net Réévalué (ANR) est une méthode qui trouve alors pleinement à s'appliquer, pour autant toutefois que le holding soit mature, ce qui est le cas.

Cette méthode s'intéresse à l'existant, en partant des comptes statutaires d'UNIBRA et filiales (et autres sociétés avec lesquelles il existe un lien de participation), et en faisant le point quant à la valeur intrinsèque de chacune des composantes du portefeuille d'activités, chaque actif, chaque composante des comptes.

Elle suppose que chacun des actifs considérés ait une valeur propre, indépendante de l'ensemble dans lequel il se trouve.

Cette approche est en outre indiquée du fait de l'existence d'associés externes¹ tant dans les activités industrielles au Rwanda et à Madagascar que dans une société immobilière.

¹ Pour tenir compte de l'existence d'intérêts minoritaires.

Cette méthode peut être résumée de la manière suivante :

Actif Net Réévalué	=	Actif Net comptable (comptes statutaires)
	+	Somme des Plus-Values Latentes (nettes des Moins-Values Latentes)
	-	Latences Fiscales Passives (impôt potentiel sur Plus-Values Latentes)
	+	Valeur Actuelle des Latences Fiscales Actives
	-	Valeur Actuelle des Frais de Fonctionnement du Holding

Nous prendrons donc comme point de départ les comptes statutaires (BGAAP) intermédiaires au 30 juin 2010, et procéderons aux ajustements que nous considérons pertinents.

En particulier, et pour ce qui concerne le portefeuille-titres, la revalorisation opérée sur les actifs existants au 30 juin 2010 se fera sur la base des cours relevés à la date du 13 août 2010. Cette date a été retenue par nos soins dans la mesure où elle coïncide avec la date adoptée par RED HOUSE pour l'actualisation de l'information des valeurs ou des cours à obtenir des tiers détenteurs des portefeuilles-titres. Cette manière de procéder permet de faire calquer le plus possible la valeur des actions aux réalités du moment.

De la même manière, ce sont les taux de change relevés à la date du 13 août 2010 qui ont été pris en considération pour convertir les actifs détenus en devises étrangères.

Lorsqu'il y a lieu, et pour toute clarté, nous ferons le lien avec les retraitements adoptés par UNIBRA à l'occasion de l'établissement des comptes consolidés et/ou de la publication de la "Valeur estimée" de l'action (voir chapitre 2 qui précède).

Nous aborderons successivement la méthodologie de revalorisation des actifs, et dans l'ordre de décroissance d'importance de leurs valeurs absolues :

- les portefeuilles-titres
- les actifs immobiliers
- les activités industrielles
- les participations de Private equity

pour ensuite prendre en considération :

- la valeur de la marque Skol
- la problématique des latences fiscales actives
- l'information des taux de change retenus
- les retraitements de consolidation
- les frais de fonctionnement du holding

4.1.1. Revalorisation des portefeuilles-titres

UNIBRA détient un portefeuille-titres composé d'actions, d'obligations (OLO et entreprises) et de parts de fonds communs de placement, détenus au travers de la maison-mère UNIBRA et de la filiale luxembourgeoise CIPARI.

Le portefeuille-titres détenu à la date du 30 juin 2010 a fait l'objet d'une revalorisation des actions, obligations et autres fonds communs de placement le composant, à leur valeur de marché à la date du 13 août 2010. Cette revalorisation a été documentée par les extraits de comptes émis par les tiers détenteurs ou autres dépositaires.

Nous n'avons pas retenu de latences fiscales passives sur le montant des plus-values latentes, au motif tant de l'immunisation fiscale des plus-values (qui seraient le cas échéant réalisées sur les actions), que de l'existence d'actifs fiscaux récupérables (sur lesquels les plus values le cas échéant réalisées sur les obligations, pourraient s'imputer).

Les portefeuilles-titres et assimilés détenus à la date du 30 juin 2010 par UNIBRA ont été revalorisés sur la base de leur valeur de marché à la date du 13 août 2010.

A noter que pour l'établissement et la publication par UNIBRA des comptes consolidés au 30 juin 2010 et le calcul de la "Valeur estimée", ce sont les cours au 30 juin 2010 qui ont été retenus.

4.1.2. Revalorisation des actifs immobiliers

Expertises diligentées à la demande de RED HOUSE

Le portefeuille-immobilier détenu par UNIBRA a fait l'objet d'expertises immobilières réalisées par des experts immobiliers indépendants mandatés par RED HOUSE, à savoir :

- un Expert-immobilier de renom², dont un des signataires est par ailleurs agréé IPI, établi à Bruxelles, pour les principaux biens immeubles détenus dans les filiales belges de UNIBRA;
- un Expert-immobilier de renom³, établi à Luxembourg, pour le bien immeuble détenu dans la filiale luxembourgeoise CIPARI;
- un Expert-forestier, pour l'évaluation des biens forestiers détenus dans la filiale TERREBOIS;
- un Notaire, pour deux habitations et quelques terres agricoles, propriétés de la filiale TERREBOIS.

² Rapport du 10 août 2010, faisant référence à la définition de Valeur de marché tirée du RICS "Red Book" 6^{ième} édition, savoir : "The estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in arm's-length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion".

³ Rapport du 30 juillet 2010 - L'estimation de la Valeur vénale a été réalisée sur base de l'approche par les revenus locatifs et en appliquant deux méthodes différentes : la capitalisation directe et l'actualisation des flux financiers futurs.

Les participations dans divers fonds immobiliers aux Etats-Unis, détenues via la filiale UNIBRUS Ltd, ont été évaluées par le gestionnaire (indépendant d'UNIBRA) de ces différents fonds.

Enfin, les trois propriétés détenues en République Démocratique du Congo ont été valorisées sur la base d'une capitalisation des loyers, suivant les informations communiquées par UNIBRA et qui sont à la base du calcul de la "Valeur estimée" publiée par celle-ci, et pouvant être considérées comme cohérentes avec le contexte local. Le coefficient de capitalisation retenu s'élève à 6X le loyer annuel brut de référence de chacun des biens détenus.

Hypothèses complémentaires adoptées

Afin d'utiliser de manière circonstanciée les rapports d'expertises mis à notre disposition dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous avons opéré une distinction entre les biens immobiliers détenus dans des filiales/véhicules spécialement y dédiés et les autres biens :

- les biens immobiliers détenus via les filiales/véhicules y dédiés ont été évalués sur la base de leur « valeur brute de marché » issue des expertises immobilières. C'est dire que nous avons fait l'hypothèse qu'une éventuelle aliénation de l'actif se ferait par la vente de la filiale/véhicule (« Share deal ») et qu'aucun droit de mutation immobilière ne s'appliquerait à la vente. Nous avons toutefois pris en considération les frais de transaction estimés à 2,5 % de cette valeur brute, ainsi qu'un impôt latent égal à 50 % de l'impôt (au taux de 33,99 % - seules des filiales belges sont concernées) calculé sur la plus-value latente⁴ ;
- les autres biens immobiliers sont évalués, sous l'hypothèse annexe d'aliénation d'actifs (« Asset deal ») à la "valeur nette de marché" issue des expertises immobilières, c'est-à-dire en tenant compte de frais de réalisation/transaction de 12,8 % pour les biens détenus en Belgique et de 10% pour les biens détenus au Luxembourg (taux suggérés par les experts-immobiliers mandatés). L'impôt latent sur plus-values latentes est pris en compte sauf si la société détenant le bien immobilier dispose de latences fiscales actives reportables et suffisantes à long terme.

Cas particuliers

- la filiale UNIBRIZE a pour objet la construction d'un immeuble à appartements dans le Brabant Wallon. Ce projet est actuellement en cours d'exécution, et l'achèvement prévu pour mars 2011. Dans son rapport d'évaluation, l'expert immobilier indépendant a appliqué la méthode dite de la « Valeur résiduelle », c'est dire qu'il a procédé à l'actualisation de la marge en fin de chantier, en tenant compte des coûts encore à engager et d'une valeur nette de revente estimée. Ce faisant, l'expert immobilier considère la marge comme intégralement acquise à ce jour.

⁴ La plus-value latente a été calculée comme la différence entre la Valeur brute de marché (nette des frais de transaction estimés à 2,5%) et la Valeur nette comptable de chaque bien, telle que reprise dans les comptes statutaires à la date du 30 juin 2010.

Nous avons quant à nous considéré qu'il convenait de limiter la marge attendue en fin de chantier compte tenu de l'avancement de la construction en cours au 30 juin 2010. Il existe en effet pour ce genre de projet un double risque : le risque de non réalisation de la marge escomptée du fait de coûts et dépassement imprévus, et le risque de non vente d'un ou plusieurs des 27 appartements.

- aucune latence fiscale passive n'a été calculée sur les plus-values latentes sur l'immobilier détenu en République Démocratique du Congo (R.D.C). Il ressort de nos entretiens avec les représentants d'UNIBRA que l'on peut considérer qu'UNIBRA n'aliénera pas ces actifs en question à un prix net d'impôts et frais divers de réalisation, qui soit inférieur à l'évaluation retenue. En tout état de cause, cette hypothèse retenue apparaît cohérente avec un contexte de cession de titres qui paraît le plus plausible eu égard aux contraintes fiscales locales.
- la filiale UFIDIA S.A. détient depuis 1984 sur un terrain agricole en R.D.C. un certificat d'enregistrement valable jusqu'en 2021. Compte tenu de l'absence de perspectives de valorisation, la participation a été revalorisée à concurrence de la Valeur de l'actif net comptable.

Les actifs immobiliers détenus par UNIBRA ont été revalorisés sur la base des expertises indépendantes réalisées à la demande de RED HOUSE, en prenant en compte de manière circonstanciée les latences fiscales et autres particularités considérées comme pertinentes en fonction des cas d'espèce.

4.1.3. Revalorisation des activités industrielles

Les informations reprises dans le Rapport financier semestriel au 30 juin 2010 (voir annexe 4) sont les suivantes. Elles ont été utilisées dans nos travaux :

« La société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda, détenue à 51% par Unibra, a débuté en mars 2010 ses activités de production et commercialisation sur un mode mineur.

La Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM), détenue à 40,66% par Unibra et prête à démarrer, est privée d'activités faute d'avoir obtenu « l'autorisation d'opérer » émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs à ce jour non explicités. Les démarches sont entreprises au plus haut niveau pour tenter de trouver une issue favorable à ce problème. En attendant, des mesures conservatoires ont été prises pour réduire les frais de fonctionnement. Cet investissement fait l'objet d'une couverture auprès de l'Office National du Ducreur qui a été informé de la situation.

Les Royalties encaissées par la filiale à 50%, Skol Development Africa, sur les ventes de Skol en République Démocratique du Congo et en Guinée Conakry sont en progression de 2% au 1^{er} semestre 2010 par rapport à la même période en 2009. En dehors du Rwanda, la marque Skol n'a été implémentée dans aucun autre pays africain durant la période sous revue ».

Il en a résulté la méthodologie qui suit :

- la société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda, détenue à 51 % par UNIBRA, a débuté ses activités de production et de commercialisation en mars 2010, et présente des résultats en deçà du business plan initial. Nous avons maintenu la participation (comptabilisée dans les comptes statutaires) dans cette activité brassicole à sa valeur historique d'acquisition, au motif que les comptes consolidés d'UNIBRA au 30 juin 2010, arrêtés par le Conseil d'Administration, ne font pas état d'amortissements exceptionnels sur le goodwill d'acquisition⁵.
- la Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM), détenue à 40,66 % par UNIBRA n'a pas encore pu être mise en exploitation. Pour tenir compte de l'incertitude liée au démarrage de l'activité, nous avons ramené la valeur de cette participation à la quote-part détenue par UNIBRA dans ses capitaux propres. Nous n'avons par ailleurs pas tenu compte des coûts de redémarrage qui seront incontestablement à supporter.
- les incertitudes telles que reprises ci-dessus nous ont conduit à revaloriser les autres participations dans les sociétés industrielles périphériques⁶, dépendant de la bonne marche des activités brassicoles localisées au Rwanda et à Madagascar, à leur valeur de quote-part dans les capitaux propres au 30 juin 2010.

Les participations industrielles ont été évaluées sur la base de l'"état de la situation" communiqué par UNIBRA, au travers de l'information semestrielle 2010. Pour BMC (Rwanda), l'évaluation proposée conduit au maintien de la valeur d'investissement. A noter que les comptes consolidés UNIBRA au 30 juin 2010, et, partant, la "Valeur estimée" sont affectés par les pertes réalisées depuis l'entrée de BMC dans le périmètre. Pour NBM (Madagascar), notre évaluation est cohérente avec le traitement adopté dans les comptes consolidés au 30 juin 2010.

⁵ IAS36 prescrit que des amortissements exceptionnels doivent être comptabilisés en cas d'observation d'indices de dépréciation, et ce même à la date de la situation comptable semestrielle.

⁶ General Supplies, S.I.E., Genra.

4.1.4. Revalorisation des participations Private Equity

Les participations minoritaires d'UNIBRA dans des sociétés non cotées ont été revalorisées de manière circonstanciée, au cas par cas, et comme suit :

- **Media Participations Paris S.A à F-75018 Paris (33.571 actions sur un total de 901.686, soit 3,72%) :**

La valorisation que nous avons retenue l'est par référence à une transaction de novembre 2008, à l'occasion de laquelle UNIBRA avait cédé la moitié de ses titres à l'actionnaire majoritaire, au prix de 288,35 Eur/action.

A noter que la quote-part possédée par UNIBRA dans les capitaux propres consolidés (part du groupe) de Media Participations Paris S.A. au 31 décembre 2009 s'élève à quelque 156 Eur/action Media Participations Paris S.A.

La valorisation retenue par nos soins est conforme à la valeur retenue pour les comptes consolidés d'UNIBRA, et, partant, pour la "Valeur estimée" publiée.

- **Zentech S.A. à 4031 Angleur (24.533 actions sur un total de 220.781, soit 11,11%).**

La valorisation retenue est celle des capitaux propres par action à la date du 31 décembre 2009, soit 8,89 Eur. Elle ne tient pas compte de la valorisation à la base de l'augmentation de capital (18 Eur) intervenue en août 2009 et à laquelle UNIBRA n'a pas participé. La valorisation par référence à l'actif net comptable se justifie par la situation tendue de trésorerie dans laquelle se trouve apparemment la société ainsi que les pertes réalisées au cours des deux derniers exercices clôturés.

La valorisation retenue par nos soins est par ailleurs supérieure à celle retenue pour les comptes consolidés d'UNIBRA.

- **Euroscreen S.A.⁷ à 6041 Gosselies (44.040 actions sur un total de 1.074.433, soit 4,10%).**

Nous avons repris cette participation pour la valeur de la quote-part détenue dans les capitaux propres au 31 décembre 2009, soit 8,74 Eur/action.

Cette participation a été maintenue par UNIBRA tant dans ses comptes statutaires que consolidés à sa valeur historique d'acquisition⁸, soit 5,87 Eur/action Euroscreen.

La valorisation retenue par nos soins est dès lors supérieure à celle retenue tant pour les comptes statutaires que consolidés d'UNIBRA.

⁷ A noter que la soussignée est commissaire de la S.A. EUROSCREEN.

⁸ Comprenant notamment un remboursement de capital social et de prime d'émission en 2007.

Les participations dites de Private Equity ont été évaluées de manière circonstanciée, sur la base des informations disponibles.
Les valeurs que nous avons retenues sont supérieures ou égales aux valeurs reprises dans les comptes statutaires et consolidés.

4.1.5. Revalorisation de la marque Skol

La marque Skol n'est exprimée ni dans les comptes statutaires, ni dans les comptes consolidés établis suivant le référentiel IFRS.

Nous avons dès lors revalorisé la marque (indirectement, en revalorisant les participations dans lesquelles les royalties sont encaissées), sur la base de la même approche que celle adoptée par UNIBRA dans le calcul de la "Valeur estimée" au 30 juin publiée, soit en appliquant un multiple de 5 aux revenus de royalties générés par la marque (part du groupe).

Cette approche est validée par la doctrine financière, qui la recommande lorsque le droit d'usage de la marque est concédé à des tiers.

Nous n'avons pas retenu de latences fiscales passives.

4.1.6. Latences fiscales actives

Nous avons considéré les actifs fiscaux issus, entre autres de l'existence de reports de pertes fiscales et intérêts notionnels, et les avons valorisés sur la base de la même méthodologie que celle adoptée dans les comptes consolidés au 30 juin 2010 établis conformément au référentiel IFRS.

A noter que la société faitière UNIBRA n'active pas de latences fiscales à l'occasion de l'établissement de ses comptes consolidés, dans la mesure où il n'est pas prévu de base taxable dans un avenir proche.

4.1.7. Taux de change adoptés

UNIBRA détient des participations dont les comptes sont établis en monnaies locales (activités brassicoles au Rwanda et à Madagascar) et en USD.

Pour calquer le plus possible avec la réalité du moment, mais également pour être cohérent avec l'évaluation du portefeuille-titres (cfr point 4.1.1.), nous avons retenu les taux de change applicables à la date du 13 août 2010, pour la conversion en Eur des actifs détenus en devises étrangères.

4.1.8. Retraitements de consolidation

Deux écritures sont prises en compte dans les comptes consolidés (IFRS), sans l'être dans les comptes statutaires (BGAAP). Partant des comptes statutaires, nous nous sommes posé la question de la pertinence de leur rattachement extra-comptable aux comptes statutaires à la base de notre évaluation:

- une dotation aux réductions de valeur est comptabilisée sur une créance de 410 KEur datant de 1990 et détenue à charge du Ministère des Finances – Administration des Contributions Directes qui la conteste, au motif d'incertitudes liées à son remboursement. Nous l'avons répercutée sur l'actif net statutaire au 30 juin 2010. Aucune latence fiscale active n'est à prendre en considération eu égard à la non déductibilité fiscale de la charge y liée.
- la filiale TERREBOIS, qui a déjà acquis 40% dans la société immobilière UNI-INVEST, détient une option d'achat sur 10% supplémentaires. L'exercice de l'option d'achat est acquis et déjà comptabilisé en comptes consolidés (avec la dette y afférente). Nous l'avons intégré aux comptes statutaires de référence, même si sans effet sur l'Actif Net Réévalué.

Nous avons, extra-comptablement, pris en considération ces deux écritures dans les comptes statutaires au 30 juin 2010 à la base de notre évaluation.

4.1.9. Valeur actuelle des frais de fonctionnement de la Holding

Les frais de fonctionnement annuels ont été estimés à quelque 1.050.000 Eur (hors latences fiscales actives). Ces coûts de fonctionnement sont principalement exposés dans la société-mère.

Conformément aux méthodologies habituellement adoptées, nous les avons actualisés, nets d'économies d'impôts⁹, comme une perpétuité.

Le taux d'actualisation utilisé reflète le rendement annuel attendu par un investisseur effectuant un placement dans un actif financier présentant un degré identique de risque. Un taux de croissance annuel a été appliqué dans le calcul d'actualisation.

⁹ Le fait de reprendre ces Frais de Fonctionnement nets de latences fiscales pourrait paraître en contradiction avec le fait qu'aucune latence fiscale active n'est comptabilisée dans les comptes consolidés IFRS (sur la société faîtière UNIBRA). Il n'y a en réalité pas de contradiction dès lors que l'actualisation de ces Frais de Fonctionnement se fait sur une très longue période de temps (capitalisation infinie) alors que la situation fiscale d'UNIBRA est réexaminée chaque année, et que pour l'instant, il n'y a pas matière à activer des latences fiscales.

4.1.10. Valeur par action obtenue suivant la méthode de l'Actif Net Réévalué

<u>Actif Net Réévalué :</u>	137.383.427,40 Eur
Nombre d'actions	801.900
<u>Valeur par action</u>	<u>171,32 Eur/action</u>

4.2. Réévaluation des capitaux propres (part du groupe) consolidés

Corroborer une évaluation par référence aux capitaux propres consolidés, c'est aborder une approche plus globale, davantage hybride, mais qui mérite d'être retenue, ne fût-ce qu'à titre de valeur de recoupement.

Capitaux propres consolidés (part du groupe) par action :

UNIBRA établit des comptes consolidés en normes IFRS. Ceux-ci font l'objet d'une certification externe, par le commissaire du groupe, aux dates des 30 juin et 31 décembre.

Le rapport financier semestriel publié fait état d'une valeur de capitaux propres consolidés (part du groupe) au 30 juin 2010 de

166,93 Eur/action
=====

qui, rappelons-le, intègrent la revalorisation des portefeuilles-titres à la date du 30 juin 2010.

Cela étant, même avec des états financiers sous référentiel IFRS, il demeure nécessaire, pour estimer la valeur de marché du patrimoine, d'étudier et de corriger les valeurs des éléments d'actif et de passif qui ne seraient pas comptabilisés à leur juste valeur, afin de déterminer l'actif net comptable consolidé réévalué (ANconsoR), c'est-à-dire la valeur comptable des capitaux propres IFRS consolidés, corrigée des plus-ou moins values latentes.

UNIBRA a procédé à cette réévaluation, et nous également :

Valeur réévaluée estimée par UNIBRA :

Cet exercice de revalorisation est mis en œuvre semestriellement par UNIBRA, à l'occasion de la publication de la "Valeur estimée" de l'action.

Pour ce faire, le Conseil d'Administration part des capitaux propres (part du groupe) consolidés IFRS, et prend systématiquement en considération :

- des corrections sur la valeur des immeubles (sur la base d'une évaluation interne, sans toutefois intégrer latences fiscales et frais de transactions)

- ce qu'il considère être la juste valeur de la marque Skol (sur la base des royalties encaissées, et sans latences fiscales passives).

Le rapport financier semestriel publié fait état d'une "Valeur estimée" de l'action UNIBRA au 30 juin 2010 de

180,22 Eur/action
=====

(voir chapitre 2, in fine)

Valeur réévaluée estimée par BST :

La base de valorisation consiste donc en les capitaux propres (part du groupe) consolidés au 30 juin 2010 auxquels nous avons rajouté les éléments suivants :

- les corrections de valeur sur les immeubles sur la base du résultat de l'évaluation des Experts-immobiliers indépendants¹⁰, et des mêmes hypothèses annexes que celles adoptées dans la méthode de l'Actif Net Réévalué (cfr point 4.1.2),
- la valorisation de la marque Skol, non exprimée dans les comptes IFRS, suivant la méthode de valorisation retenue dans le cadre du calcul de la "Valeur estimée" publiée semestriellement par UNIBRA, soit 5X les revenus bruts (en part du groupe) des royalties encaissées,
- la revalorisation de la participation détenue dans la SA Euroscreen sur la base de la quote-part détenue par UNIBRA dans les capitaux propres au 31 décembre 2009.

Dans un souci d'uniformisation et de cohérence par rapport à la méthode utilisée au point 4.1 qui précède (méthode de l'Actif Net Corrigé), nous avons également :

- revalorisé le portefeuille-titres détenu par UNIBRA au 30 juin 2010 sur la base des cours au 13 août 2010 en tenant compte des mouvements du portefeuille ainsi que, le cas échéant, des dividendes perçus ;
- utilisé les taux de change au 13 août 2010 pour calculer les écarts de conversion au 30 juin sur les actifs détenus par UNIBRA en devises étrangères.
- pris en compte les principaux facteurs de décote de holding, généralement admises par la doctrine financière, et plus particulièrement dans le cas d'UNIBRA, l'actualisation des Frais de Fonctionnement inhérents à la gestion des participations.

Elle aboutit à attribuer à l'action UNIBRA la valeur de

171,20 Eur/action
=====

¹⁰ Y inclus les latences fiscales sur les plus-values latentes constatées le cas échéant.

Sur la base des résultats obtenus, nous considérons que l'approche par la méthode de réévaluation des capitaux propres (part du groupe) consolidés (point 4.2) permet de confirmer les résultats obtenus suivant la méthode de l'Actif Net Réévalué (point 4.1). Les différences constatées ne sont pas significatives et permettent ainsi de considérer la méthode de l'Actif Net Réévalué comme une méthode adéquate et pertinente pour la valorisation d'UNIBRA.

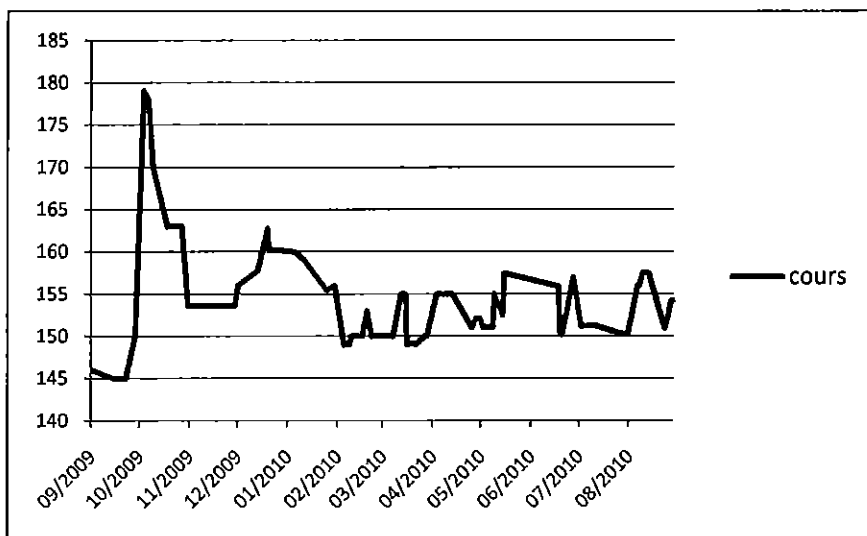
4.3. Analyse du cours de bourse

Les actions UNIBRA sont cotées sur Euronext Bruxelles (code BE0003064574).

Le cours de bourse actuel et son évolution au cours des 12 derniers mois sont des références pertinentes pour l'évaluation d'une société cotée.

Nonobstant le fait que le titre UNIBRA présente une liquidité très faible, le cours de bourse reste une référence pour les actionnaires minoritaires et est donc pris en compte comme référence de valorisation.

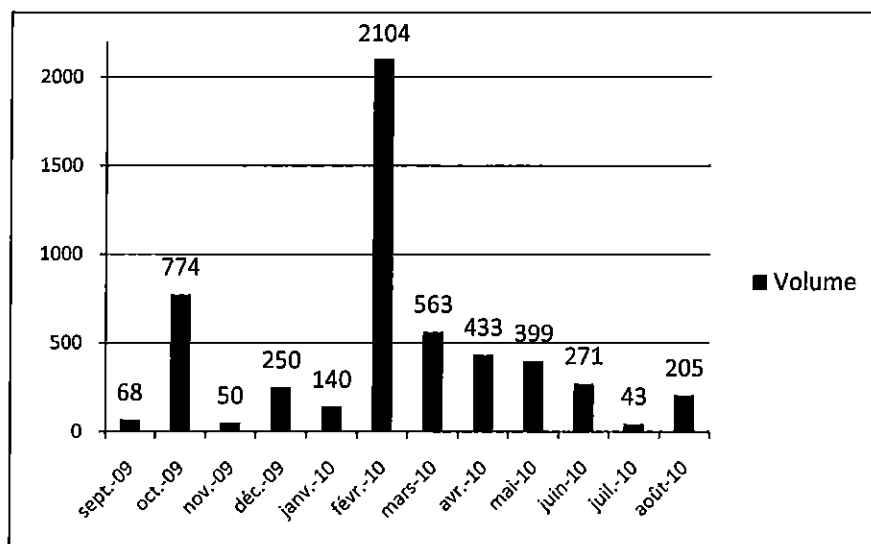
Au cours des 12 derniers mois, les cours de l'Action sur Euronext Brussels a évolué comme suit :



Le cours de clôture au 3 septembre 2010 est de

151,20 Eur/action.
=====

Le graphique ci-dessous reprend les volumes mensuels du Titre UNIBRA pour l'année écoulée :



Le total des volumes traités en bourse pour la période du 1^{er} septembre 2009 au 31 août 2010 s'élève à 5.300 actions.

4.4. Conclusions sur l'évaluation de l'Expert-indépendant

Nos diligences nous amènent à attribuer à l'action UNIBRA la valeur de

171,32 Eur/action.
=====

Cette Valeur est supérieure au cours de bourse au 3 septembre 2010, par rapport auquel elle représente une prime de quelque 13%.

Cette valeur est inférieure au prix proposé par RED HOUSE (voir chapitre 5), soit 182,50 Eur/action, qui présente donc une prime de l'ordre de 6,5%.

5. ANALYSE DU TRAVAIL D'ÉVALUATION RÉALISÉ PAR L'OFFRANT

La société anonyme de droit luxembourgeois RED HOUSE nous a remis le projet de rapport d'évaluation suivant de UNIBRA.

Ce rapport a été établi par la société anonyme PETERCAM, Conseiller de l'offrant et Etablissement guichet pour la présente opération.

CHAPITRE III – JUSTIFICATION DU PRIX DE L'OFFRE

1. Justification du Prix de l'Offre

Pour déterminer le Prix offert par Action, l'Offrant a utilisé différentes méthodes pertinentes au regard de la nature et des activités d'UNIBRA. S'agissant d'une offre publique de reprise sur une société holding, l'Offrant a déterminé le Prix par référence à l'actif net réévalué (ANR). En effet, ce critère est le plus approprié en l'espèce étant donné le caractère patrimonial d'une société holding. D'autres méthodes d'évaluation ont été envisagées par l'Offrant (voir infra), mais ces méthodes d'évaluation sont moins pertinentes et moins favorables aux détenteurs d'Actions.

L'Offrant n'a appliqué aucune décote globale sur l'actif net réévalué, bien que le marché boursier applique traditionnellement une telle décote sur les sociétés holdings et qu'une décote soit fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire sur une société holding.

2. Calcul de l'actif net réévalué (ANR)

Cette méthode vise à estimer la valeur des fonds propres d'une société sur la base d'une réévaluation de ses actifs et passifs à une valeur de marché estimée. Cette réévaluation a été faite sur la base des comptes statutaires des sociétés du Groupe en date du 30 juin 2010, à l'exception du portefeuille titres qui lui, a été valorisé en date du 13 août 2010 (voir infra). A noter également que les taux de change pris en compte dans le calcul de l'actif net réévalué sont fixés au 13 août 2010.

Comme détaillé ci-dessous, chaque élément de l'actif et du passif a été évalué suivant les méthodes les plus appropriées, avec la marge d'appréciation inhérente à toute évaluation.

L'approche suivie par l'Offrant a été de procéder à une réévaluation des comptes statutaires d'UNIBRA et des différentes sociétés détenues par UNIBRA.

Pour ce faire, les ajustements suivants ont été pris en compte par l'Offrant:

2.1. Actifs Immobiliers

Les six principaux actifs immobiliers détenus par le Groupe UNIBRA en Belgique ont fait l'objet d'une évaluation indépendante par Pricewaterhouse Coopers Enterprise Advisory cvba/sprl ("PwC Belgique"). L'actif immobilier détenu au Luxembourg par Cipari SA a

quant à lui fait l'objet d'une évaluation indépendante par Pricewaterhouse Coopers S.à.r.l. ("PwC Luxembourg"). Ces valorisations, dont les résultats ont été fournis à l'Offrant respectivement le 10 août 2010 et le 30 juillet 2010, fournissent des estimations de valeurs de marché selon la définition du RICS 'Red Book' 6th Edition, c'est-à-dire « le montant estimé pour lequel la transaction d'achat aurait lieu à la date d'évaluation, entre parties indépendantes, agissant de façon prudente, dans leur intérêt propre, et en connaissance de cause après une période de marketing et de recherche d'investisseurs. »

De plus, la prise en compte de ces actifs immobiliers dans l'actif net réévalué a été faite en appliquant les principes suivants :

- *Lorsqu'un actif est détenu dans un véhicule dédié ("special purpose vehicle") dont il constitue le principal actif, il est supposé que l'éventuelle aliénation du bien se fasse par le biais d'une vente du véhicule dédié (« Share Deal »). Dans ce cas, des frais de transaction estimés à 2,5 % sont pris en compte ainsi qu'une latence fiscale égale à 50 % de l'impôt sur les sociétés calculé sur la plus-value latente issue de la valeur estimée du bien et, en l'espèce, de la valeur qui a été déterminée respectivement par PwC Belgique et PwC Luxembourg. Ceci reflète une pratique du marché immobilier belge selon laquelle, dans l'hypothèse de la vente d'un véhicule dédié, un partage se fait entre l'acheteur et le vendeur de la latence fiscale qui apparaîtrait éventuellement à la liquidation du véhicule ou dans le cas de la vente future de l'actif immobilier par le véhicule dédié.*
- *Dans le cas de la vente d'un actif (« Asset Deal »), c'est-à-dire en cas d'aliénation de l'actif immobilier lui-même, les frais de transaction (en ce compris les droits d'enregistrement et les frais notariés) sont estimés par PwC à 12,8 % pour les actifs belges (situés à Bruxelles ou en Wallonie) et à 10 % pour les actifs luxembourgeois, et la totalité de la latence fiscale est prise en compte.*

Le Groupe UNIBRA détient également des biens forestiers dans la province du Hainaut, ainsi que deux habitations et quelques terres agricoles dont la valeur a été estimée par experts spécialisés en ces matières. Ces actifs sont logés dans la société Terrebois SA.

Le Groupe UNIBRA possède via sa filiale Unibrus Ltd. des participations minoritaires dans divers partnerships aux Etats-Unis. La valorisation de ces participations a été basée sur les informations fournies par le gestionnaire indépendant de ces partnerships, la société M&J Wilkow Ltd.

Enfin, le Groupe UNIBRA détient trois propriétés immobilières à Kinshasa (République Démocratique du Congo). Ces actifs ont été évalués sur la base des loyers annuels bruts, auxquels un coefficient de capitalisation de 6 a été appliqué.

2.2. Portefeuille titres

Le Groupe détient un portefeuille titres constitué essentiellement d'actions, d'obligations et de fonds communs de placement. Ce portefeuille est logé principalement dans la société UNIBRA, et, dans une moindre mesure, dans la société Cipari SA. La valeur du portefeuille a été estimée sur la base de la valeur de clôture et, le cas échéant, d'une estimation de valeur fournie par le gestionnaire du fonds, en date du 13 août 2010.

2.3. Participations Private Equity

En date du 30 juin 2010, le Groupe détenait des participations dans les sociétés privées suivantes :

- **Media Participations Paris SA**

Le Groupe détient 33.571 actions sur un total de 901.686 (3,72 %). Ces actions ont été valorisées à 288,35 EUR par action. Il s'agit du prix de la transaction du 20 novembre 2008 au cours de laquelle le Groupe avait cédé la moitié de ses titres à l'actionnaire majoritaire de Media Participations Paris SA

- **Zentech SA**

Le Groupe détient 24.533 actions sur un total de 220.781 (11,11 %). Ces actions ont été valorisées à 8,89 EUR par action sur la base de la valeur des fonds propres par action de la société au 31 décembre 2009. Cette approche se justifie par les pertes financières de cette société et ses perspectives incertaines.

- **Euroscreen SA**

Le Groupe détient 44.040 actions sur un total de 1.074.433 (4,10 %). Ces actions ont été valorisées à 5,87 EUR par action. Il s'agit du prix moyen d'acquisition de ces actions par UNIBRA. Cette approche se justifie par la visibilité réduite des perspectives de l'entreprise.

A noter que des frais de transaction de 2,5 % ont été pris en compte en déduction de ces valeurs.

L'évaluation de ces trois participations est en ligne avec les méthodes utilisées par UNIBRA à l'exception de la prise en compte de frais de transaction.

2.4. Activité industrielle

L'activité industrielle a été valorisée sur la base des mêmes méthodes que celles utilisées lors de l'établissement de la valeur estimée faite par UNIBRA elle-même. Etant donné l'incertitude liée aux développements de l'activité industrielle du Groupe, comme décrit dans le rapport semestriel du 30 juin 2010, le principe général suivi pour l'évaluation des sociétés industrielles a été de baser celle-ci sur la valeur nette comptable des sociétés en date du 30 juin 2010. Deux exceptions ont été faites à ce principe :

- en ce qui concerne la valorisation de la marque Skol : celle-ci n'étant pas valorisée dans la valeur nette comptable du Groupe UNIBRA, des principes semblables à ceux appliqués dans le calcul de la valeur estimée semestrielle publiée par le Groupe ont été suivis, à savoir l'application d'un coefficient de 5 aux revenus de royalties nets annuels générés par la marque;
- le goodwill d'acquisition lié à la société Zubisko Trading Ltd (d'une valeur de 3,4m EUR), repris uniquement dans les comptes consolidés du Groupe UNIBRA, a été maintenu dans la valorisation de l'actif net réévalué.

2.5. Autres actifs

Certains actifs et passifs détenus par UNIBRA ou Cipari SA ne peuvent pas être alloués directement aux catégories ci-dessus. Ces actifs incluent principalement des éléments de fonds de roulement ainsi que les liquidités de ces deux sociétés et des sociétés S.I.E. SA, S.I.D. Luxembourg SA, S.D.A. SA, S.I.D. Limited et Unibrus Limited.

La société mère UNIBRA détient une créance de 409.862 EUR sur l'Etat belge au titre d'une quotité forfaitaire d'impôt étranger (QFIE) datant de 1990 et rejetée par l'administration fiscale. En ligne avec les règles d'évaluation d'UNIBRA, cet actif éventuel n'est pas pris en compte dans l'actif net réévalué vu l'incertitude des procédures judiciaires en cours.

A noter également que les actifs fiscaux issus de pertes reportées ont été pris en compte dans l'actif net réévalué de certaines sociétés et sont dès lors répartis dans les catégories ci-dessus. Ces actifs fiscaux ont été définis selon la même méthodologie de valorisation que celle suivie dans le cadre des comptes consolidés du Groupe.

2.6. Conclusion

Sur cette base, une répartition de la valeur estimée totale du Groupe est présentée dans le tableau ci-dessous.

Eléments de l'actif net	Valeur estimée totale [EURm] ¹⁾
Actifs immobiliers	29,9
Terrebois s.a.	24,8
Immobilier congolais	2,6
Cipari s.a.	1,1
Unibrus Ltd	1,5
Portefeuille titres	73,9
Unibra s.a.	54,9
Cipari s.a.	19,0
Private Equity	9,9
Actifs Industriels	19,3
Actifs nets non alloués	13,3
Total Actif Net réévalué	146,3
Total Actif Net réévalué par action (euros/action)	182,50

1) Sauf pour l'actif net réévalué total par action

Note : la répartition de l'ANR présentée ci-dessus est basée sur l'allocation de l'ANR des sociétés en fonction de leur activité. La trésorerie détenue par les sociétés Unibra SA, Cipari SA, S.I.E. SA, S.I.D. Luxembourg SA, S.I.D. Limited, Unibrus Limited et S.D.A. SA se trouve dans les actifs nets non alloués.

Il est souligné que l'actif net réévalué tel que calculé ci-dessus ne tient pas compte des éléments suivants, qui sont de nature à en diminuer la valeur :

- Les frais de fonctionnement de la structure de holding: ces frais ne sont pas reflétés dans le calcul de l'actif net réévalué alors que l'Offrant estime que les frais annuels de fonctionnement de la structure de holding s'élèvent à environ 1.050.000 EUR avant taxes.
- Les frais éventuels de réalisation d'actifs: ceux-ci ont été, comme il est d'usage, pris en compte dans la valorisation des actifs immobiliers et des participations Private Equity

alors qu'aucun frais de réalisation d'actif n'a, par contre, été pris en compte pour les autres actifs.

- Le boni de liquidation: en cas de liquidation, un impôt en principe de 10 % devrait être payé sur le boni de liquidation et aucun boni de liquidation n'a été pris en considération dans l'évaluation de l'actif net réévalué faite par l'Offrant.
- Le caractère non liquide et difficilement réalisable des actifs brassicoles.

3. Appréciation du Prix selon différentes méthodes d'évaluation

Comme indiqué ci-dessus, pour apprécier le Prix offert par Action, l'Offrant a utilisé différentes méthodes, notamment :

- la comparaison aux cours de bourse historiques;
- la valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA;
- les décotes de holding observées sur NYSE Euronext Bruxelles, et
- la décote historique d'UNIBRA par rapport à sa valeur estimée.

La valorisation d'UNIBRA selon ces méthodes est reprise ci-dessous.

D'autres approches de valorisation (multiples de transactions récentes, multiples des sociétés cotées comparables, actualisation des dividendes futurs) n'ont pas été retenues dans le cadre de l'Offre, celles-ci étant estimées non pertinentes.

3.1. Comparaison du Prix aux cours de bourse historiques

Le tableau ci-dessous reprend les cours de clôture, les plus bas et les plus hauts, ainsi que les moyennes des cours de clôture auxquels les Actions ont été échangées sur différentes périodes précédant la date d'annonce de l'Offre. Ce tableau n'inclut pas les transactions réalisées par l'Offrant hors bourse.

Période	Début de période	Fin de période	Cours de clôture		Cours de clôture moyen	Prime de l'Offre
			Le plus bas	Le plus haut		
Cours de clôture au (26 août 2010)		26/08/2010			151,00	21%
1 mois	27/07/2010	26/08/2010	150,30	157,50	154,44	19%
3 mois	27/05/2010	26/08/2010	150,20	157,50	152,33	20%
6 mois	27/02/2010	26/08/2010	149,01	157,50	153,01	10%
12 mois	27/08/2009	26/08/2010	145,00	179,00	152,39	20%

Source : Bloomberg, analyse Petercam

L'Offre implique une prime comprise entre +18 % et +21 % par rapport aux différentes références du cours de bourse reprises dans le tableau. Il convient cependant de relativiser la référence au cours de bourse dans le cadre de l'Offre, dans la mesure où le flottant réduit de l'Action (4,7 %) donne lieu à une liquidité très faible du titre UNIBRA. La faible liquidité des Actions sur le marché est illustrée par le tableau suivant :

Période	Volumes quotidiens moyens	
	Nb d'actions	En valeur [EUR]
1 mois	7,7	1.189
3 mois	7,4	1.129
6 mois	14,6	2.236
12 mois	20,3	3.089

Source : Icf, analyse Petercam

3.2. La valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA

La valeur estimée est établie semestriellement par UNIBRA sur la base des actifs nets des différentes sociétés du Groupe. Cette valeur calculée par la Société Visée diffère du calcul d'actif net réévalué ayant servi à la détermination du Prix sur les éléments suivants :

- Alors que la valeur estimée par UNIBRA part des comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2010, l'actif net réévalué se base sur une réévaluation des comptes statutaires d'UNIBRA à cette même date.
- En ce qui concerne les immeubles, une valeur de marché, établie sur la base d'évaluations internes, est retenue. Dans le cadre de l'actif net réévalué, des valorisations d'experts extérieurs ont été retenues. Contrairement à l'actif net réévalué, la valeur estimée ne tient pas compte de frais de transactions.
- Le portefeuille-titres est valorisé dans les deux cas au cours de la Bourse pour les titres cotés. La date d'évaluation est le 30 juin 2010 pour la valeur estimée et le 13 août 2010 pour l'actif net réévalué.
- La valeur estimée ne tient pas compte de frais de transaction pour ce qui concerne les participations Private Equity.

La valeur estimée par UNIBRA au 30 juin 2010 s'élève à 144,5 millions d'euros, soit une valeur de 180,22 EUR par Action. Le Prix de l'Offre, soit 182,50 EUR présente une prime de 1,3 % par rapport à la valeur estimée par UNIBRA.

3.3. Les décotes de holding observées sur Euronext Brussels

Traditionnellement, on observe une décote du cours de bourse des holdings cotés par rapport à leur valeur intrinsèque. Cette décote s'explique notamment par :

- les frais de structure de la holding;
- les frais de transaction engendrés par la gestion du portefeuille d'actifs; et
- les pertes fiscales au niveau des sociétés du Groupe.

La décote moyenne observée sur les principaux holdings cotés sur Euronext Brussels, comme l'indique le tableau ci-dessous, est de 24,00 % en date du 26 août 2010. Il faut signaler qu'il n'est pas certain que les actifs nets réévalués calculés par les différentes sociétés holdings soient établies sur la base de critères rigoureusement identiques.

Sociétés	Prix de l'action (26/08/2010)	Actif net réévalué par action (16/08/2010)	Décote
CNP	35,60	47,79	25,51%
GBL	57,89	78,67	28,41%
GIMV	37,43	40,00	6,43%
Sofina	61,45	98,58	37,66%
Moyenne			24,00%

Source : Estimations de l'actif net réévalué par action par Petercam Equity Research

Il est rappelé que l'actionnaire désireux de se défaire des actions qu'il détient dans un holding coté n'a normalement accès qu'à la cession de ces actions au cours de bourse. Comme précisé plus haut, le Prix proposé par l'Offrant présente non pas une décote mais une prime de 1,3 % par rapport à la valeur estimée semestriellement par UNIBRA.

3.4. La décote historique d'UNIBRA par rapport à sa valeur estimée

Comme indiqué plus haut, UNIBRA calcule semestriellement une valeur estimée de son actif net. Le tableau ci-dessous reprend les valeurs estimées publiées par UNIBRA, son cours de bourse à la même date ainsi que la décote observée.

	Valeur estimée [EUR/action]	Cours de bourse [EUR/action]	Décote observée
30 juin 2007	172,14	116,00	-32,6%
31 décembre 2007	172,38	102,10	-40,8%
30 juin 2008	193,99	143,00	-26,3%
31 décembre 2008	181,98	139,99	-23,1%
30 juin 2009	179,98	143,75	-20,1%
31 décembre 2009	184,67	160,20	-13,3%
30 juin 2010	180,22	156,98	-12,8%
		moyenne	-24,1%

4. Synthèse

L'Offrant a déterminé le Prix par référence à l'actif net réévalué. Ce critère est le plus approprié dans le cas de sociétés holding.

Aucune décote n'a été appliquée globalement sur l'actif net réévalué, bien que le marché boursier applique traditionnellement une décote sur les sociétés holdings et qu'une décote soit fréquemment prise en compte dans le cadre d'une offre publique ordinaire sur une société holding.

Le Prix offert par l'Offrant représente une prime située entre 18 % et 21 % par rapport au cours de bourse historique d'UNIBRA, en fonction de la période de référence prise en considération. Il représente une prime de 1,3 % par rapport à la valeur estimée de l'actif net calculée par UNIBRA au 30 juin 2010.

En notre qualité d'Expert-indépendant, nous avons procédé à l'évaluation de la pertinence et de la bonne application des méthodes de valorisation retenues par RED HOUSE.

Méthodes d'évaluation appliquées

La méthodologie appliquée pour la fixation du Prix offert par RED HOUSE, et jugée la plus appropriée par ses soins, repose sur le calcul de l'Actif Net Réévalué d'UNIBRA.

Cette méthode a ensuite fait l'objet de recoupement avec d'autres.

Nous confirmons que la méthode de l'Actif Net Réévalué trouve pleinement à s'appliquer dans le cadre de l'évaluation d'une société Holding mature.

Pertinence des principales hypothèses retenues par RED HOUSE dans le cadre de l'application de la méthode de l'Actif Net Réévalué

Les hypothèses retenues par RED HOUSE dans le cadre de l'application de la méthode de l'Actif Net Rectifié ont été examinées et considérées comme adaptées au cas d'espèce.

Celles-ci concernent principalement :

- la revalorisation du portefeuille-titres détenu au 30 juin 2010 sur la base de la valeur de marché à une date plus récente, à savoir le 13 août 2010, pour tenir compte des éventuelles variations de cours entre ces deux dates ;
- l'utilisation de travaux d'Experts-immobiliers indépendants pour la revalorisation des actifs immobiliers d'UNIBRA ;
- la prise en compte d'un passif d'impôt latent sur les plus-values latentes sur les actifs immobiliers, conformément aux méthodes généralement admises et/ou tenant compte de la situation fiscale des sociétés détenant les actifs visés ;
- la revalorisation des participations en "Private Equity" tenant compte de valeurs de transactions récentes et/ou tenant compte de la situation financière particulière actuelle de chacune d'elles ainsi que des perspectives futures attendues ;
- la prise en compte de latences fiscales actives justifiées économiquement et correspondant aux latences fiscales activées au 30 juin 2010 dans les comptes semestriels consolidés d'UNIBRA ;
- le recours aux taux de change au 13 août 2010, afin de convertir les actifs détenus en devises étrangères ;
- l'approche retenue pour la valorisation de la marque Skol ;
- la manière d'aborder l'évaluation du pôle industriel.

Notons que, pour certains des points évoqués ci-dessus, RED HOUSE et BST n'ont pas systématiquement adopté les mêmes paramètres dans leurs travaux. Cela étant, les divergences le cas échéant, ne remettent pas en question la convergence des approches adoptées, et, partant, des résultats obtenus.

Point(s) d'attention sur l'application de la méthode de l'Actif Net Réévalué par RED HOUSE

Dans son calcul de l'Actif Net Réévalué UNIBRA, RED HOUSE n'intègre pas certains éléments valorisables et susceptibles d'en diminuer la valeur.

Il en est ainsi pour l'essentiel de :

- la prise en considération des frais de fonctionnement de la structure de holding¹¹ ;
- le risque sur la marge à terminaison du chantier en cours géré par la filiale UNIBRIZE¹².

¹¹ Certes, RED HOUSE les évoque in fine dans son évaluation, mais sans les quantifier.

¹² Comme indiqué au chapitre 4 qui précède, la filiale UNIBRIZE a pour objet la construction d'un immeuble à appartements dans le Brabant Wallon. Ce projet est actuellement en cours d'exécution, et l'achèvement prévu pour mars 2011. Dans son rapport d'évaluation, l'expert immobilier indépendant a appliqué la méthode dite de la « Valeur résiduelle », c'est-à-dire qu'il a procédé à l'actualisation de la marge en fin de chantier en tenant

Conclusion

La méthode de valorisation utilisée pour la fixation du Prix proposé par RED HOUSE, soit la méthode de l'Actif Net Réévalué, elle-même corroborée par d'autres méthodes, peut être considérée comme pertinente et adéquate.

Elle est par ailleurs cohérente à la méthode utilisée par nos soins.

Les hypothèses d'évaluation arrêtées par RED HOUSE, et les calculs en découlant, ont fait l'objet d'une analyse critique.

Celles-ci peuvent dans l'ensemble être considérées comme pertinentes et adéquates.

La différence constatée entre la valeur par action obtenue par RED HOUSE et, partant, le prix proposé (182,50 Eur), et celle obtenue par BST (171,32 Eur), réside quasi intégralement dans la non prise en compte par RED HOUSE de l'actualisation des Frais de Fonctionnement de holding et d'un abattement sur risque de marge à terminaison sur le chantier géré par la filiale UNIBRIZE.

Cette manière de procéder s'intègre parfaitement dans le contexte d'espèce, étant une opération de squeeze-out (Offre Publique de Reprise).

compte des coûts encore à engager et d'une Valeur nette de revente estimée. Ce faisant, l'expert immobilier considère la marge comme intégralement acquise.

6. AVIS DE L'EXPERT SUR LA QUESTION DE SAVOIR SI LE PRIX OFFERT SAUVEGARDE OU NON LES INTERETS DES DETENTEURS DES TITRES

Le prix proposé par RED HOUSE, à savoir 182,50 Eur l'action est supérieur à la valeur calculée par nos soins, soit 171,32 Eur par action.

Il offre donc une prime de l'ordre de 6,5% par rapport à l'évaluation d'UNIBRA calculée par nos soins.

Il est par ailleurs supérieur à la "Valeur estimée" de 180,22 Eur/action, communiquée par UNIBRA.

Nous n'avons pas relevé d'éléments nous permettant de penser que les informations financières mises à notre disposition ne soient pas fidèles, ou que les méthodes d'évaluation appliquées par RED HOUSE n'aient pas été appliquées correctement.

Le prix proposé par RED HOUSE, soit 182,50 Eur/action inclut une prime qui peut être considérée comme équitable par rapport à la valeur de l'action UNIBRA.

En ce sens, il nous paraît sauvegarder les intérêts des détenteurs de titres.

7. JUSTIFICATION DE L'INDEPENDANCE DE L'EXPERT VIS-A-VIS DE L'OFFRANT, DE LA SOCIETE VISEE ET DES SOCIETES QUI LEUR SONT LIEES

La soussignée, BST Réviseurs d'Entreprises, représentée par Pascale TYTGAT, n'est pas le commissaire de la société anonyme de droit luxembourgeois RED HOUSE, ni de la société anonyme UNIBRA ou ses filiales.

Elle n'a jamais fourni aucun services à ces sociétés, ni plus généralement à la famille RELECOM.

BST a été commissaire d'une filiale non significative de UNIBRA et CIPARI, la société anonyme FIRM (Financial Insurance Risk Management), anciennement immatriculée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 489.061.

Cette société, agréée auprès de l'Office de Contrôle des Assurances (par l'Arrêté Royal du 14 mai 1987) pour exercer les branches 14 (Crédit) et 15 (Caution), a renoncé à son agrément courant 1994 (Arrêté Royal du 29 juillet 1994 publié au Moniteur Belge du 12 août 1994).

Elle a alors fonctionné quinze années en "run off", pour ensuite être formellement liquidée par acte intervenu le 17 mars 2009, et voir sa liquidation clôturée le 26 mars 2010.

Pour le surplus, nous confirmons que nous ne trouvons pas dans l'une des situations de nature à remettre en cause notre indépendance telles qu'énoncées à l'article 5 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux Offres Publiques de Reprise.

8. REMUNERATION DE L'EXPERT – DILIGENCES ACCOMPLIES

Il est prévu que BST Réviseurs d'Entreprises facture la somme de 19.500 Eur (HTVA) à la société anonyme de droit luxembourgeois "RED HOUSE".

Pour mener à bien la mission qui nous a été confiée, notre équipe a été pour l'essentiel constituée d'une associée senior, Pascale TYTGAT, réviseur d'entreprises depuis 1990, et d'un associé junior, Benoît STEINIER, réviseur d'entreprises depuis 2009.

A l'occasion de l'accomplissement de notre mission, des contacts ont été pris tant avec les représentants de UNIBRA, que de PETERCAM, ou encore avec le commissaire de la société-cible, Monsieur Jean-Louis SERVAIS.

9. LIMITATIONS

Pour l'accomplissement des diligences destinées à émettre notre avis sur la question de savoir si le prix offert sauvegarde ou non les intérêts des détenteurs des 37.554 actions UNIBRA encore en circulation, nous avons fait reposer nos travaux sur un ensemble d'informations financières ou autres que nous avons considérées comme exactes et exhaustives.

Celles-ci sont les informations du moment ; elles pourraient évoluer significativement, dans un sens comme dans l'autre.

La procédure visée par l'article 6 de l'AR du 27 avril 2007 ne constitue ni un audit, ni une revue au sens des Normes Internationales d'Audit.

Fait à 1050 Bruxelles
le 6 septembre 2010



BST Réviseurs d'Entreprises,
S.C.P.R.L. de Réviseurs d'Entreprises,
représentée par
Pascale TYTGAT

TABLE DES ANNEXES

- ANNEXE 1 : Organigramme des sociétés détenues par la S.A. UNIBRA (Groupe UNIBRA).
- ANNEXE 2 : Comptes annuels consolidés du "Groupe" UNIBRA au 31 décembre 2009
- ANNEXE 3 : Comptes annuels statutaires de la S.A. UNIBRA au 31 décembre 2009
- ANNEXE 4 : Rapport financier semestriel (comptes consolidés) de UNIBRA au 30 juin 2010

ANNEXE 3.
RAPPORT COMPLEMENTAIRE DE L'EXPERT INDEPENDANT

**REVISEURS D'ENTREPRISES ASSOCIES
BEDRIJFSREVISOREN VENNOTEN**

D. SMETS*
P. TYTGAT
L. DILLEY*
T. GROESSENS
V. DUMONT
F. LEPOUTRE**
O. VERTESEN
B. STEINIER

**REVISEUR D'ENTREPRISES
BEDRIJFSREVISOR**

M. BOUMALEK

**EXPERTS - COMPTABLES ET CONSEILS FISCAUX
ACCOUNTANTS EN BELASTINGCONSULENTEN**

M. GUILLAUME
L. LEPOUTRE

**CONSEIL FISCAL
BELASTINGCONSULENT**

H. CHRISTIAENSSENS
Monsieur le Président,

Monsieur Jean-Paul SERVAIS
Président de la CBFA
Rue du Congrès, 12-14
1000 Bruxelles

Bruxelles, le 29 novembre 2010.

Concerne : Rapport d'Expert-Indépendant Offre Publique de Reprise Unibra - votre lettre du 20 octobre 2010.

Nous vous remercions pour votre lettre du 20 octobre et son annexe, lesquelles ont retenu toute notre attention.

Nous vous prions de bien vouloir trouver ci-dessous les réponses à vos questions, dans l'ordre suivant lequel elles ont été posées.

Nous avons rajouté deux points, en préambule, destinés à traiter certaines de vos interrogations, relevées à l'occasion de la réunion organisée à la CBFA le 18 octobre dernier.

Enfin, nous avons complété le chapitre 7 de notre rapport d'Expert-indépendant relatif à « La justification de l'indépendance de l'Expert vis-à-vis de l'Offrant, de la société visée et des sociétés qui leur sont visées » par l'information de ce que nous exerçons le mandat de Commissaire de la société anonyme EUROSCREEN, société dans laquelle UNIBRA détient une participation minoritaire de 4,10 %.

Préambule

- Lors de la réunion organisée en date du 18 octobre à la CBFA, il nous a été fait la critique de n'avoir pas retenu de méthodes dynamiques pour l'évaluation des actifs industriels en Afrique.

Un préalable à l'adoption des méthodes dynamiques est de disposer d'un business plan (estimation de flux futurs) fiable. Un autre est d'être capable de définir un taux d'actualisation approprié et non critiquable.

« Dès lors que l'on travaille sur des sociétés récentes (ndlr : BMC Rwanda a entamé ses activités commerciales fin février 2010 et NBM ne les a pas encore entamées), en devenir et non encore rentables, il est légitime de s'interroger sur la possibilité d'utiliser des méthodes basées sur l'actualisation de flux futurs de rentabilité. (...) En conséquence, seules les affaires présentant à un horizon raisonnablement accessible des perspectives de rentabilité pourront relever d'une valorisation par l'actualisation des flux. Toutefois, la mise en œuvre des méthodes correspondantes dans un tel contexte se heurte à des difficultés de différents ordres ayant une influence sur la détermination des paramètres de calcul qui seront utilisés », tels le taux d'actualisation. « Dans ces conditions, le taux d'actualisation finalement retenu se situera nécessairement à un niveau élevé (souvent supérieur à 25% voire à 30%) pour prendre en compte les risques encourus. »¹

Par ailleurs, les actifs industriels d'Unibra sont détenus en Afrique (au Rwanda pour BMC et à Madagascar pour NBM). Les logiques financière et d'exploitation sont, dans ces pays, très différentes de celles que nous connaissons en Europe occidentale. Ces caractéristiques de l'Afrique sont par exemple évoquées à plusieurs reprises par la société cotée Texaf, dont la majeure partie des actifs est située en République Démocratique du Congo, dans son rapport annuel 2009². Les risques d'exploitation, politique³ et environnemental sont considérables. La réalité des affaires est une réalité de terrain, qui n'est acquise qu'au jour le jour, et qui rend fragile toute prévision budgétaire ou business plan.

Nous nous sommes fait confirmer ces éléments de difficultés à l'occasion d'un entretien que nous avons eu avec un administrateur de la société Texaf, par ailleurs professeur de finance, qui nous a confirmé l'absence de marché financier domestique efficient dans les territoires dans lesquels UNIBRA exploite ses actifs, ainsi que la nécessité de procéder de manière empirique, en posant diverses hypothèses de travail forcément arbitraires, pour poser des valeurs de taux d'actualisation.

¹ L'évaluation des entreprises. Philippe de La Chapelle. Editions Economica. 3^{ème} Edition, 2007, pp107-108.

² Extrait Rapport annuel Texaf 2009 : Déclaration de risque : « Le conseil tient à rappeler que les actifs de la société sont situés en RDC et que l'environnement particulier du pays comporte des risques. La RDC fait partie des zones à déficit de gouvernance. Les comptes ont été établis avec prudence dans la perspective d'une stabilité de l'environnement économique, social et réglementaire. »

³ Extrait Rapport Annuel Texaf 2009 : Rapport du commissaire PWC (comptes annuels 2009) : « Les actifs du groupe sont pour l'essentiel localisés en République Démocratique du Congo. L'environnement économique et réglementaire de ce pays ayant été régulièrement secoué par des troubles socio-politiques, son évolution à moyen terme ne peut, dès lors, être pressentie avec certitude. Les comptes consolidés qui vous sont présentés ont toutefois été établis dans l'optique d'une stabilisation de l'environnement économique et réglementaire local. »

Par ailleurs « *L'application dans les pays émergents et les pays à fort risque des méthodes d'actualisation de cash-flows futurs se heurte dans la pratique à une (ndlr : autre) difficulté majeure qui réside dans l'absence de données significatives et donc fiables, sur leurs marchés financiers.* »⁴ On comprend, en corollaire, que tout exercice d'actualisation doit alors se faire en monnaie internationale, avec introduction d'une prime de risque pays très significative. C'est dire que la fixation des taux d'actualisation est excessivement délicate dans les pays dits « à fort risque », d'où le recours, par facilité, aux multiples, grandeurs « de terrain », avec lesquels les acteurs locaux ont souvent davantage l'habitude de raisonner. On rappellera que l'on démontre aisément que la méthode des multiples n'est qu'une forme simplifiée de la méthode DCF.

Toujours à propos des risques liés aux marchés africains, le prospectus d'introduction en bourse par PPR (Euronext Paris) de CFAO (ventes de véhicules, distribution de médicaments embouteillage de bière et de Coca-Cola, installations d'ascenseurs,...le tout pour l'essentiel en Afrique), en décembre 2009, reprend diverses informations qui confortent ce que nous soutenons quant aux particularités de l'essentiel des marchés africains. Soit ainsi notamment :

- Page 21 « Le Groupe conduit l'essentiel de ses activités dans des marchés ou pays émergents et pré-émergents (ndlr : CFAO est notamment actif en République Démocratique du Congo et à Madagascar) aux économies souvent volatiles et imprévisibles, sensibles aux situations politiques locales (...) Des taux de croissance faibles ou négatifs, l'inflation ou d'importantes variations des taux d'intérêts et des taux de change ont eu par le passé et pourraient continuer à avoir des effets négatifs sur l'économie des pays où le Groupe opère.
- Page 22 : « Le groupe accomplit une part substantielle de ses opérations en devises étrangères, ce qui l'expose à des risques de change accrus. »
- Page 23 : « Le Groupe exerce une part substantielle de ses activités sur des marchés ou pays émergents et pré-émergents d'Afrique, ce qui implique des risques plus grands que ceux rencontrés sur des marchés plus développés en terme d'instabilité politique et économique. Il n'est pas certain que l'économie de ces marchés ou pays continue à se développer de manière suffisante pour soutenir la croissance future du Groupe.
- Page 23 : « La perception des investisseurs du risque dans les marchés émergents et pré-émergents pourrait réduire leur appétit pour des investissements dans ces pays ou dans les instruments financiers d'émetteurs opérant dans ces pays. »
- Page 24 : « Les contrôles des changes pourraient limiter les capacités des filiales du Groupe à convertir ou à transférer des sommes en monnaies étrangères. »
- Page 25 : « Le cadre juridique et réglementaire de certains pays où le Groupe opère est parfois instable ce qui est susceptible de ralentir le développement de l'économie. »

Tout ceci confirme, s'il fallait encore, le fait que la composante prime de risque à la base de la fixation de tout taux d'actualisation soit significativement élevée.

Nus reviendrons sur ces considérations plus loin, en abordant de manière plus précise les évaluations de Congo-Fer, de la marque SKOL et NBM.

⁴ L'évaluation des entreprises. Philippe de La Chapelle. Editions Economica. 3^{ème} Edition, p131.

- A l'occasion de cette même réunion à la CBFA, il nous a été demandé si nous avons pu nous assurer de l'indépendance de l'Expert-immobilier PWC

Nous avons interrogé Monsieur Jean-Paul Ducarme (signataire du rapport d'évaluation PWC Belgique) dès la prise de connaissance de sa désignation. Nous avons reçu ce que nous pouvons assimiler à une déclaration d'indépendance par mail du 31 août 2010. Nous n'avons connaissance d'aucun risque de remise en cause de l'indépendance de PWC Belgique et Luxembourg.

En réponse à la demande faite par la CBFA dans sa lettre du 20 octobre 2010, nous apportons les compléments d'informations suivants à notre Rapport d'Expert-Indépendant du 6 septembre 2010 :

CONGO-FER

« Plus particulièrement, il nous semblerait intéressant que vous justifiez les raisons pour lesquelles le coefficient de 6 a été utilisé dans le cadre de la valorisation des actifs immobiliers détenus par Unibra à Kinshasa. »

Au-delà de ce qui a par ailleurs été exposé en corollaire :

- Un multiple de 6 revient implicitement à actualiser les flux futurs de loyers bruts à un taux d'actualisation de 16,67 %.

L'application de ces facteurs d'actualisation nous paraît tout à fait raisonnable et cohérente, compte notamment tenu des contextes d'instabilité politique et économique en République Démocratique du Congo.

Ils sont par ailleurs validés par les données de marché Texpaf, reprises ci-après.

- Nous faisons référence aux informations financières publiées par la société anonyme Texpaf (www.texpaf.be), société d'investissement cotée sur Euronext, ayant une vocation industrielle, financière et foncière en République Démocratique du Congo.

La lecture des annexes aux comptes annuels IFRS au 31 décembre 2009 (page 53) fournit l'information suivante :

« La juste valeur des immeubles de placement a été estimée sur la base de la valeur de rendement en tenant compte des loyers contractuels ou estimés, ou sur base de la valeur de marché des terrains si celle-ci est supérieure à la valeur de rendement. Le taux de rendement appliqué oscille de 14 à 22% selon l'état de vétusté du bien et la volatilité du locataire. Cette méthode a été utilisée en l'absence de possibilité d'une évaluation indépendante par un bureau ayant une qualification professionnelle reconnue, vu le manque d'opérations récentes quant à la situation géographique et aux catégories d'immeubles faisant partie de cette évaluation. »

Page 27 Rapport annuel Texaf 2009 :

« L'insécurité juridique se fait particulièrement ressentir dans le domaine foncier. La défense des droits engendre des coûts qui sont croissants. C'est ainsi que le bien acheté en 2008 à F et les immeubles à appartements acquis en 2007 restent inaccessibles malgré le bon droit du groupe. »

Cette dernière information confirme la notion de risque de gouvernance locale, et prêche ainsi pour la prise en considération de valeurs de multiples raisonnables.

Les rapports annuels 2009 d'autres sociétés cotées⁵ sur Euronext Bruxelles et actives en Afrique ont été consultés. Ces rapports annuels n'ont pas révélé d'autres éléments pertinents exploitables dans le cadre de l'évaluation d'actifs immobiliers en République Démocratique du Congo.

- Nous ne reviendrons pas sur les points déjà développés dans notre Rapport d'Expert-Indépendant, et principalement le fait de :
 - la faible probabilité de trouver un candidat qui soit intéressé à l'achat des titres de la société CONGO-FER, compte tenu de l'hétérogénéité du portefeuille immobilier détenu (deux villas et un immeuble mixte bureaux/logements),
 - la fiscalité applicable, le cas échéant, en cas de ventes des actifs séparément (taxation à l'Impôt local des Sociétés de l'intégralité du prix de vente, eu égard aux valeurs comptables quasi nulles des différents biens détenus),
 - la difficulté pour faire remonter les devises vers UNIBRA, couplée à une distribution de dividendes qui s'effectuerait compte tenu d'une retenue de précompte mobilier congolais.

- Ainsi que nous l'avons mentionné lors de notre réunion du 18 octobre, nous avons également validé la valeur de la société CONGO-FER retenue par l'Offrant, soit le montant de 2.612.232 EUR, par une approche partant des revenus nets générés par les actifs immobiliers détenus. Sur la base des informations qui nous ont été communiquées par l'Offrant, nous avons tenu compte de certaines charges, dont notamment le salaire d'un expatrié chargé de la gestion et de la supervision des biens immobiliers détenus, les frais d'entretien et de gardiennage, les impôts à payer,....

L'actualisation des revenus nets générés sur la base d'un business plan à 6 ans peu conservateur (hypothèses d'absence de vacances locatives, d'indexation annuelle de 2% des loyers, de non indexation des charges locatives) avec une exit-value l'année 6 sur base d'une actualisation des loyers bruts sur base d'un facteur de perpétuité de 13 % (soit un taux d'actualisation de 15 % et un taux de croissance annuelles de 2%) conduit à une valeur inférieure à la valeur retenue par l'Offrant.

⁵ SIPEF S.A. (pour l'essentiel, investie en actifs biologiques), SUCRAF S.A.,...

Pour ce faire, la doctrine existante ne nous permettant pas d'appréhender de manière fiable et précise un taux d'actualisation intégrant le risque pays et le risque de change, nous avons posé un taux d'actualisation de 15 % sur la base de notre jugement, compte tenu du risque économique et politique inhérent à toute activité immobilière exercée en République Démocratique du Congo. Pour être complets, nous reprenons ci-dessous les principales sources de doctrine disponibles et examinées par nos soins, avec pour chacune d'entre elles les difficultés pratiques rencontrées dans le cadre de leur application :

- Le modèle de Damodaran⁶ :

Damodaran a développé diverses méthodologies d'évaluation dans les contextes les plus divers, notamment dans les pays émergents.

Ainsi, il propose de rajouter une prime de risque pays à la prime de base définie par rapport au marché américain (bêta et taux sans risque sont obtenus sur base de données disponibles sur le marché américain). La prime de risque pays est notamment fonction de la volatilité du marché des actions et de la volatilité du marché obligataire du pays concerné.

La République Démocratique du Congo ne disposant pas d'un marché financier, ce modèle ne peut dès lors pas trouver à s'appliquer.

- Le Modèle de Godfrey et Espinosa :

Ce modèle est une variante du modèle de Damodaran. Il ajoute au risque de défaut du pays mesuré par une agence de rating au taux sans risque et multiplie la prime de risque américaine sur les actions par la volatilité du marché local des actions par rapport à celle du marché américain⁷.

Ce modèle est confronté aux mêmes écueils que le modèle de Damodaran, soit l'absence d'un marché financier.

D'autres modèles, plus « simples », ont été élaborés pour approcher le coût des fonds propres dans les pays émergents.

Le principal consiste à rajouter au taux sans risque exprimé en monnaies fortes et à la prime de risque marché (tous deux calculés dans le pays de l'investisseur) un spread souverain mesurant le risque économique et politique assumé par l'investisseur dans le pays concerné. Pour un pays émergent, le spread souverain correspond à l'écart entre la rémunération des obligations en euros (ou en dollar) émises sur le marché international par cet état et celle offerte par les obligations de la zone euro (dollar). Cet écart est considéré comme rémunérer le risque politique du pays émergent.

⁶ Source : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁷ Finance d'Entreprise : Théorie et pratique, Aswath Damodaran, 2^{ème} édition.

La République Démocratique du Congo n'émet pas d'obligations en monnaies fortes sur le marché international, les seuls produits financiers émis par le Trésor Congolais consistant en des « Billets de Trésorerie » proposés par la Banque Centrale Congolaise. Suivant sa liquidité du moment en Francs congolais, la Banque centrale emprunte sur le marché et fixe par adjudication hebdomadaire des taux à 7 et 28 jours. Le taux tourne actuellement autour de 18 à 22 % sur base annuelle⁸.

Ces considérations théoriques ont pour objectif de démontrer les difficultés, déjà abordées dans le préambule, à déterminer de manière théorique et sur la base de bonnes pratiques un taux d'actualisation aux actifs immobiliers et industriels détenus par UNIBRA dans des pays d'Afrique peu stables tels la République Démocratique du Congo, le Rwanda et Madagascar.

Pour illustrer le caractère instable et risqué de ces pays, l'on peut par exemple se référer à la classification des risques pays publiés sur son site internet par l'OCDE dans le cadre de l'évaluation des risques de crédit par pays.

Chaque pays est classé dans une échelle de risque de 0 à 7. Les pays dans lesquels UNIBRA exerce ses activités immobilières et économiques sont tous trois notés 7, soit le facteur de risque maximum.

Nous confirmons donc notre évaluation, et notre position quant à la valeur retenue par l'Offrant pour la valorisation de la filiale CONGO-FER, qui ne nous paraît pas présenter de sous-évaluation par rapport à une valeur de marché, elle-même estimée suivant diverses approches.

⁸ Voir le Guide des marchés obligataires africains et des produits dérivés, édité par la Banque Africaine de Développement (Edition mai 2010)

Marque SKOL

« De même, votre rapport devrait indiquer les raisons pour lesquelles le coefficient de 5 a été utilisé dans le cadre de l'évaluation de la marque Skol. Il nous paraît intéressant de justifier le coefficient utilisé sur base, notamment, des pratiques d'évaluation des marques et brevets, du potentiel de développement de la marque – sachant que cette marque n'est commercialisée que dans 3 pays sur les 19 pays pour lesquels elle est détenue – et de la période pour laquelle cette marque est détenue. »

- Quant à la justification du coefficient utilisé sur base des pratiques d'évaluation des marques et brevets :

Reprenons les quelques méthodes évoquées par la doctrine financière :

➤ *La référence aux coûts historiques ou de remplacement:*

La valeur de la marque est mesurée comme la somme des coûts historiques engagés pour la créer ou par l'estimation des coûts qui seraient nécessaires pour recréer une marque équivalente.

Cette approche n'est pertinente que pour les marques de création récente car pour les marques plus anciennes, outre la difficulté de reconstituer de manière fiable les coûts exposés, cette méthode fait abstraction de l'évolution de la marque au cours du temps (changement de positionnement, réussites, échecs,...).

Cette méthode n'est donc pas applicable au cas d'espèce.

➤ *La méthode des comparables :*

La valeur de la marque est obtenue par comparaison avec des marques équivalentes ayant fait l'objet d'une transaction récente.

Cette approche a été retenue mais a dû être abandonnée compte tenu de l'absence d'analogie pertinente et de l'information peu disponible sur le marché brassicole africain.

➤ *La méthode de l'évaluation par le surpris ou le sur-bénéfice*

Cette méthode consiste à apprécier le supplément de rentabilité et donc de cash flow procuré par un produit « à marque » par rapport à un produit générique. Cette méthode est applicable aux produits de consommation pour autant toutefois que l'évaluateur dispose d'informations analytiques suffisantes tant en ce qui concerne la société propriétaire de la marque que ses concurrents, et qu'il y ait effectivement des produits qui soient réellement sans marque...

Cette méthode, bien que pleine de fondement, est difficilement applicable compte tenu de l'absence de données analytiques comparables.

➤ *La méthode des redevances :*

Cette méthode d'évaluation, par les revenus, nous semble la plus adaptée au cas d'espèce compte tenu de l'existence de contrats de licences de la marque Skol en cours, et des redevances y associées.

Des contrats d'usage ont été conclus avec les Brasseries suivantes :

- Sobragui en Guinée ;
- BraCongo en RDC ;
- BraSimba en RDC ;
- Brasserie des Mille Collines (BMC) au Rwanda ;
- Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM) à Madagascar.

Un coefficient de 5 a été retenu par l'Offrant compte tenu du fait que la majorité des contrats d'octroi d'usage ont une durée de 5 ans.

C'est le cas notamment pour les Brasseries Sobragui, BraCongo et BraSimba pour lesquelles les contrats d'usage de la marque ont été conclus pour cette période de 5 ans, tacitement reconductibles pour des périodes successives de 5 ans.

En date du 1er octobre 2010, conformément aux informations qui nous ont été transmises par l'Offrant, les périodes restant à courir avant reconductions éventuelles sont de 27 mois (s/60 mois) pour Sobragui et BraCongo et de 33 mois (s/60 mois) pour BraSimba.

Le contrat d'usage de la marque conclu avec BMC (Rwanda) est conclu quant à lui pour une durée indéterminée, étant entendu que chaque partie peut y mettre fin moyennant un préavis de 3 mois.

Pour ce qui est de la production de Skol à Madagascar (NBM) autorisée depuis peu, l'Offrant nous a informés que, compte tenu des accords entre actionnaires, le contrat d'octroi d'usage de la marque ne rapporterait aucun revenu net à UNIBRA.

Le coefficient de 5 correspond implicitement à un taux d'actualisation de 20%.

Pour information, et à seul titre indicatif, nous avons relevé la référence aux taux d'actualisation suivants, pour répondre à la demande de la CBFA qui souhaitait que nous documentions davantage notre rapport.

Ces taux d'actualisation sont utilisés par les sociétés reprises ci-dessous dans le cadre de leurs tests de dépréciation :

- *HEINEKEN (Annual Report 2009, pages 110-111) :*

« A per cash-generating unit specific pre-tax Weighted Average Cost of Capital (WACC) was applied in determining the recoverable amount of the units. The WACC's used are presented in the table below, accompanied by the expected volume growth rates and the expected long-term inflation:

	Pre-tax WACC	Expected annual long-term inflation	Expected volume growth rates 2013-2019
<i>Western Europe</i>	10.17%	1.7%	(0.14)%
<i>Central and Eastern Europe (excluding Russia)</i>	11.74%	2.4%	2.48%
<i>Russia</i>	16.28%	7.13%	2.9%
<i>The Americas</i>	10.1-11.54%	3.0-7.87%	0.84-2.85%
<i>Africa and Middle East</i>	14.9-20.04%	3.31-7.97%	3.57-3.96%

The values assigned to the key assumptions represent management's assessment of future trends in the beer industry and are based on both external sources and internal sources (historical data).

A limited change in key assumptions will not lead to a materially different outcome. »

- *SABMiller plc (Annual Report 2010 - pages 94-96)*

« Assumptions

The recoverable amount for a CGU is determined based on value in use calculations. Value in use is determined by discounting the future post-tax cash flows generated from continuing use of the CGU using a post-tax discount rate, as this closely approximates to applying pre-tax discount rates to pre-tax cash flows. Where a potential impairment is identified using post-tax cash flows and post-tax discount rates, the impairment review is re-performed on a pre-tax basis in order to determine the impairment loss to be recorded. The key assumptions for the value in use calculations are as follows:

Expected volume growth rate – Cash flows are based on financial forecasts approved by management covering five-year periods and are dependent on the expected volume growth rates.

Discount rate – The discount rate (weighted average cost of capital) is calculated using a methodology which reflects the returns from United States Treasury notes with a maturity of 20 years, and an equity risk premium adjusted for specific industry and country risks. The group applies local post-tax discount rates to local post-tax cash flows.

Long-term growth rate – Cash flows after the first five-year period were extrapolated using a long-term growth rate, in order to calculate the terminal recoverable amount.

The following table presents the key assumptions used in the value in use calculations in each of the group's operating segments:

	<i>Expected volume growth rates 2011–2015</i>	<i>Discount rates</i>	<i>Long-term growth rates</i>
<i>Latin America</i>	3.9%–5.7%	9.0%–13.9%	2.0%–3.0%
<i>Europe</i>	0.5%–11.0%	8.1%–10.6%	2.0%–2.5%
<i>North America</i>	4.7%	7.8%	2.5%
<i>Africa</i>	1.6%–14.9%	8.8%–25.1%	3.0%–7.5%
<i>Asia</i>	9.7%–12.7%	8.1%–9.9%	3.0%–7.0%
<i>South Africa</i>	4.1%	9.8%	3.0%

»

On observe des taux d'actualisation retenus pour les activités africaines compris entre 14,9 % et 20,04 % pour le Groupe HEINEKEN et compris entre 8,8 % et 25,1% pour le Groupe SABMILLER.

- *Quant à la validation de l'approche par la « Méthode des redevances » adoptée par l'Offrant :*

Nous avons par ailleurs et toutefois fait l'exercice suivant :

Nous avons recoupé la valeur implicite de la marque obtenue suivant la méthode appliquée par l'Offrant, soit un montant de 5.078.260 EUR, par une approche DCF appliquée aux revenus nets (en quote-part UNIBRA) générés par les contrats de licences dont question ci-dessus.

Cette analyse DCF a été réalisée sur la base :

- de l'information financière telle que présentée dans les états financiers des filiales S.D.A. sa, S.I.D. ltd et S.I.D. lux sa à la date du 30 juin 2010,
- des éléments complémentaires qui nous ont été communiqués par l'Offrant et relatifs notamment aux coûts de structure desdites sociétés, aux coûts de défense et de développement de la marque, aux impôts,....

Sur la base de ces informations, nous avons tenté d'établir un plan d'affaires sur 6 ans avec une exit-value (en année 6) égale au dernier revenu net à l'infini. L'approche DCF aboutit ainsi à attribuer à la marque SKOL, après prise en considération d'un taux d'actualisation de 20%⁹ une valeur de 4.496 KEur, soit une valeur inférieure à la valeur que nous avons reprise dans notre rapport d'Expert-Indépendant du 6 septembre 2010 (5.115 KEur).

- *Quant au potentiel de développement de la marque :*

Il ressort des informations écrites qui nous ont été communiquées par l'Offrant que :

« Alors que des espoirs avaient été placés dans un partenariat négocié en 2008 avec le Groupe Castel pour développer la marque dans plusieurs pays africains, force est de constater que la marque n'a été implantée dans aucun pays nouveau au cours des deux dernières années et que le partenariat se limite aux deux pays (RDC et Guinée) où le groupe Castel a racheté les brasseries appartenant à Unibra ».

Il nous a d'ailleurs été confirmé oralement qu'aucun nouveau projet n'était actuellement en cours.

Suivant les informations qui ont été portées à notre connaissance, il ne nous paraît pas économiquement justifié de valoriser la marque dans les pays « dormants ».

Cette assertion est notamment justifiée par les éléments de fait suivants :

- depuis la création de la SKOL en 1964, la marque n'a jamais été rentabilisée en dehors des pays où UNIBRA détenait une usine en propre ou en dehors de pays où UNIBRA a cédé une de ses usines à des tiers ;
- le marché brassicole africain est extrêmement fermé et est dominé par trois opérateurs principaux, à savoir HEINEKEN, CASTEL/SABMILLER et GUINNESS, possédant chacun d'entre eux un large portefeuille-marques. Ces trois opérateurs n'ont dès lors aucun intérêt à commercialiser leurs produits sous une marque SKOL qui ne possède une notoriété que dans les quatre pays où celle-ci est exploitée actuellement (République Démocratique du Congo, Guinée, Rwanda et bientôt Madagascar) ;
- La bière SKOL n'a aucune particularité notable de fabrication qui pourrait justifier un intérêt de la part de tiers.

Nous confirmons donc notre évaluation, et notre position quant à la valeur retenue par l'Offrant pour la valorisation de la marque Skol, qui ne nous paraît pas présenter de sous-évaluation par rapport à une valeur de marché.

⁹ Nous renvoyons aux réponses aux questions sur Congo-Fer et NBM en ce qui concerne la problématique liée à la détermination d'un taux d'actualisation dans des pays émergents, sans marchés financiers et n'émettant pas d'obligations en monnaies fortes sur le marché international des capitaux.

NBM

« Concernant la valorisation de NBM, il serait intéressant de justifier les raisons pour lesquelles vous estimez que l'autorisation d'opérer qui a été octroyée à la société le 1^{er} octobre n'a pas d'impact sur la valorisation de l'actif. »

En date du 1^{er} octobre 2010, Unibra a communiqué l'information selon laquelle sa filiale à 40,66 % « Nouvelle Brasserie de Madagascar » (NBM) avait été notifiée de l'autorisation officielle d'opération de ses installations industrielles de production de bière.

Unibra précisait en outre qu'elle « attendait cette autorisation depuis près d'un an », mais également que « des projections fiables quant à la contribution de cette filiale aux résultats du groupe ne pouvaient être établies compte tenu des incertitudes liées aux conditions de lancement de cette activité ».

Unibra évoquait enfin dans ce communiqué le fait que « le redémarrage de l'outil industriel nécessiterait trois à quatre mois et des moyens financiers supplémentaires ».

C'est ainsi que dans les comptes semestriels consolidés UNIBRA au 30 juin 2010, sous l'hypothèse de l'obtention de cette autorisation, et avec l'accord du commissaire de la société, les montants engagés en avances et créances commerciales ont été maintenus à leurs valeurs nominales d'investissement, en continuité, soit un montant global de 3.180 KEUR¹⁰ sans aucune réduction de valeur.

A notre analyse, l'obtention du permis ne change pas ces valeurs comptables, qui demeurent des valeurs d'investissement.

Par contre, des incertitudes demeurent quant :

- aux conséquences de la dilution de la participation d'Unibra dans NBM, du fait de l'ouverture obligée du capital (10%) à des intérêts malgaches selon des modalités encore à définir
- les modalités de fonctionnement avec les nouveaux actionnaires
- les coûts de relance de la société (suite aux mesures conservatoires adoptées en avril 2010, afin de couper dans les coûts d'exploitation via licenciements et mise au chômage durant la période de non exploitation)
- la stabilité du régime politique en place (la Haute Autorité de la Transition)

et, partant, sur les perspectives de contribution de cette filiale au groupe.

Ces incertitudes hypothèquent toute application rigoureuse de méthodes d'évaluation dynamiques (voir préambule pour les arguments).

¹⁰ Pour rappel, sous l'hypothèse d'un taux de change au 13/08/2010 (KEUR) : avances : 1.855, créances commerciales : 1.325

Cela étant, et à seul titre indicatif, nous avons posé l'exercice qui suit, sur la base d'un plan d'affaires qui nous a été communiqué par l'Offrant.

Nous avons comparé la quote-part détenue par UNIBRA dans les capitaux propres NBM au 30 juin 2010, augmentée des avances et créances commerciales, soit un montant global de 4.683 KEUR¹¹, avec une actualisation des cash-flows futurs qui seraient à percevoir par Unibra tenant compte notamment de l'impact d'une probable ouverture de capital aux intérêts malgaches et d'un remboursement nécessairement étalé des avances actionnaires et autres créances commerciales Unibra. Divers scénarios ont été envisagés en ce qui concerne le calcul d'une Exit Value, notamment en ce qui concerne l'horizon temporel (5 et 9 ans) et la méthode de valorisation appliquée (cash-flows à l'infini ou divers multiples de marché).

Nous avons ensuite procédé à une analyse de sensibilité sur les divers paramètres résultant des hypothèses posées (Taux d'actualisation, Exit value, Timing Exit Value,....).

Cet exercice de valorisation aboutit à attribuer à l'investissement NBM, et sous quatre hypothèses dont question ci-avant, une valeur financière (avec taux d'actualisation de 25%) comprise dans la fourchette (806 – 2.982 KEur), laquelle est inférieure à la valeur de 4.683 KEUR retenue dans l'évaluation que nous avons arrêtée dans notre rapport du 6 septembre 2010.

En conséquence de quoi, nous confirmons le caractère acceptable de la valeur de NBM retenue par l'Offrant, eu égard aux incertitudes portant sur les modalités futures de fonctionnement de cette activité brassicole Malgache.

Nous renvoyons en grande partie à notre réponse à la question posée sur l'évaluation CONGO-FER en ce qui concerne la justification de taux d'actualisation de 25% retenu. Ce taux de 25% a été retenu sur la base de notre jugement, étayé notamment par le stade précoce de développement du projet industriel et les nombreuses incertitudes qui incontestablement demeurent à ce jour. En outre, l'absence d'un marché financier à MADGASCAR et l'absence d'émissions d'obligations¹² sur le marché international par ce pays empêche la détermination d'un taux d'actualisation précis et fiable, conforté par la doctrine financière existante. Ce taux d'actualisation de 25 % nous paraît par ailleurs corroboré par les données telles que reprises ci-dessus et relatives aux taux d'actualisation retenus par SABMILLER dans le cadre de ses tests de dépréciation de Goodwill. Pour rappel, le fourchette retenue par SABMILLER est comprise entre 8,8 % et 25,1%.

Nous confirmons donc notre évaluation, et notre position quant à la valeur retenue par l'Offrant pour la valorisation de la filiale NBM, par référence aux trois composantes au 30 juin 2010 que sont la quote-part d'UNIBRA dans les fonds propres de sa filiale, les avances et créances commerciales engagées dans celle-ci à cette même date, et en prenant en considération « l'état particulier de la situation » et les éléments de fait à disposition.

¹¹ Ce montant global de 4.683 KEUR correspond à la valeur que nous avons retenue dans notre rapport du 6 septembre 2010, soit sous l'hypothèse d'un taux de change au 13 août 2010, la quote-part détenue par UNIBRA au 30 juin 2010 dans les fonds propres NBM pour 1.503 KEUR, des avances et des créances commerciales à cette même date pour un montant global de 3.180 KEUR.

¹² Il existe cependant des émissions de bons de trésor par adjudication en monnaie locale. La durée maximale est de 52 semaines et les taux de rendement varient de 5 à 10 % suivant les termes. Voir le Guide des marchés obligataires africains et des produits dérivés, édité par la Banque Africaine de Développement (Edition mai 2010)

Par ailleurs, d'une manière générale, nous vous demandons de justifier les raisons pour lesquelles vous estimez qu'il n'est pas possible d'utiliser une méthode dynamique (DCF ou DDM) dans le cadre de la valorisation des actifs industriels. Il ne nous paraît en effet pas suffisant d'indiquer qu'une méthode DCF n'est pas pertinente dans le cadre des actifs détenus par Unibra.

Cette question a déjà été traitée dans le préambule. Nous y renvoyons.

Précisons que pour BMC, suivant les informations portées à notre connaissance, à la date du 30 septembre 2010, les ventes (hl) réalisées sont en retrait de 49% par rapport au budget à date. Ce mauvais démarrage avait déjà été évoqué par Unibra dans son rapport semestriel 30 juin 2010.

Ces informations nous confortent dans l'idée que les prévisions posées pour BMC sont délicates à utiliser dans le cadre d'un business plan qui serait à la base d'une approche DCF.

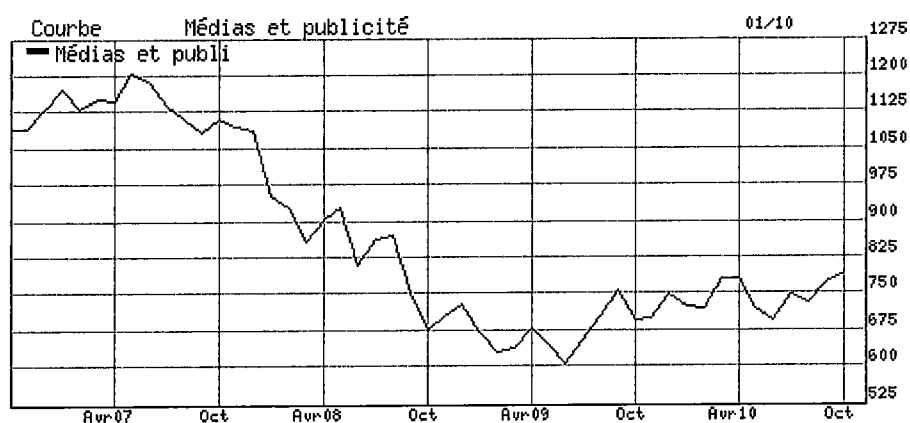
Rappelons que le goodwill de consolidation (3.426 KEur) dégagé en décembre 2009 intègre la réalisation des perspectives alors pressenties, lesquelles sont loin d'être confirmées par la réalité. Ce goodwill a été repris tel quel dans l'évaluation de BMC, sans révision à la baisse de sa valeur, à la date du 30 juin 2010.

Nous confirmons donc, pour autant que besoin, l'évaluation de BMC telle que reprise dans notre rapport du 6 septembre 2010.

MEDIA-PARTICIPATIONS Paris

« Concernant la valorisation de la participation détenue par Unibra dans Media Participations Paris, la valeur prise en compte est celle qui a été retenue lors de la transaction du 20 novembre 2008. Il nous semble important d'expliquer les raisons pour lesquelles cette valeur reste pertinente dans le cadre de la présente valorisation et ce, malgré l'évolution des marchés depuis la réalisation de cette transaction. Il convient en effet de noter que l'indice S&P Media Index a augmenté de plus de 90% entre le 20 novembre 2008 et le 31 août 2010. Cette justification pourrait notamment prendre la forme de l'application d'une méthode DCF, DDM ou d'une méthode se basant sur des multiples de sociétés comparables. »

- Nous avons repris le « Pricing Memorandum » réalisé en avril 2008 par KPMG Corporate Finance France dans le cadre d'une transaction envisagée mais non réalisée (acquisition d'une autre maison d'édition) et qui a par ailleurs été utilisé comme un des éléments d'appréciation pour la fixation du prix lors de la transaction du 20 novembre 2008. La lecture de ce document appelle les commentaires suivants :
 - la date retenue par KPMG Corporate Finance France pour l'évaluation de Media-Participations Paris est le 1^{er} janvier 2008 et non pas le 20 novembre 2008, soit la date effective de transaction ;
 - le « Pricing Memorandum » est d'ailleurs daté du 18 avril 2008, soit avant la crise financière comme le démontre le graphique tel que repris ci-dessous et qui reprend l'évolution de l'indice sectoriel CAC Médias et Publicité de la Bourse de Paris :



Copyright Boursorama - www.boursorama.com

- la valorisation de Media-Participations Paris retenue dans le cadre de la transaction du 20 novembre 2008 s'élève à 260 millions d'EUR, ce qui correspond à la fourchette haute¹³ de la valorisation arrêtée par KPMG Corporate Finance France. Ceci démontre notamment que la valeur retenue, et partant le prix, n'a aucunement été influencé par le contexte économique délicat de fin 2008 ;
 - KPMG Corporate Finance France a privilégié dans son approche la méthode des DCF par rapport aux méthodes se basant sur des multiples de sociétés comparables compte tenu de : « *Lack of Pure players comparable to MPP S.A. (split of activities, geographical presence, size, growth potential, etc....)* »¹⁴
- Nos travaux d'experts nous ont conduits, sur la base des informations disponibles, à procéder à la comparaison, pour les années 2008 à 2010, des éléments pertinents du Business Plan (BP) à la base de l'évaluation menée par KPMG Corporate Finance France, avec les chiffres réalisés pour les années 2008 et 2009 et le budget actualisé pour 2010.

Ce travail de comparaison est repris ci-dessous :

	2008		<i>delta réalisé vs BP</i>
	Réalisé	BP	
Total Sales	310,5	294,2	6%
Total EBIT	18,1	22,5	-20%
Total EBITDA	20,8	41,9	-50%
NOPAT	9,5	15,9	-40%

	2009		<i>delta réalisé vs BP</i>
	Réalisé	BP	
Total Sales	318,8	304,3	5%
Total EBIT	16,7	25,1	-33%
Total EBITDA	25,5	49	-48%
NOPAT	10,1	17,6	-43%

	2010		<i>delta réalisé/bugété vs BP</i>
	Réalisé/budgété	BP	
Total Sales	324,6	310,3	5%
Total EBIT	14,7	27,8	-47%
Total EBITDA	ND	47,5	N/A
NOPAT	6,9	19,3	-64%

¹³ Cfr page 10 du « Pricing Memorandum » du 18 avril 2008 : « *Based on the analysis presented in this Memorandum, the value of 100% of the equity of MPP S.A. was estimated between €240m to €260m as of 1 January 2008* »

¹⁴ Cfr page 10 du « Pricing Memorandum » du 18 avril 2008.

Cet exercice de comparaison nous permet de constater que, hormis pour le chiffre d'affaires réalisé, le réalisé des grandeurs EBIT-EBITDA-NOPAT s'est révélé significativement inférieur aux chiffres anticipés, à la base du business plan de KPMG qui conduit à conclure que la valeur de l'action MP aujourd'hui ne peut raisonnablement pas être supérieure à celle qui a été retenue pour la transaction du 20 novembre 2008.

- A la lumière des circonstances et éléments de fait suivants :
 - la non-disponibilité de données prospectives, ne nous permettant pas de réaliser de DCF (Unibra n'est actionnaire minoritaire qu'à hauteur de 3,73%) ;
 - la difficulté d'identifier des sociétés comparables, eu égard à la forte diversification de la société, rendant dès lors l'application de multiples délicate ;
 - le fait que le prix de la transaction du 20 novembre 2008 a été lui-même fixé sur base de la fourchette la plus haute de l'évaluation de Media Participations Paris S.A. au 1^{er} janvier 2008 réalisée par KPMG Corporate Finance France dans son Pricing Memorandum du 18 avril 2008 ;
 - le prix de transaction au 20 novembre 2008 de 260 MEUR correspondant à la fourchette la plus haute d'évaluation du rapport KPMG du 18 avril 2008 et démontrant que le prix de cession n'a pas été adapté pour tenir compte de l'évolution de la conjoncture économique de l'époque ;
 - la non réalisation du business plan 2008-2010 à la base de l'évaluation retenue par KPMG Corporate Finance France ;

nous sommes d'avis que la valeur retenue par l'Offrant, soit le montant de 9.680.197,85 EUR, ne présente pas de sous-évaluation par rapport à sa valeur de marché.

EUROSCREEN

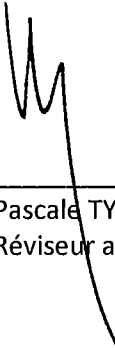
Complément au chapitre 7 de notre rapport d'Expert-indépendant relatif à « La justification de l'indépendance de l'Expert vis-à-vis de l'Offrant, de la société visée et des sociétés qui leur sont visées »

BST Réviseurs d'Entreprises S.C.P.R.L., représentée par Pascale TYTGAT, a été réélue à l'AGO de mai 2010 comme commissaire de la société anonyme EUROSCREEN, société dans laquelle UNIBRA détient une participation minoritaire de 4,10 %. Cette information est d'ailleurs reprise en note bas de pages au chapitre 4.1.4. « Revalorisation des participations Private Equity » de notre rapport d'Expert-indépendant du 6 septembre 2010.

D'une manière générale, nous n'avons pas d'indication nous permettant de conclure au fait que nous devrions revoir les conclusions de notre rapport du 6 septembre 2010.

Nous espérons que ces explications répondent à vos attentes, et restons à votre disposition pour identifier les éléments que, le cas échéant, vous souhaiteriez voir faire l'objet d'un addendum au Rapport d'évaluation établi en application de l'article 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 (OPR).

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de nos sentiments distingués,



Pascale TYTGAT
Réviseur associée

ANNEXE 4.
RAPPORT DU SECOND EXPERT INDEPENDANT



Lorentz, Deschamps & Assoc.

RAPPORT DE VALORISATION DES ACTIFS AFRICAINS
D'UNIBRA



13 Janvier 2011

TABLE DES MATIERES

0. Introduction	4
1. Descriptif des actifs visés	5
1.1. Congo-Fer s.p.r.l.....	5
1.2. Nouvelle Brasserie de Madagascar	5
1.3. Zubisko Trading Ltd.....	6
1.4. La marque SKOL	7
2. Comptes annuels des sociétés visées	8
2.1 Congo-Fer s.pr.l.....	8
2.2 Nouvelle Brasserie de Madagascar	8
2.3. Zubisko Trading Ltd. et BMC Ltd.....	11
2.3.1. Zubisko Trading Ltd.....	11
2.3.2. BMC Ltd.....	13
2.4 Sociétés détenant la marque SKOL	15
2.4.1. SKOL International Development Ltd	15
2.4.2. SKOL International Development Luxembourg	17
2.4.3. SKOL Development Africa	19
3. Titres sur lesquels portent l'offre.....	21
4. Evaluation des actifs visés.....	22
4.1. Congo-Fer s.p.r.l.....	22
4.2. Nouvelle Brasserie de Madagascar	23
4.3. Zubisko Trading Ltd.....	25
4.4. La marque SKOL	26
5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par l'offrant.....	28
6. Avis sur le prix proposé par l'offrant.....	29
7. Justification de l'indépendance de l'expert	30

8. Rémunération et moyens de l'expert	31
Annexe 1 : Détermination du coût du capital dans les pays concernés	32
a. Différentes approches théoriques	32
b. Le coût du capital d'après la méthode des évaluations de crédit	36
c. Coût du capital d'après la méthode du spread de crédit	37
Annexe 2 : Brasseries africaines cotées en bourse	39
Annexe 3 : Acquisitions de brasseries africaines	40

0. Introduction

Le présent rapport est établi à la demande de RED HOUSE, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est 50 route d'Esch à 1470 Luxembourg, identifiée sous le numéro B-131771 au Registre de Commerce de Luxembourg, et concerne les actifs africains d'UNIBRA, société anonyme de droit belge, dont le siège social est Boulevard du Souverain 68 à 1170 Bruxelles, identifiée sous le numéro 0402.833.179 à la Banque-Carrefour des Entreprises.

Il est établi en application de l'article 513 du Code des Sociétés et de l'article 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007. Il est destiné exclusivement à compléter le dossier d'Offre Publique de Reprise à réaliser par RED HOUSE sur les 37.554 actions d'UNIBRA qu'elle ne possède pas encore.

Il complète le rapport établi par BST Réviseurs d'Entreprise en date du 6 septembre 2010 et son complément établi en date du 15 décembre 2010. Il porte uniquement sur les actifs africains détenus par UNIBRA. En effet, au vu, d'une part, de l'absence de marchés financiers organisés et donc de références de prix dans les pays dans lesquels ces actifs sont situés et, d'autre part, du contexte particulier de risque de ces pays, RED HOUSE a décidé de demander une deuxième évaluation de ces actifs.

La date de référence pour cette évaluation est le 7 septembre 2010.

1. Descriptif des actifs visés

1.1. Congo-Fer s.p.r.l

Congo-Fer est une société de personnes à responsabilité limitée de droit congolais.

Elle a pour seuls actifs trois immeubles localisés à Kinshasa, à savoir

- Une villa de 750 m² avec deux annexes respectivement de 135 et 196 m², louée jusqu'en mai 2011, dite villa « Raquette », avec une situation exceptionnelle sur le fleuve Congo, elle a été construite avant 1960 et rénovée dans les années '70,
- Une villa de 442 m² louée à durée indéterminée moyennant préavis de six mois, dite villa « Fleuve », également avec une situation exceptionnelle sur le fleuve Congo, elle a aussi été construite avant l'indépendance mais rénovée en 1991,
- Un immeuble mixte : surfaces de bureaux (rez + 4) et logements (5^{ème} et 6^{ème}) pour une surface bâtie totale de 2.905 m² et loué à différents locataires, dit immeuble « AC », localisé Avenue Colonel Ebeya 15-17, dans la commune de Gombe à proximité du Boulevard du 30 Juin. Cet immeuble a été construit dans les années '60 et n'a jamais connu de rénovation lourde.

Elle n'a pas de dette.

Congo-Fer a des revenus locatifs bruts de 385.629 €/an, provenant de locataires de premier plan et payés pour partie en francs congolais, pour partie en euros et pour partie en dollars.

Elle a des charges d'encadrement et de gestion proportionnellement élevées avec notamment un cadre expatrié, si bien que la contribution au résultat consolidé tant pour 2009 que celui attendu en 2010 est de l'ordre de € 53.000.

1.2. Nouvelle Brasserie de Madagascar

La Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM) est une société de droit malgache récemment créée en joint-venture entre le groupe UNIBRA (40,66%), le brasseur mauricien PHOENIX BEVERAGES Ltd. (40,66%) et PROPARCO, une filiale de l'Agence Française de Développement (18,68%).

De 2007 à 2009, elle a construit une brasserie neuve d'une capacité de 150.000 hl à Ambatolampy, qui pourrait être augmentée à l'avenir à 300.000 hl. La construction a été achevée en août 2009 mais, pendant plus d'un an, elle n'a pas réussi à obtenir une autorisation d'opération de la part des nouvelles autorités malgaches arrivées au pouvoir suite à un mouvement populaire en 2009. Le fait que ces autorités ne soient pas reconnues par la communauté internationale, en ce compris les pays d'origine des actionnaires, n'a sans doute pas facilité les tractations. En avril 2010, à titre conservatoire NBM a licencié trois cadres expatriés et mis la majorité de ses employés locaux en chômage technique. Finalement, le 1^{er} octobre 2010, après la date de référence de ce rapport, cette

autorisation a été finalement obtenue, moyennant l'obligation de céder 10% du capital à des intérêts malgaches dans des conditions non spécifiées.

NBM a redémarré ses activités progressivement fin novembre. Elle produit avec la marque SKOL sous licence du groupe UNIBRA. Elle se trouve en concurrence avec les Brasseries STAR, présentes dans l'île depuis 1947 et, jusqu'à l'arrivée de NBM, seul producteur ¹.

1.3. Zubisko Trading Ltd

Zubisko Trading Ltd est une société holding de droit mauricien, détenue à 51% par le groupe UNIBRA. Cette participation a été acquise par le groupe UNIBRA en décembre 2009.

Son seul actif est une participation de 100% dans Brasserie des Milles Collines Ltd (BMC) de droit rwandais.

BMC est une nouvelle brasserie largement construite avec des équipements d'occasion par le partenaire rwandais d'UNIBRA à Kigali. Elle a une capacité de 75.000 hl, qui pourrait être portée à l'avenir à 100.000 hl. Elle a commencé ses opérations en mars 2010 avec la marque SKOL sous licence du groupe UNIBRA. Elle se trouve en concurrence avec Bralirwa (Groupe Heineken), présent depuis 1959 et, jusqu'à l'arrivée de BMC, seul producteur. East African Breweries, principal producteur kenyan, voudrait également s'implanter sur le marché rwandais d'après certaines informations ².

BMC a commencé ses opérations dans les quatre principales villes du pays mais les étend progressivement à tout le pays. Elle a comme objectif de vendre également des soft drinks, un marché qui est aussi actuellement dominé par Bralirwa avec les marques de Coca-Cola.

Nous comprenons que le développement de BMC est plus lent que prévu, essentiellement à cause de la difficulté d'imposer une nouvelle marque sur le marché.

¹ Source : <http://www.sobika.com/brasseries-star-madagascar.htm>

² Source : <http://allafrica.com/stories/200910080030.html>

1.4. La marque SKOL

SKOL est une marque internationale de bière créée en 1964 par UNIBRA en association avec Allied Breweries (UK), Labatt (Canada) et Pripps (Suède)³. Elle est actuellement détenue par UNIBRA pour l'Afrique, AB Inbev pour l'Amérique du Sud (SKOL est la première marque au Brésil) et Carlsberg pour le reste du monde.

En Afrique, la marque a été historiquement développée en R.D. Congo par les brasseries du groupe UNIBRA. Elle a été ensuite introduite en Guinée lors l'acquisition par UNIBRA de la seule brasserie nationale en 1987. Elle vient d'être introduite au Rwanda par BMC et à Madagascar par NBM.

La marque est détenue par la filiale S.I.D. Luxembourg pour la R.D. Congo et la Guinée et par sa sous-filiale S.I.D. Ltd pour le reste de l'Afrique. En juin 2008, UNIBRA a créé avec le groupe Castel, auquel il avait cédé ses brasseries congolaises et guinéenne, une joint-venture 50/50 dénommée SKOL Development Africa (SDA). S.I.D. Luxembourg et S.I.D. Ltd ont cédé à SDA le droit d'usage de la marque dans les 19 pays africains⁴ où le groupe Castel est actif.

Jusqu'à présent, le groupe Castel n'a pas utilisé ce droit dans d'autres pays que la R.D. Congo et la Guinée et nous comprenons qu'il n'a aucun projet pour ce faire, ayant développé ses propres marques (Castel Beer, Flag Special, « 33 »Export) au fil du temps dans les autres pays.

Nous comprenons également que le groupe UNIBRA lui-même n'a pas de projets soit de céder de droit d'usage, soit d'exploiter lui-même ce droit dans les autres pays que ceux exploités par le groupe Castel, le Rwanda et Madagascar.

³ Source : UK Monopolies Commission report 9 June 1969 on Unilever and Allied Breweries
http://www.competition-commission.org.uk/rep_pub/reports/1960_1969/fulltext/053c02.pdf

⁴ Liste des 19 pays : Algérie, Angola, Bénin, Burkina Faso, Cameroun, République Centrafricaine, Côte d'Ivoire, Ethiopie, Gabon, Guinée Conakry, Guinée Equatoriale, Mali, Maroc, Niger, RDC, Sénégal, Tchad, Togo et Tunisie.

2. Comptes annuels des sociétés visées

2.1 Congo-Fer s.pr.l

Congo-Fer n'est pas consolidée et ses comptes ne sont pas publics. Nous avons néanmoins pu obtenir les états comptables de 2009.

2.2 Nouvelle Brasserie de Madagascar

Immobilisations	€ 13,391,661	€ 4,785,718	Fonds propres
incorporelles € 48,499		€ 9,765,625	Capital
corporelles € 13,325,481		-€ 4,979,907	Résultat reporté
financières € 17,681			
Actifs courants	€ 3,846,598	€ 6,707,160	Dettes financières
Stocks € 520,844			
Créances € 3,325,754		€ 6,119,468	Passifs courants
		€ 4,111,592	Fournisseurs
		€ 2,007,876	Autres
Trésorerie	€ 374,087		
ACTIF	€ 17,612,346	€ 17,612,346	PASSIF

Compte de résultat de 2009

(Converti de ariary en euros au taux de 2.722 Ar/€)

Chiffre d'affaires	€	32,137	
Production stockée	€	76,702	
Produits de l'exercice			€ 108,839
Achats	-€	509,331	
Services	-€	1,287,458	
Marge brute			-€ 1,687,950
Charges opérationnelles	-€	505,706	
EBITDA			-€ 2,193,656
Amortissements	-€	113,299	
EBIT			-€ 2,306,955
Charges financières nettes	-€	991,694	
Impôts différés	€	177,350	
Éléments exceptionnels	€	82,512	
Résultat net			-€ 3,038,787

Bilan au 30 juin 2010

(converti de ariary en euros au taux de 2.760 Ar/€)

Immobilisations		€ 13,720,073		€ 3,795,790	Fonds propres
incorporelles	€	45,262		€ 9,891,878	Capital
corporelles	€	13,657,858		-€ 6,096,088	Résultat reporté
financières	€	16,953			
Actifs courants		€ 4,059,040		€ 6,793,872	Dettes financières
Stocks	€	509,786			
Créances	€	3,549,254		€ 8,035,447	Passifs courants
				€ 3,971,063	Fournisseurs
Trésorerie		€ 845,996		€ 4,064,384	Autres
ACTIF		€ 18,625,109		€ 18,625,109	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010
(Converti de ariary en euros au taux de 2.730 Ar/€)

Chiffre d'affaires	€	28,161
Production stockée	-€	8,994
Produits de l'exercice	€	19,167
Achats	-€	107,706
Services	-€	327,482
Marge brute	-€	416,021
Charges opérationnelles	-€	190,054
EBITDA	-€	606,075
Amortissements	-€	155,994
EBIT	-€	762,069
Charges financières nettes	-€	387,878
Impôts différés	€	93,265
Éléments exceptionnels	€	4,881
Résultat net	-€	1,051,801

2.3. Zubisko Trading Ltd. et BMC Ltd.

2.3.1. Zubisko Trading Ltd.

Bilan au 31 décembre 2009					
(converti de dollars en euros au taux de 1.43 \$/€)					
Immobilisations		€ 8,234,158		€ 8,200,164	Fonds propres
financières	€ 8,234,158			€ 8,234,158	Capital
				-€ 33,994	Résultat reporté
Actifs courants		€ 662,379		€ 701,269	Dettes financières
Créances	€ 662,379				
Trésorerie		€ 17,516		€ 12,621	Passifs courants
				€ 12,621	Autres
ACTIF		€ 8,914,053		€ 8,914,053	PASSIF

Compte de résultat de 2009

(Converti de dollars en euros au taux de 1,39 \$/€)

Produits de l'exercice	€	-
Services	-€	21,073
EBITDA	-€	21,073
Amortissements	€	-
EBIT	-€	21,073
Charges financières nettes	-€	11,196
Impôts	€	-
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	-€	32,268

Bilan au 30 juin 2010
(converti de dollars en euros au taux de 1.22 \$/€)

Immobilisations	€ 9,651,513		€ 9,546,052	
financières	€ 9,651,513		€ 9,651,513	Fonds propres
			-€ 105,461	Capital
				Résultat reporté
Actifs courants	€ 978,102		€ 1,084,225	
Créances	€ 978,102			Dettes financières
Trésorerie	€ 7,824		€ 7,162	
			€ 7,162	Passifs courants
				Autres
ACTIF	€ 10,637,439		€ 10,637,439	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010

(Converti de dollars en euros au taux de 1,326 \$/€)

Produits de l'exercice	€	177
Services	-€	60,547
EBITDA	-€	60,370
Amortissements	€	-
EBIT	-€	60,370
Charges financières nettes	€	-
Impôts	€	-
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	-€	60,370

2.3.2. BMC Ltd

Bilan au 31 décembre 2009 (converti de francs rwandais en euros au taux de 805 Fr/€)

Immobilisations	€ 7,620,913	€ 8,135,885	Fonds propres
corporelles € 7,620,913		€ 8,212,567	Capital
		-€ 76,682	Résultat reporté
Actifs courants	€ 1,247,577	€ 728,744	Dettes financières
Stocks € 1,070,684			
Créances € 176,893			
		€ 527,638	Passifs courants
Trésorerie	€ 523,777	€ 549,544	Fournisseurs
		-€ 21,906	Autres
ACTIF	€ 9,392,267	€ 9,392,267	PASSIF

Compte de résultat de 2009

(converti de francs rwandais en euros au taux de 781 Fr/€)

Produits de l'exercice	€ -
Achats	€ -
Marge brute	€ -
Charges opérationnelles	-€ 14,425
EBITDA	-€ 14,425
Amortissements	€ -
EBIT	-€ 14,425
Charges financières nettes	-€ 637
Impôts	€ -
Eléments exceptionnels	€ 4,290
Résultat net	-€ 10,772

Bilan au 30 juin 2010

(converti de francs rwandais en euros au taux de 735 Fr/€)

Immobilisations	€ 8,842,983	€ 7,357,488	Fonds propres
corporelles € 8,842,983		€ 8,998,622	Capital
		-€ 1,641,134	Résultat reporté
Actifs courants	€ 1,562,297	€ 1,061,391	Dettes financières
Stocks € 1,109,470			
Créances € 452,827			
		€ 2,081,962	Passifs courants
Trésorerie	€ 95,561	€ 675,248	Fournisseurs
		€ 1,406,715	Autres
ACTIF	€ 10,500,841	€ 10,500,841	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010

(converti de francs rwandais en euros au taux de 799 Fr/€)

Produits de l'exercice	€ 694,192
Achats	-€ 540,582
Marge brute	€ 153,610
Charges opérationnelles	-€ 555,938
EBITDA	-€ 402,328
Amortissements	-€ 987,605
EBIT	-€ 1,389,933
Charges financières nettes	€ 20,557
Impôts	-€ 3,922
Éléments exceptionnels	-€ 59,340
Résultat net	-€ 1,432,638

2.4 Sociétés détenant la marque SKOL

2.4.1. SKOL International Development Ltd

Bilan au 31 décembre 2009					
Immobilisations	€	-	€	308,534	Fonds propres
				€ 3,062	Capital
Actifs courants	€	1,537	€	305,472	Résultat reporté
Créances	€	1,537			
			€	4,850	Passifs courants
Trésorerie	€	311,847	€	4,850	Autres
ACTIF	€	313,384	€	313,384	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2009

Produits financiers	€	1,584
Autres produits	€	44,000
Produits de l'exercice	€	45,584
Biens et services	-€	20,400
EBITDA	€	25,185
Amortissements	€	-
EBIT	€	25,185
Charges financières nettes	-€	917
Impôts	-€	787
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	€	23,481

Bilan au 30 juin 2010

Immobilisations	€	-	€	379,447				
					€	3,062		Fonds propres
Actifs courants	€	59,282			€	376,385		Capital
Créances	€	59,282						Résultat reporté
				€	24,297			
Trésorerie	€	344,461			€	24,297		Passifs courants
								Autres
ACTIF	€	403,744		€	403,744			PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010

Produits financiers	€	6,981
Autres produits	€	100,245
Produits de l'exercice	€	107,226
Biens et services	-€	35,214
EBITDA	€	72,013
Amortissements	€	-
EBIT	€	72,013
Charges financières nettes	-€	427
Impôts	-€	673
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	€	70,913

2.4.2. SKOL International Development Luxembourg

Bilan au 31 décembre 2009

Immobilisations	€	475,974	€	2,449,218	Fonds propres
incorporelles	€	3	€	2,000,000	Capital
financières	€	475,971	€	449,218	Résultat reporté
Actifs courants	€	461,565	€	76,320	Provisions
Créances	€	461,565	€	30,664	Passifs courants
Trésorerie	€	1,618,663	€	30,664	Autres
ACTIF	€	2,556,202	€	2,556,202	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2009

Produits financiers	€	46,055
Autres produits	€	44,000
Produits de l'exercice	€	90,055
Biens et services	-€	68,489
EBITDA	€	21,566
Amortissements	€	-
EBIT	€	21,566
Charges financières nettes	-€	23,070
Impôts	-€	61,880
Éléments exceptionnels	€	240,548
Résultat net	€	177,164

Bilan au 30 juin 2010

Immobilisations	€	475,974	€	2,487,552	Fonds propres
incorporelles	€	3	€	2,000,000	Capital
financières	€	475,971	€	487,552	Résultat reporté
Actifs courants	€	736,860	€	86,185	Provisions
Créances	€	736,860	€	53,751	Passifs courants
Trésorerie	€	1,414,654	€	53,751	Autres
ACTIF	€	2,627,488	€	2,627,488	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010

Produits financiers	€	48,090
Autres produits	€	44,000
Produits de l'exercice	€	92,090
Biens et services	-€	56,949
EBITDA	€	35,141
Amortissements	€	-
EBIT	€	35,141
Charges financières nettes	-€	600
Impôts	-€	9,865
Éléments exceptionnels	€	13,658
Résultat net	€	38,334

2.4.3. SKOL Development Africa

Bilan au 31 décembre 2009

Immobilisations	€	-	€	1,643,809	Fonds propres
incorporelles	€	-		€ 150,000	Capital
financières	€	-		€ 1,493,809	Résultat reporté
Actifs courants	€	1,115,758	€	134,292	Provisions
Créances	€	1,115,758			
			€	182,930	Passifs courants
Trésorerie	€	845,273		€ 182,930	Autres
ACTIF	€	1,961,031	€	1,961,031	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2009

Produits financiers	€	5,283
Autres produits	€	760,461
Produits de l'exercice	€	765,744
Biens et services	-€	247,373
EBITDA	€	518,371
Amortissements	€	-
EBIT	€	518,371
Charges financières nettes	-€	453
Impôts	-€	31,635
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	€	486,283

Bilan au 30 juin 2010

Immobilisations	€	-	€	1,046,089	Fonds propres
incorporelles	€	-		€ 150,000	Capital
financières	€	-		€ 896,089	Résultat reporté
Actifs courants	€	909,160	€	171,868	Provisions
Créances	€	909,160			
			€	1,309,473	Passifs courants
Trésorerie	€	1,618,270		€ 1,309,473	Autres
ACTIF	€	2,527,430	€	2,527,430	PASSIF

Compte de résultat du 1er semestre 2010

Produits financiers	€	1,170
Autres produits	€	852,874
Produits de l'exercice	€	854,044
Biens et services	-€	213,527
EBITDA	€	640,517
Amortissements	€	-
EBIT	€	640,517
Charges financières nettes	-€	660
Impôts	-€	37,576
Éléments exceptionnels	€	-
Résultat net	€	602,281

3. Titres sur lesquels portent l'offre

Les titres sur lesquels porte l'offre sont des actions ordinaires d'UNIBRA.

Pour rappel, le présent rapport ne vise que les actifs africains, qui ne représentent qu'une relativement faible part de la valeur des actions d'UNIBRA. Nous renvoyons au rapport d'évaluation de BST Réviseur d'Entreprises pour l'évaluation de l'ensemble des actifs d'UNIBRA.

4. Evaluation des actifs visés

4.1. Congo-Fer s.p.r.l

Le marché immobilier kinois est peu actif, en tous cas pour les opérations entre opérateurs formels, et il n'existe aucune donnée sur les transactions éventuelles.

Nous avons donc valorisé Congo-Fer suivant deux méthodes : une capitalisation des loyers bruts et une actualisation des cash-flows libres.

Chacune de ces méthodes requiert un taux d'actualisation explicite ou implicite. Le seul taux qui est disponible pour la R.D . Congo est celui obtenu suivant la méthode des évaluations de crédit d'Erb, Harvey et Viskanta (voir annexe 1) qui donne en euros pour une société d'investissement immobilière 41,48% suivant la méthode logarithmique et 28,80% suivant la méthode linéaire. Ces taux sont cependant trop élevés pour les actifs considérés parce que la majorité des locataires sont des institutions internationales qui paient en devises fortes (euros ou dollars). Il y donc là une protection contre une partie des risques pays : risque de change et de disponibilité des devises, risque de conjoncture économique locale Mais subsistent les risques d'expropriation, de modifications réglementaires, d'arbitraire administratif ou de troubles politiques. Suivant la grille utilisée par le professeur Campbell Harvey lui-même, ceci devrait diminuer la prime de risque pays et donc le taux d'actualisation de 5 à 10%⁵ et ramener le taux suivant la méthode linéaire à 18,80 ou à 23,50%. Comme une partie des risques subsistant ont déjà leur contrepartie dans les frais engagés par Congo-Fer (gardienage, présence permanente d'un cadre expatrié), nous sommes d'avis d'utiliser le bas de cette fourchette, soit 18,80%, pour les actualisations de cash-flows nets (A contrario, nous utiliserions le haut de la fourchette pour les actualisations de revenus bruts).

Nous avons actualisé à 18,80% les projections financières du management qui couvrent la période de 2011 à 2015. Ces projections incluent la réévaluation sensible du loyer d'une des deux villas dont le bail vient à échéance, une hausse des loyers de 2% par an, pas d'inflation des coûts, pas de vacance locative et pas de frais de rénovation. Nous avons utilisé deux valeurs terminales, soit la croissance à l'infini des cash-flows nets avec une croissance de 2%, soit une valeur d'exit calculée suivant la méthode de capitalisation des loyers décrite ci-dessous. Dans le premier cas, nous obtenons 861.502 € et dans le second 1.662.657 €. La grande différence entre ces deux calculs résulte du montant de frais proportionnellement très élevés que supporte Congo-Fer. L'hypothèse sous-jacente au montant le plus élevé est qu'UNIBRA parviendrait à vendre Congo-Fer (et non pas les actifs de Congo-Fer) à un opérateur qui n'aurait pas tant de frais de gestion.

La méthode de capitalisation des loyers bruts, qui est courante en immobilier, est aussi celle qui est utilisée par la seule société cotée active en R.D. Congo, Texaf. Elle consiste à capitaliser les loyers à

⁵ 5,3% suivant nos calculs

un taux qui varie entre 14% et 22% en fonction de la stabilité du locataire et du degré de vétusté des immeubles. Dans le cas présent, nous n'avons aucune pénalité pour la stabilité des locataires, par contre nous avons adopté le coefficient 2 (sur une échelle de 1 à 4) pour la villa rénovée en 1991 et de 3 pour les autres bâtiments. Ceci nous donne une valeur de 2.460.400 € compte tenu d'une réévaluation du loyer d'une des deux villas. A nouveau, cette valeur est plus élevée que celles obtenues par la méthode d'actualisation parce qu'elle ignore les frais de gestion élevés de Congo-Fer.

Ces valeurs ne tiennent pas compte d'une éventuelle fiscalité sur les dividendes et les plus-values.

En résumé,

Méthode d'actualisation à 18,80% et croissance à l'infini	0,86 million €
Méthode d'actualisation à 18,80% et valeur d'exit	1,66 million €
Méthode de capitalisation des loyers	2,46 millions €

4.2. Nouvelle Brasserie de Madagascar

Pour la valorisation de Nouvelle Brasserie de Madagascar, nous faisons une exception à la date de référence du 7 septembre 2010. En effet, pour rappel, à cette date, l'usine de NBM n'avait pas obtenu l'autorisation d'opération et elle ne l'a obtenue que le 1^{er} octobre suite à une audience auprès du Président de la Haute Autorité de la Transition. Nous comprenons que la date d'obtention de cette autorisation était imprévisible au 7 septembre. Nous avons cependant supposé, pour les besoins de la valorisation, que nous savions le 7 septembre que l'autorisation serait accordée le 1^{er} octobre. Cette hypothèse est lourde car, a contrario, l'opérateur de téléphonie mobile Madamobil Life a dû assigner l'Etat Malgache devant les juridictions internationales pour tenter d'obtenir son autorisation d'opérer⁶ et, à l'extrême, l'investissement dans NBM aurait pu être totalement perdu. Mais, il était impossible de mettre des probabilités sur les différents scénarii envisageables entre l'autorisation immédiate, l'autorisation reportée d'une année, pas d'autorisation ...

Comme NBM est une société industrielle, opérationnelle, la méthode la plus adéquate pour la valoriser consiste à actualiser ses cash-flows futurs.

Comme pour le Congo, le seul taux qui est disponible est celui obtenu suivant la méthode des évaluations de crédit d'Erb, Harvey et Viskanta (voir annexe 1) qui donne en euros pour une brasserie 31,18% suivant la méthode logarithmique et 25,96% suivant la méthode linéaire. Comme l'investissement est totalement dépendant de l'économie et de la devise locale, comme il s'agit

⁶ <http://www.tananews.com/2010/04/madamobil-life-19-a-50-millions-de-dollars-de-dommages-et-interets/>

d'une start-up dans un marché dominé par un « incumbent » et comme les risques politiques restent importants⁷, nous ne voyons pas de raison d'appliquer un abattement sur ces taux. Tout au plus, compte tenu d'une couverture DuCroire en cas d'expropriation, nous proposons d'utiliser le taux le plus bas des deux : 25,96%.

Une partie de l'investissement d'UNIBRA dans NBM est cependant sous forme de créances subordonnées, soit d'avances d'actionnaires (lesquelles bénéficient d'une couverture du DuCroire), soit de crédits fournisseur (qui n'en bénéficient pas). Nous actualisons ces créances au taux d'actualisation obtenu par la méthode d'Erb, Harvey et Viskanta diminué de la partie prime de risque actions et diminué de 10% pour tenir compte d'une part du fait que ces créances sont en euros et d'autre part du fait que les créances à l'égard d'un fournisseur important et continu tendent à avoir priorité tandis que les avances d'actionnaires bénéficient de la couverture du DuCroire, soit 13%.

Nous nous sommes basés sur le business plan révisé du management qui postule un démarrage progressif fin 2010, un objectif de part de marché de 25%, une extension de la capacité de production à 300,000 hl, une stabilité de l'ariary contre l'euro et la traduction de l'obligation d'ouvrir le capital à des intérêts malgaches en une véritable injection de cash dans l'entreprise. Nous avons utilisé deux valeurs terminales soit la croissance à l'infini des cash-flows nets avec une croissance de 5% réels plus 2% d'inflation⁸, soit une valeur d'exit calculée sur base des multiples boursiers médians des brasseries africaines cotées (voir annexe 2).

La valeur de la participation en capital s'établit dès lors à € 1.061.841 dans le cas d'une valeur terminale basée sur une croissance à l'infini et à € 1.793.643 dans le cas d'une valeur terminale basée sur une exit value.

La valeur actualisée des créances s'établit à € 1.938.341. Ce montant est inférieur à la valeur nominale compte tenu des longs délais de remboursement et du risque qui en découle.

Le total des deux valeurs est donc de

Méthode d'actualisation à 25,96% et croissance à l'infini	3,00 millions €
Méthode d'actualisation à 25,96% et valeur d'exit	3,73 millions €

⁷ Nous lisons que NBM s'est vu imposer une interdiction de publicité pour son lancement : <http://www.tananews.com/2010/12/nbm-felix-malazarivo-bataille-dans-lillegalite/>

⁸ Ce taux de croissance à long terme élevé est justifié par les perspectives à long terme attendues des économies africaines.

4.3. Zubisko Trading Ltd

Comme Brasserie des Milles Collines, unique actif de Zubisko, est une société industrielle, opérationnelle, la méthode la plus adéquate pour la valoriser consiste à actualiser ses cash-flows futurs.

Contrairement au Congo et à Madagascar, nous disposons de deux méthodes pour estimer un coût du capital, la méthode des évaluations de crédit d'Erb, Harvey et Viskanta (voir annexe 1) qui donne, en euros pour une brasserie, 29,60% suivant la méthode logarithmique et 25,37% suivant la méthode linéaire, et la méthode des spread de crédit (voir annexe 1) qui donne 18,60% toujours en euros et pour une brasserie. Comme l'investissement est totalement dépendant de l'économie et de la devise locale et comme il s'agit d'une start-up dans un marché dominé par un « incumbent », nous ne voyons pas de raison d'appliquer un abattement sur ces taux.

Nous nous sommes basés sur le business plan révisé du management qui postule une atteinte rapide de la production initialement prévue, un démarrage d'une ligne de boissons gazeuses, une augmentation future de la capacité de production à 150,000 hl et une stabilité du franc rwandais contre l'euro. Nous avons utilisé deux valeurs terminales soit la croissance à l'infini des cash-flows nets avec une croissance de 5% réels plus 2% d'inflation, soit une valeur d'exit calculée sur base des multiples boursiers médians des brasseries africaines cotées (voir annexe 2).

Une partie de l'investissement d'UNIBRA dans Zubisko/BMC est cependant sous forme de créances, soit d'avances d'actionnaires (lesquelles bénéficient d'une couverture du DuCroire), soit de crédits fournisseur (qui n'en bénéficient pas). Nous actualisons ces créances au taux d'actualisation obtenu par la méthode d'Erb, Harvey et Viskanta diminué de la partie prime de risque actions et diminué de 10% pour tenir compte d'une part du fait que ces créances sont en euros et d'autre part du fait que les créances à l'égard d'un fournisseur important et continu tendent à avoir priorité tandis que les avances d'actionnaires bénéficient de la couverture du DuCroire, soit 12,4%.

La valeur de la participation et des créances s'établit dès lors à :

Méthode d'actualisation à 25,37% et croissance à l'infini	2,55 million €
Méthode d'actualisation à 25,37% et valeur d'exit	3,75 millions €
Méthode d'actualisation à 18,60% et croissance à l'infini	3,73 millions €
Méthode d'actualisation à 18,60% et valeur d'exit	4,62 millions €

4.4. La marque SKOL

Les méthodes habituelles de valorisation des marques :

- La mesure de l'excédent de rentabilité d'une entreprise avec une marque par rapport à une autre produisant un produit générique,
- Le coût de remplacement, c-à-d le coût de marketing nécessaire pour introduire une nouvelle marque avec la même part de marché
- La comparaison avec des marques de même part de marché

ne sont pas applicables, la première parce qu'il n'y a pas de brasseur générique et la deuxième parce qu'elle implique des études de marché, des devis d'agence de marketing et beaucoup d'hypothèses invérifiables et la troisième parce qu'il n'y a pas de comparables observables.

Par contre, comme pour UNIBRA, la marque n'est pas simplement un élément d'actif appartenant à la société qui l'exploite mais un actif qui appartient à une société spécialisée et pour lequel il y a une redevance bien identifiée et établie *at arm's length* avec des partenaires tiers, il est facile d'actualiser ce flux de redevances (diminué des frais de gestion).

Nous actualisons les revenus, sous déduction des frais de gestion, des quatre pays où la marque est exploitée (R.D. Congo, Guinée, Rwanda, Madagascar) sur base des performances historiques de la R.D. Congo et de la Guinée et des business plans du Rwanda et de Madagascar.

Le taux d'actualisation doit être basé sur le coût du capital dans les pays concernés mais affectés d'un abattement important compte tenu du fait que les redevances sont payées en devises, qu'elles ne dépendent que des volumes vendus et pas de la profitabilité des opérations et qu'il y a un historique de continuité en R.D. Congo et en Guinée. Aussi, utilisons-nous pour la R.D. Congo et pour la Guinée le même taux que pour l'immobilier (Méthode linéaire des évaluations de crédit moins un abattement de 10%, voir 4.1. Valorisation de Congo-Fer), à savoir 18,80% et pour le Rwanda le taux calculé suivant la même méthode (25,37% moins 10%), à savoir 15,37%, Comme le Rwanda est une start-up avec des incertitudes sur les volumes qui seront effectivement vendus, nous avons également fait un calcul avec seulement 5% d'abattement.

Même si les contrats de licence de marque ont une durée originale de cinq ans et une durée restant à courir inférieure, nous calculons une valeur terminale parce que nous faisons l'hypothèse qu'un opérateur ne prendra probablement pas le risque de changer une marque établie. Nous affectons cette valeur terminale d'un facteur de probabilité de 80% pour la R.D. Congo, où le groupe Castel qui a ses propres marques est opérateur, et de 100% pour le Rwanda où UNIBRA est elle-même opérateur.

Ceci nous donne une valeur de

Abattement de 5% sur le taux d'actualisation au Rwanda	€ 5,28 millions
Abattement de 10% sur le taux d'actualisation au Rwanda	€ 5,95 millions

Nous avons regardé la question de la valorisation de la marque dans les pays où elle n'est pas actuellement exploitée. Nous ne voyons pas quel incitant le groupe Castel pourrait avoir à remplacer une de ses marques par la marque SKOL et il ne nous paraît pas réaliste de mettre une valeur sur cette possibilité. Compte tenu de la concentration du marché africain entre SABMiller, Heineken et Diageo, nous ne voyons pas non plus un autre groupe brassicole être intéressé par une licence de marque. Par contre, le groupe UNIBRA pourrait lui-même exploiter cette marque dans un nouveau pays à l'instar de ce qu'il vient de faire au Rwanda et à Madagascar, même s'il n'y a aujourd'hui aucun plan pour ce faire. Cette marque a donc une valeur d'option et il existe une école (à vrai dire plus d'académiques que de praticiens) qui explique la valeur de certains actifs qui ne sont pas utilisés ou de certains investissements qui ne sont pas rentables par eux-mêmes par la théorie des options (les options dites « réelles »). Dans la mesure où il n'existe aucun plan concret, ce calcul serait évidemment totalement hypothétique et nécessiterait d'imaginer ce qu'un nouveau projet pourrait être, dans quel délai il pourrait être réalisé et dans quelle mesure la détention de la marque SKOL permettra d'éviter des coûts ou d'augmenter les revenus, ce qui ne nous est pas possible.

5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par l'offrant

En ce qui concerne les activités industrielles de brasserie (NBM et BMC), l'offrant n'a pas fait de travail d'évaluation mais a repris les valeurs comptables consolidées de la cible. Cette approche est compréhensible compte tenu du caractère très récent des deux investissements. BMC a fait l'objet d'une acquisition auprès d'un tiers fin 2009 et sa valeur comptable consolidée reflète donc des conditions de marché. NBM par contre est un projet propre d'UNIBRA de 2007-2009 et donc sa valeur comptable n'intègre pas un éventuel goodwill découlant d'un éventuel surprofit sur cet investissement.

Tant pour Congo-Fer que pour la marque SKOL, l'offrant a fait un travail d'évaluation basé une capitalisation des revenus, sans décompte des frais de gestion. Cette approche est classique pour ces types d'actifs. La difficulté est évidemment d'objectiver les multiples à utiliser, compte tenu de l'absence de référence de marché. Il a donc exprimé les taux d'actualisation implicites à cette méthode de manière à faire un test de vraisemblance.

6. Avis sur le prix proposé par l'offrant

Nous comparons dans le tableau ci-dessous nos valorisations les plus élevées avec celles calculées par l'offrant :

en m €	Valorisations de l'offrant	Valorisations maximales de ce rapport	Différences
Congo-Fer	€ 2.5	€ 2.5	€ 0.0
NBM	€ 4.7	€ 4.3	€ 0.4
Zubisko	€ 8.4	€ 4.6	€ 3.8
Marque SKOL	€ 5.1	€ 6.0	-€ 0.9
Total	€ 20.7	€ 17.4	€ 3.3

La grosse différence de valeur provient de Zubisko où deux effets se conjugent : d'une part le goodwill acté sur cette acquisition est en partie justifié par le flux de redevances qui proviendra de cet investissement, or nous avons inclut cet élément dans la valorisation de la marque⁹, et d'autre part le business plan est dégradé par rapport aux projections initiales.

Au total, la valorisation retenue par l'offrant peut être considérée comme élevée, dans la mesure où elle repose sur des business plans volontaristes dont toutes les hypothèses ne pourraient pas être réalisées. Elle nous paraît donc préserver les intérêts des détenteurs d'actions UNIBRA.

⁹ Il y a donc, à notre avis, un double comptage dans la valorisation effectuée par l'offrant à cet égard.

7. Justification de l'indépendance de l'expert

Lorentz, Deschamps et Associés (LD&A) est une firme de conseil financier pour les entreprises et leurs actionnaires, basée à Paris, et principalement active dans les opérations de fusions ou acquisitions ainsi que dans le financement à long terme.

LD&A et ses associés sont indépendants de l'offrant, de la société visée et de toutes les sociétés qui leur sont liées. LD&A et ses associés ne se trouvent dans aucune des situations visées par l'article 5 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007.

8. Rémunération et moyens de l'expert

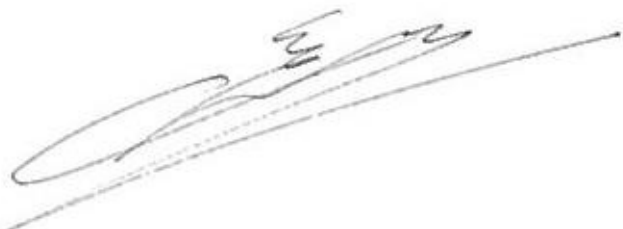
L'expert est rémunéré par une commission fixe de € 25.000 HTVA.

Il a mis à la disposition de l'offrant un de ses associés, Christophe Evers, qui, outre ses fonctions auprès de LD&A, est professeur de Corporate Finance à la Solvay Brussels School of Management and Economics (Université Libre de Bruxelles), président du comité d'audit de TEXAF, seule société cotée active en R.D. Congo, et membre de l'Association Belge des Analystes Financiers.

Il a utilisé différentes bases de données externes, notamment Bloomberg, African Finance et Capital IQ. Il a acquis les données spécifiques de coût du capital dans les pays concernés auprès de Morningstar.

Il a obtenu les informations sur les actifs de la part de l'offrant et par des discussions avec le management de la cible.

FAIT LE 13 JANVIER 2011



LORENTZ, DESCHAMPS & ASSOCIES représenté par Christophe Evers

Annexe 1 :

Détermination du coût du capital dans les pays concernés

a. Différentes approches théoriques

La détermination du coût du capital dans des marchés pré-émergents (« Frontier markets »¹⁰) pour un investisseur extérieur est un sujet délicat sur lesquels ni les auteurs, ni les praticiens n'ont une position définitive. Ce même calcul dans des pays qui n'ont pas de marchés des capitaux ouverts et raisonnablement liquides est, par définition, une question qui n'a pas de réponse théoriquement correcte.

Plusieurs approches sont néanmoins possibles

- L'International CAPM

L'International CAPM est l'approche correcte lorsque les marchés financiers sont parfaitement intégrés et que les investisseurs détiennent (ou peuvent facilement détenir) des actifs dans tous les marchés. Dans ce cas, le coût du capital est déterminé par rapport à un portefeuille de marché mondial qui comprend tous les actifs dans tous les pays. Cette approche convient bien à des investisseurs institutionnels diversifiés et pour des marchés matures, sans limitation aux mouvements de capitaux, avec des taux de change de marché au comptant et à terme, des obligations d'état à long terme liquides, une bourse des actions librement accessible etc... En pratique, même dans ces cas idéaux (au sein de l'Union Européenne par exemple), on constate que l'International CAPM ne se trouve pas vérifié et qu'il existe chez les investisseurs un « home bias »¹¹. Dans les marchés émergents, les hypothèses d'efficience sous-jacentes au modèle ne sont généralement pas vérifiées. En outre, cette approche va ignorer, par construction, le risque spécifique d'un pays et va notamment supposer que les risques de restrictions aux transferts des bénéfices, de changements réglementaires arbitraires ou d'expropriation n'existent pas.

Elle se formalise comme suit :

$$k_a = r_f + \beta_a * (r_m - r_f)$$

¹⁰ La liste du Financial Times des "Frontier Markets" comprend Argentina, Bahrain, Bangladesh, Botswana, Bulgaria, Côte d'Ivoire, Croatia, Cyprus, Estonia, Jordan, Kenya, Lithuania, Macedonia, Malta, Mauritius, Nigeria, Oman, Qatar, Romania, Serbia, Slovakia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia et Vietnam.

¹¹ Pour plus de détails, voir EVERS; Christophe, *L'intégration internationale des marchés émergents d'actions*, Bruxelles, 12^{ème} Congrès des Economistes Belges de Langue Française, 1996

ou

k_a est le coût du capital à risque pour la société a

r_f est le taux sans risque

β_a est la sensibilité au risque du marché mondial de l'action a

r_m est le return moyen des actions dans le monde

et a été développée initialement par B. Solnik ¹².

- L'approche par les volatilités relatives

Si les marchés ne sont pas totalement intégrés, le risque à prendre en compte n'est pas seulement la corrélation avec le portefeuille de marché mondial mais la totalité de la volatilité du marché boursier du pays. En effet, il n'est pas possible de se défaire de la partie locale du risque par une diversification idéale. La technique est simple : elle consiste à multiplier le coût du capital d'un marché développé supposé efficient par le rapport entre la volatilité totale du marché émergent considéré et la volatilité totale du marché développé de référence (calculé dans la même devise). ¹³ Cette approche nécessite uniquement l'existence d'un marché boursier librement accessible et d'un taux de change de marché.

Elle se formalise comme suit :

$$k_a = r_f + \beta_a * \sigma_{\text{country}} / \sigma_{\text{reference}} * (r_m - r_f)$$

ou

k_a est le coût du capital à risque pour la société a

r_f est le taux sans risque

β_a est la sensibilité au risque d'un marché développé de référence de l'action a

σ_{country} est la volatilité moyenne du return des actions du pays considéré

$\sigma_{\text{reference}}$ est la volatilité moyennes du return des actions du pays développé de référence

r_m est le return moyen des actions dans le pays développé de référence

¹² SOLNIK, Bruno, « An Equilibrium Model of the International Capital Market », *Journal of Economic Theory*, 8 : 500-524, 1974

¹³ Sur cette approche, voir notamment BUDYAK, J.T., "Developing Discount Rates in a Global Environment", *Valuation Strategies*, Jan/Feb. 9,(3), 2006, et les auteurs qu'il cite

- L'approche par le spread de crédit

Une autre approche consiste à ajouter au coût du capital dans un marché développé une prime de risque spécifique pour un pays. Cette prime de risque peut être mesurée par le spread de crédit entre une obligation internationale en devise forte du pays en question et une obligation de mêmes maturité et devise du pays développé de référence. Cette approche prend en compte plusieurs types de risque, notamment le risque sur les réserves de change et sur les finances publiques, mais pas les éventuels risques spécifiques aux actions (volatilité de l'économie, instabilité réglementaire, expropriation ...). Une approche retenue pour tenir compte de l'exposition additionnelle des actions par rapport aux obligations au risque pays est de multiplier la spread de crédit par la volatilité relative des actions par rapport à celle des obligations.

Cette approche a été développée par le professeur A. Damodaran¹⁴ et se formalise comme suit :

$$k_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f) + \lambda_a * CS * \sigma_{equity} / \sigma_{bond}$$

où

k_a est le coût du capital à risque pour la société a

r_f est le taux sans risque

β_a est la sensibilité au risque d'un marché développé de référence de l'action a

λ_a est la sensibilité au risque pays de l'action a

CS est le spread de crédit entre le pays examiné et le pays développé de référence

σ_{equity} est la volatilité moyenne du return des actions

σ_{bond} est la volatilité moyennes du return des obligations

r_m est le return moyen des actions dans le pays développé de référence

Peu de pays africains ont cependant des obligations internationales¹⁵ et notamment pas la R.D. Congo, le Rwanda, la Guinée ou Madagascar.

¹⁴ DAMODARAN, Aswath, *Measuring Company Exposure to Country Risk : Theory and Practice*, SSRN Working Paper, 2003

¹⁵ L'Égypte, le Royaume du Maroc, le Nigeria, les Îles Seychelles ont des anciennes Brady bonds. Le Gabon (2007-2017 1,000 m\$ 8.2% BB-), le Ghana (2007-2017 750 m\$ 8.5% B+) et la République du Congo (2007-2029

- L'approche par les évaluations de crédit (Credit Ratings)

Toutes les approches précédentes nécessitent soit des marchés boursiers, soit des obligations en devises (ou des obligations en devise locale et un marché à terme des devises) pour les pays concernés, et ne peuvent donc, stricto sensu, pas s'appliquer aux pays qui nous intéressent, à savoir Madagascar, le Rwanda, la R.D. du Congo et indirectement la Guinée. C'est pour tenter de résoudre ce problème assez général qu' Erb, Harvey et Viskanta¹⁶ ont proposé une méthode totalement différente. Ils sont partis des returns boursiers de tous les pays qui disposent d'un marché boursier et ont régressé ces returns sur des évaluations de crédit de ces pays. Ils ont ensuite extrapolé, soit de manière linéaire, soit de manière logarithmique, ces résultats sur les pays sans marché boursier. L'avantage de cette méthode est qu'*Institutional Investor*¹⁷ publie depuis 1979 des évaluations de crédit pour tous les pays du monde basées sur des enquêtes auprès de banquiers.

La formalisation est simplement :

$$R_t = \alpha + \beta_c * C_{t-1} + \varepsilon \text{ ou } R_t = \alpha + \beta_c * \log(C_{t-1}) + \varepsilon$$

où

R_t est le return attendu pour le pays concerné en période t

α est l'intersection de la régression

β_c est le coefficient de régression pour le pays c

C_{t-1} est l'évaluation de crédit pour le pays c en période t-1

ε est le coefficient d'erreur

2.5% Unrated émis à 55%) ont émis des Eurobonds en 2007. Le Nigeria devrait émettre un Eurobond de 500 m\$ très prochainement.

¹⁶ Erb, C. B., C. R. Harvey and T. E. Viskanta, "Expected Returns and Volatility in 135 Countries" *The Journal of Portfolio Management*, Spring, 46-58, 1996

¹⁷ www.institutionalinvestor.com/Research/157/1005/0/0/0/Country_Credit_Ratings/Global_Credit_Rankings.html

b. Le coût du capital d'après la méthode des évaluations de crédit

La société d'information financière Morningstar de Chicago (anciennement Ibbotson Associates) publie chaque année un calcul du coût du capital dans tous les pays du monde calculé sur base de la méthode d'Erb, Haley et Viskanta¹⁸.

Les résultats de l'édition 2010 sont les suivants (en dollars) :

	<u>Méthode logarithmique</u>	<u>Méthode linéaire</u>
Rwanda	37.56%	32.38%
Madagascar	34.74%	31.28%
R.D . Congo	44.46%	34.41%
<i>Belgique</i>	<i>12.43%</i>	<i>12.06%</i>

Ces résultats de l'édition 2010 sont cependant basés sur l'enquête *Institutional Investor* de septembre 2009. Nous les avons recalculés sur base de l'enquête de septembre 2010, du taux d'intérêt à long terme du 7 septembre 2010 (Treasury 2040 : 3.67%) et de la prime de risque du marché américain de septembre 2010 (5.10%¹⁹) et obtenons les résultats suivant (en dollars) :

	<u>Méthode logarithmique</u>	<u>Méthode linéaire</u>
Rwanda	32.52%	28.29%
Madagascar	34.10%	28.88%
R.D . Congo	44.40%	31.72%
<i>Belgique</i>	<i>9.49%</i>	<i>9.48%</i>

Ces résultats doivent encore être convertis en euros sur base du taux d'intérêt à long terme du 7 septembre 2010 (Bund 2040 : 2.85%)²⁰

¹⁸ <http://corporate.morningstar.com/ib/asp/subject.aspx?xmlfile=1423.xml>

¹⁹ Source : Prof. Damodaran pages.stern.nyu.edu/~adomadar/

²⁰ Pour des raisons de cohérence, nous n'avons pas adapté le niveau de la prime de risque qui semble plus élevée en Europe (7.5% en septembre 2010 d'après Associés en Finance cité par www.vernimmen.net)

<i>En euros</i>	<u>Méthode logarithmique</u>	<u>Méthode linéaire</u>
Rwanda	31.70%	27.47%
Madagascar	33.28%	28.06%
R.D . Congo	43.58%	30.90%
<i>Belgique</i>	8.67%	8.66%

Ces coûts du capital sont ceux pour la moyenne du marché. Or les brasseries ont typiquement un β plus faible que 1. Nous retenons la médiane des brasseries cotées en Afrique de 0.59²¹ sur base d'un échantillon réduit, mais ce chiffre est confirmé par le prof. Damodaran qui calcule 0.51 pour un échantillon de 122 sociétés de boissons alcoolisées dans les pays émergents²².

Finalement, nous obtenons

<i>En euros pour les brasseries</i>	<u>Méthode logarithmique</u>	<u>Méthode linéaire</u>
Rwanda	29.60%	25.37%
Madagascar	31.18%	25.96%
R.D . Congo	41.48%	28.80%

Le β pour les sociétés d'investissement immobilières (R.E.I.T.) dans les pays émergents est également de 0.59 selon le Prof Damodaran (échantillon de 33 sociétés), si bien que le coût du capital est le même que pour une brasserie.

c. Coût du capital d'après la méthode du spread de crédit

Nous pouvons également essayer d'appliquer la méthode du spread de crédit.

Le Rwanda a une notation Fitch de B- (qui correspond à B3 chez Moody's). Si nous appliquons les paramètres du Prof. Damodaran qui a inventé cette méthode, soit un spread de crédit moyen de 650 bp pour les obligations B3, une volatilité des actions de 61% et une volatilité des obligations de 35%, nous obtenons un coût du capital en euros pour le marché rwandais de :

$$2.85\% + 7.50\% + 6.50\% * 0.61/0.35 = 21.68\%$$

²¹ Voir annexe 2

²² Source : Prof. Damodaran pages.stern.nyu.edu/~adomadar/

et pour les brasseries au Rwanda de :

$$2.85\% + 0.59 * 7.50\% + 6.50\% * 0.61/0.35 = 18.60\%$$

Annexe 2 :

Brasseries africaines cotées en bourse

Company Name	Country	Security Tickers	Parent Company	Latest Annual Report	Local Currency	Market Cap (in m\$)	Net Debt (in m\$)	Revenues (in m\$)	CF from Operations (in m\$)	Net Profit (in m\$)	Production (in hl)	Bêta	EV/Sales	EV/Op CF	P/E	EV/Prod (in
																\$/hl)
Accra Brewery Company Ltd.	Ghana	GHSE:ABL	SABMiller plc	2009	GHS	16.82	5.38	22.64	14.93	(1.62)	400,000	0.60	0.98	1.49	n.a.	56
Cervejas de Mocambique	Mozambique	MSE:CDM	SABMiller plc	2009	MZN	121.08	(7.35)	133.77	36.75	24.32	1,400,000		0.85	3.09	4.98	81
Champion Breweries Plc	Nigeria	NGSE:CHAMPION	Sona Group Nigeria	2006	NGN	13.2	0.32	7.26	(1.99)	(2.78)			1.86	n.a.	n.a.	n.a.
Delta Corp. Ltd.	Zimbabwe	ZMSE:DELTA	SABMiller plc	2010	USD	667.0	7.7	324.0	28.6	39.7	4,225,000		2.08	23.59	16.80	160
East African Breweries Ltd.	Kenya	KN:EABL	Diageo plc	2008	KES	1,969.58	(8.25)	402.55	155.55	113.8	4,630,000	0.88	4.87	12.61	17.31	424
Guinness Ghana Breweries Ltd.	Ghana	GHSE:GGBL	Diageo plc; Heineken Holding NV	2007	GHS	172.95	238.22	82.37	138.49	9.42		0.60	4.99	2.97	18.36	n.a.
Guinness Nigeria	Nigeria	NGSE:GUINNESS	Diageo plc	2008	NGN	3,482.79	(187.21)	857.16	245.54	146.95	3,500,000	0.57	3.84	13.42	23.70	942
Namibia Breweries Ltd.	Namibia	NMSE:NBS	Diageo plc ; Heineken NV	2009	NAD	253.94	(8.95)	238.37	33.89	25.63	2,000,000		1.03	7.23	9.91	122
National Breweries	Zambia	LUSE:NATBREW	SABMiller plc	2010	ZMK	89.25	0.41	64.22	9.37	6.45			1.40	9.57	13.85	n.a.
Nigerian Breweries Plc	Nigeria	NGSE:NB	Heineken NV	2009	NGN	7,225.2	(140.15)	2,034.78	935.22	345.91	9,000,000	0.73	3.48	7.58	20.89	787
Phoenix Beverages Limited	Mauritius	MT:PBL		2009	MUR	102.55	1.76	96.09	20.6	5.53	1,200,000	0.54	1.09	5.06	18.53	87
Sechaba Brewery Holdings Ltd.	Botswana	BSM:SECHABA	Holds 60% of the breweries next to SABMiller	2010	BWP	224.21	0	110.26	0	22.34	1,545,000	0.42	2.03	n.a.	10.04	145
Tanzania Breweries	Tanzania	TZ:TBL	SABMiller plc	2010	TZS	348.82	89.91	350.68	109.86	61.43	2,850,000		1.25	3.99	5.68	257
Zambian Breweries plc	Zambia	LUSE:ZAMBREW	SABMiller plc	2010	ZMK	189.58	75.41	174.43	30.61	9.19			1.52	8.66	20.64	n.a.
Average												0.61	2.23	8.27	15.06	306
Median												0.59	1.69	7.40	17.05	152

Source : Bloomberg (for the stock prices and betas), AfricanFinancials.com (for the annual reports), Financial Times (for the exchange rates)

Annexe 3 :

Acquisitions de brasseries africaines

All Transactions							Total	Implied
Announced Date (Including Bids and Letters of Intent)	Target/Issuer	Buyers/Investors	Sellers	Business Description [Target/Issuer]	Value (\$USDmm)	Percent Sought (%)	Transaction Comments	Enterprise Value (\$USDmm, Historical rate)
07/16/2009	Serengeti Breweries Limited (Tanzania)	East African Breweries Ltd.	-	Serengeti Breweries Limited produces mid and strong beers, and energy drinks. The company is based in Dar es Salaam, Tanzania. As of October 26, 2010, Serengeti Breweries Limited operates as a subsidiary of East African Breweries Ltd.	60.4	51.0	East African Breweries Ltd. entered into a conditional agreement to acquire a substantial interest in Serengeti Breweries Limited from existing shareholders on July 16, 2009. Serengeti Breweries reported gross assets of TZS 83,438 million as at December 31, 2008. The transaction is subject to approval by Tanzania Fair Competition Commission and East African Breweries' shareholders. Serengeti Breweries will form an integral part of East African Breweries East African supply footprint providing additional capacity to Kenya and Uganda. East African Breweries' shareholders approved the deal on October 21, 2010. As on August 18, 2009, The London High court granted an injunction to SABMiller blocking East African Breweries from breaching their partnership agreement via the acquisition of Serengeti Breweries Limited. The injunction will expire on January 17, 2011. As of July 29, 2010, the deal has been approved by the Tanzanian Fair Competition Commission.	118.43
11/27/2008	Pabod Breweries Limited (Nigeria)	SABMiller plc (LSE:SAB); Groupe Castel	Brewtech GmbH	Pabod Breweries Limited engages in the manufacture, distribution, and sale of beer. The company was incorporated in 1978 and is based in Port Harcourt, Nigeria.	-	57.0	SABMiller plc (LSE: SAB) and Groupe Castel signed an agreement to acquire 57% stake in Pabod Breweries Ltd. from Brewtech GmbH and Rivers State Government on November 27, 2008. SABMiller will acquire 45.6% stake while Groupe Castel will acquire 11.4% stake. On Pabod's new board, SABMiller will have five seats, the Rivers State government two, the Bayelsa State one, and all others also one.	-
06/23/2008	Sierra Leone Brewery Limited (Sierra Leone)	Heineken Holding NV (ENXTAM:HEIO)	-	Sierra Leone Brewery Limited owns and operates a brewery. The company was founded in 1961 and is based in Freetown, Sierra Leone. As of June 23, 2008, Sierra Leone Brewery Limited operates as a subsidiary of Heineken Holding NV.	-	40.6	Heineken Holding NV (ENXTAM: HEIO) acquired an additional 40.6% stake in Sierra Leone Brewery Limited on June 23, 2008. Heineken Holding already held 42.5% stake in Sierra Leone Brewery.	-
01/14/2008	Tango S.a.r.l. (Algeria)	Heineken NV (ENXTAM:HEIA)	Groupe Mehri	Tango S.a.r.l. brews alcoholic beverages including beer. The brewery has a production capacity of 750,000 hectolitres. The brand portfolio consists of the mainstream beer brand Tango, and two brands in the economy segment, Samba and Fiesta. The company was founded in 2001 and is based in Rouba, Algeria. As of January 14, 2008, Tango S.a.r.l. is a subsidiary of Heineken NV.	-	100.0	Heineken NV (ENXTAM: HEIA) acquired Tango sarl from Group Mehri on January 14, 2008. The financial terms of the transaction were not disclosed. The transaction has been funded from existing cash resources and will be earnings enhancing in 2008 and value enhancing in 2012.	-
12/19/2006	Société de Production et de Distribution des Boissons S.A. (Tunisia)	Heineken NV (ENXTAM:HEIA)	-	Société de Production et de Distribution des Boissons S.A. operates as a brewery which engages in the production of alcoholic beverages. The company is based in Tunisia.	35.55	49.99	Heineken N.V. acquired a 49.99% stake in Société de Production et de Distribution des Boissons S.A. for a reported value of approximately €27 million in cash on December 19, 2006.	71.12

Source : Capital IQ

ANNEXE 5.
RAPPORT ANNUEL 2009 D'UNIBRA
(COMPTES ANNUELS ET CONSOLIDES AU 31 DECEMBRE 2009 ET RAPPORT DU COMMISSAIRE)



RAPPORT ANNUEL

2009

TABLE DES MATIÈRES

MESSAGE DU PRÉSIDENT	3
CHIFFRES CLÉS - RATIOS	5
ORGANIGRAMME	6
RAPPORT DE GESTION	7
Evénements postérieurs à la clôture de l'exercice - Evolution et perspectives	7
Résultats consolidés	7
Résultats statutaires (UNIBRA s.a.)	10
Activité financière	11
Activité industrielle	12
Activité immobilière	13
Principaux risques et incertitudes	14
Déclaration des personnes responsables	14
CORPORATE GOVERNANCE	15
1. Conseil d'administration	15
2. Commissaire	16
3. Gestion journalière - Comités	16
4. Comités du Conseil d'Administration	17
5. Politique d'affectation du résultat	18
6. Politique relative aux transactions et autres relations contractuelles entre les sociétés liées et les administrateurs et managers exécutifs	18
7. Directives 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)	18
STRUCTURE DU CAPITAL	19
RÉSOLUTIONS PROPOSÉES À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE	20
ÉTATS FINANCIERS CONSOLIDÉS	22
Bilan	22
Compte de résultats par nature	24
Tableau des flux de trésorerie	25
Variations de capitaux propres	26
Annexes aux comptes consolidés	27
Rapport du commissaire sur les comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2008	44
ÉTATS FINANCIERS STATUTAIRES ABRÉGÉS DE UNIBRA S.A.	46
Bilan au 31 décembre 2009	46
Compte de résultats statutaires	48
AGENDA DE L'ACTIONNAIRE	50
ACTES CONSTITUTIFS ET MODIFICATIFS	50



MESSAGE DU PRÉSIDENT

La société UNIBRA S.A. fête cette année son cinquantième anniversaire.

Rendons hommage à son fondateur Michel RELECOM qui, avec lucidité et dynamisme, a profondément marqué de son empreinte le développement et la croissance du Groupe. Il fut à l'origine des grandes options stratégiques qui, aujourd'hui encore, sont sous-jacentes à nos activités, tant dans le secteur industriel que dans le secteur immobilier.

Nous tenons également à exprimer notre très vive reconnaissance à tous ceux qui, à des titres divers, ont participé aux multiples initiatives qui ont permis au groupe Unibra de mener à bien ses activités tant ici en Europe que sur le continent africain.

Formons le vœu que nous puissions, au cours de ces prochaines décennies, poursuivre avec succès notre mission et ce pour répondre à cette confiance que nos actionnaires nous accordent depuis tant d'années.

L'année 2009 fut une année contrastée pour le Groupe Unibra.

- Notre secteur immobilier enregistre des performances satisfaisantes, faisant état fin décembre 2009 d'un taux d'occupation élevé (97,5 %).

Nous avons acquis au cours de cet exercice 100 % de la société anonyme Terre à Terre, propriétaire d'un immeuble semi-industriel à Wavre.

Le Groupe vient également d'acquies, en février 2010, une participation de 40 % dans la société immobilière Uni-Invest s.a, propriétaire d'un immeuble mixte (commercial et bureaux) de 6.500 m² situé à Anderlecht.

Nous poursuivons également notre promotion immobilière à Tubize. Celle-ci concerne la construction d'un bâtiment de 27 appartements qui sera achevé cette année.

Ces diverses opérations reflètent bien notre volonté de saisir les opportunités offertes actuellement par le marché immobilier.

- Au niveau industriel, nos résultats sont sensiblement inférieurs à nos prévisions.

Nous avons en 2009 pu concrétiser l'acquisition de 51 % de la société Zubisko Trading Limited, actionnaire unique de la société brassicole BMC (Brasserie des Mille Collines) Limited au Rwanda. Cette brasserie a entamé ses activités de production et de commercialisation fin février 2010.

Nous espérons ainsi pouvoir favoriser au sein de ce marché la diffusion de notre marque Skol.

Par contre, la Nouvelle Brasserie de Madagascar, opérationnelle depuis septembre 2009, est toujours privée d'activité, faute d'avoir obtenu le permis d'exploitation qui doit être délivré par le Ministère de l'Economie et de l'Industrie et ce pour des motifs à ce jour non explicités.

La brasserie est maintenue en état de fonctionnement et des démarches sont entreprises au plus haut niveau en vue de résoudre ce problème préoccupant et générateur de coûts non négligeables.

Notre accord de partenariat signé en mars 2008 avec le Groupe Castel n'a pas eu, au cours de l'exercice écoulé, les effets bénéfiques que nous pouvions attendre.

Plusieurs projets programmés dans le cadre de ce partenariat ont été postposés ou annulés. Nous espérons en 2010 voir la concrétisation des espoirs que cet accord nous permet d'entrevoir.

Ces retards et contretemps divers ont eu pour effet d'affecter sensiblement la contribution de notre secteur industriel aux résultats 2010.

- Le secteur financier, quant à lui, a contribué de manière favorable à l'obtention de nos résultats. La répartition sectorielle du résultat net fait en effet apparaître une contribution du secteur financier de 4.093.094 EUR pour l'exercice 2009 alors qu'elle était négative à concurrence de 4.818.641 EUR en 2008.

De plus, le redressement des marchés boursiers a permis d'augmenter la réserve de réévaluation des actifs disponibles à la vente de 3,5 millions d'EUR, alors qu'elle avait dû être réduite de EUR 7,7 millions en 2008.

Notre bilan consolidé laisse apparaître un résultat net (IFRS), part du Groupe de EUR 91.489 contre EUR 21.491.594 en 2008. Rappelons que l'exercice 2008 avait été fortement marqué par des cessions d'actifs qui avaient généré un résultat record pour la société. Hors activités cédées, le résultat net 2008 affichait une perte de plus de EUR 9 millions.

Aucune cession significative d'actifs n'est intervenue en 2009 qui fait état d'un résultat global attribuable au Groupe de EUR 3,4 millions contre EUR 14,1 millions en 2008.

Notre Conseil proposera à l'Assemblée Générale la distribution d'un dividende net inchangé de 1,20 EUR.

Au nom de mes collègues, je tiens à remercier les membres de notre équipe qui, dans des conditions souvent difficiles, ont tout mis en œuvre pour assurer une évolution favorable de nos diverses activités.

Nous espérons que, pour célébrer dignement le cinquantième anniversaire de notre société, nous atteindrons les objectifs que nous nous sommes assignés pour l'année 2010.

Enfin, nous tenons également à remercier nos actionnaires pour la confiance qu'ils nous accordent et le soutien qu'ils nous apportent.

Le 12 avril 2010



A handwritten signature in blue ink, which appears to read 'Baudouin Michiels'. The signature is fluid and cursive, with a horizontal line underneath it.

Baudouin Michiels
Président

CHIFFRES CLÉS - RATIOS

Chiffres clés (en milliers d'euros)	2009	2008	2007
-------------------------------------	------	------	------

Comptes consolidés (IFRS) :

Résultat net/quote-part du groupe	91	21.491	4.695
Capitaux propres/quote-part du groupe	137.620	135.483	122.648

Comptes statutaires :

Résultat net	8.364	-4.932	2.321
Dividendes bruts	1.283	1.283	1.283
Capitaux propres ex dividende	76.702	69.621	81.394

Données par action (en EUR)	2009	2008	2007
-----------------------------	------	------	------

Nombre d'actions : 801.900

Résultat net consolidé/part du groupe	0,11	26,8	5,85
Résultat net statutaire	10,43	-6,15	2,89
Dividende brut	1,60	1,60	1,60
Dividende net	1,20	1,20	1,20
Cours boursier au 31.12	160,20	139,99	102,10
Cours boursier maximum	163,00	150,10	124,80
Cours boursier minimum	139,00	95,00	95,00
Valeur estimée au 31.12 *	184,67	181,98	172,38

Ratios	2009	2008	2007
--------	------	------	------

Cours/bénéfice net consolidé au 31.12	1.404,15	5,22	17,44
Rendement brut **	1,14%	1,57%	1,61%
Return boursier brut de l'année ***	15,58%	38,68%	9,09%
Pay-out/bénéfice consolidé	1.402,40%	5,97%	27,33%

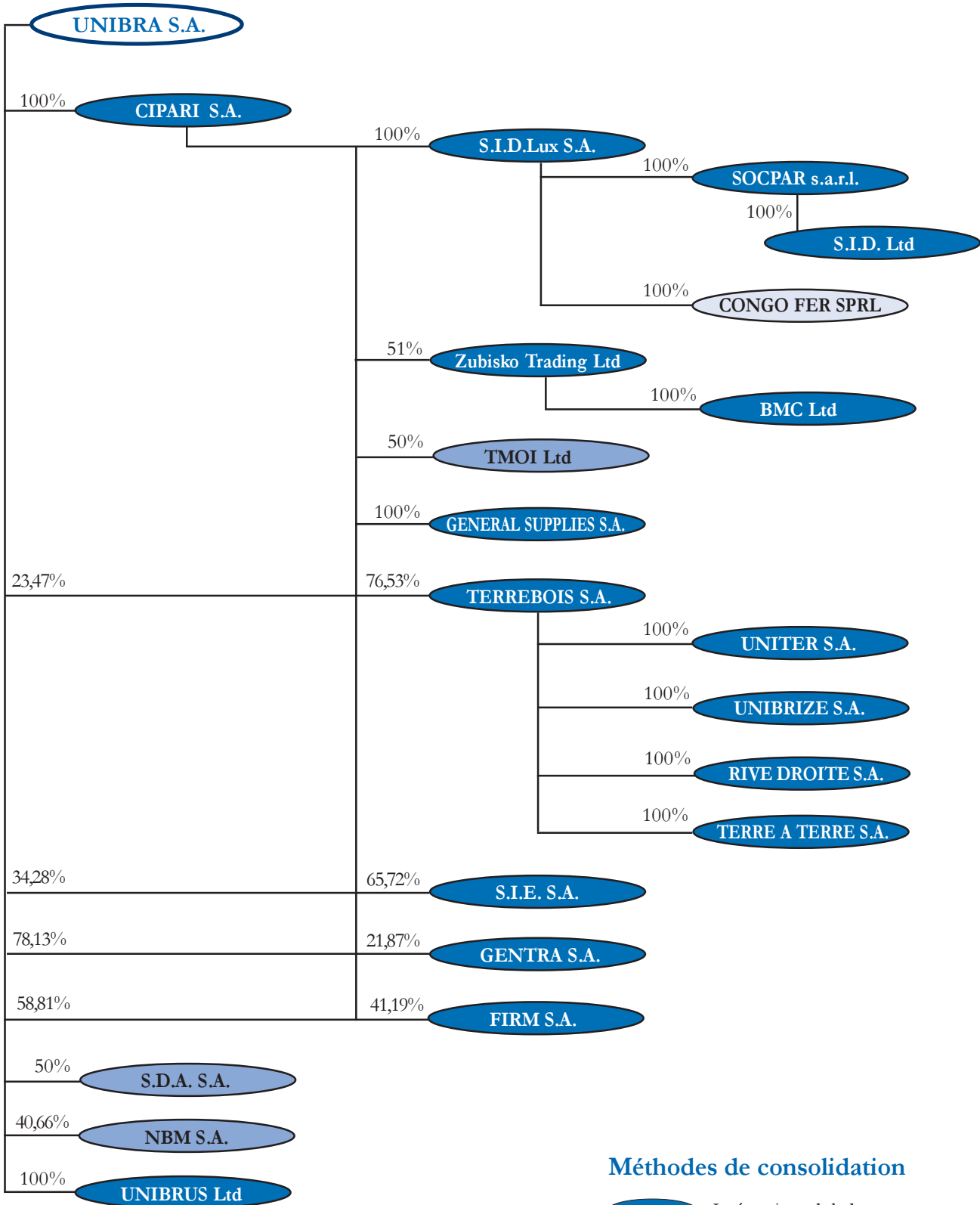
* La valeur estimée est établie sur base des actifs nets des différentes sociétés du groupe. En ce qui concerne les immeubles, une valeur de marché sur base d'estimations internes a été retenue. Le portefeuille titres est valorisé au cours de bourse pour les titres cotés et à la *fair value* pour les titres non cotés. Les devises sont reprises au cours de clôture.

** Dividende brut (année n-1) perçu au cours de l'exercice comparé au cours boursier au 01/01.




*** Cours boursier au 31/12 majoré du dividende brut (année n-1) perçu au cours de l'exercice comparé au cours du 01/01.

ORGANIGRAMME

Situation au 31 décembre 2009



Méthodes de consolidation

-  Intégration globale
-  Mise en équivalence
-  Non-consolidée

A l'assemblée générale ordinaire des actionnaires du 26 mai 2010

Nous avons l'honneur de vous présenter le rapport de gestion de la société au cours de son 50ème exercice social clôturé le 31 décembre 2009 et de soumettre à votre approbation les comptes sociaux et nos propositions de répartition bénéficiaire.

L'exercice 2009 se clôture par un résultat consolidé (IFRS) part du groupe de EUR 91.489 contre EUR 21.491.594 en 2008.

L'exercice précédent avait été fortement marqué par des cessions d'actifs qui avaient produit un résultat record pour la société. Toutefois, hors activités abandonnées, le résultat net 2008 affichait une perte de plus de EUR 9 millions.

Aucune cession significative d'actifs n'est intervenue durant l'exercice 2009 qui présente un résultat global attribuable au groupe de EUR 3,4 millions contre EUR 14,1 millions en 2008.

Le redressement des marchés boursiers a notamment permis d'augmenter la réserve de réévaluation des actifs disponibles à la vente de EUR 3,5 millions alors qu'elle avait dû être réduite de EUR 7,7 millions en 2008.

Au plan industriel, 2009 a vu l'acquisition de 51 % de ZUBISKO TRADING LTD, actionnaire unique de la société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda. Cette brasserie a débuté son activité de production et de commercialisation fin février 2010.

Par contre, la Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM) opérationnelle depuis septembre 2009 est privée d'activités faute d'avoir obtenu " l'autorisation d'opérer " émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs à ce jour non explicités. La brasserie est maintenue en état de fonctionnement, prête à démarrer et les démarches entreprises au plus haut niveau font espérer une issue favorable à ce problème. Cet investissement fait l'objet d'une couverture auprès de l'Office National du Ducroire qui a été informé de la situation.

En ce qui concerne le secteur immobilier, notre filiale Terrebois s.a. a acquis 100 % de la société Terre à Terre s.a, propriétaire d'un immeuble semi-industriel entièrement loué dans le zoning de Wavre Nord.

Malgré la crise, le taux de vacance locative des immeubles a pu être maintenu en 2009 à un niveau très bas (2,5 %). Toutefois, la faiblesse du marché induit des coûts plus élevés de rénovation et de relocation.

Evénements postérieurs à la clôture de l'exercice -

Evolution et perspectives

Le groupe a également acquis, en janvier 2010, via une nouvelle filiale à 40 %, Uni-Invest s.a, un immeuble mixte commercial (2.045 m²) et bureaux (4.572 m²) situé à Anderlecht, Boulevard Sylvain Dupuis 243.

Cette opération s'inscrit dans le cadre d'une volonté de saisir les opportunités offertes par le marché immobilier.

En matière industrielle, l'accent est mis pour 2010 sur le démarrage de nos activités brassicoles au Rwanda et à Madagascar ainsi que sur le développement de la marque Skol en Afrique dans le cadre du partenariat créé à cet effet en 2008.

Les perspectives font apparaître pour 2010 une prévision de résultat statutaire en ligne avec 2009 mais les incertitudes qui persistent sur les marchés financiers et les difficultés rencontrées à Madagascar qui retardent le début des activités de la filiale (à 40 %) NBM, ne nous permettent pas de formuler une projection précise du résultat consolidé.

Résultats consolidés

Au cours de l'exercice, le périmètre de consolidation a connu quelques modifications suite principalement à deux acquisitions :

- L'une à caractère immobilier : l'acquisition via la filiale TERREBOIS, en février 2009, de 100 % de TERRE A TERRE SA, propriétaire d'un immeuble mixte logistique (8.000 m²) et bureaux (2.600 m²) situé dans la périphérie de la ville de Wavre et entièrement loué. Cette opération s'inscrit dans le cadre d'une volonté de diversifier le patrimoine immobilier du groupe.

- L'autre à caractère industriel : l'acquisition via la filiale CIPARI, en décembre 2009, de 51 % de ZUBISKO TRADING LTD, actionnaire unique de la société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda. Cette opération s'inscrit dans le cadre du redéploiement industriel du groupe.

Le résultat opérationnel au 31 décembre 2009 (EUR -282.242) est en amélioration par rapport au résultat opérationnel au 31 décembre 2008 (EUR -671.610).

Le résultat net part du groupe s'élève à EUR 91.489 contre EUR 21.491.594 en 2008. Ce dernier s'expliquait principalement par des plus-values dégagées à l'occasion de cessions d'actifs. Le résultat net 2008, hors activités abandonnées, s'élevait à EUR -9.066.170.

Le résultat global part du groupe s'établit à EUR 3.420.044 au 31 décembre 2009 contre EUR 14.118.454 au 31 décembre 2008.

Compte de résultats EUR	31 décembre 2009	31 décembre 2008
Produits opérationnels	7.097.914	5.339.660
Charges opérationnelles	-6.723.769	-5.980.846
Quote part dans le résultat des part. mises en équivalence	-656.386	-30.424
Résultat opérationnel avant impôts	-282.242	-671.610
Pertes de valeur		-8.484.799
Profit (perte) sur cession d'actifs non financiers	263.272	-6.970
Profit (perte) sur actifs financiers disponibles à la vente	231	1.411.789
Profit (perte) sur actifs financiers à des fins de transactions	43.429	-1.449.652
Résultat avant impôts	24.691	-9.201.242
Charges (produits) d'impôt sur le résultat	-14.630	135.072
Résultat après impôts, hors activités abandonnées	10.061	-9.066.170
Résultat après impôts des activités abandonnées		
Quote part dans le résultat net		-1.095.083
Profit (perte) sur cessions		31.652.846
Résultat consolidé	10.061	21.491.594
Attribuable aux intérêts minoritaires	-81.428	
Attribuable au groupe	91.489	21.491.594
<i>Nombre d'actions en circulation</i>	<i>801.900</i>	<i>801.900</i>
<i>Résultat par action</i>	<i>0,11</i>	<i>26,80</i>
Variation de juste valeur des actifs financiers disponibles à la vente	3.549.529	-7.688.679
Variation des écarts de conversion	-196.719	315.539
Résultat global	3.362.871	14.118.454
Attribuable aux intérêts minoritaires	-57.173	
Attribuable au groupe	3.420.044	21.491.594
<i>Nombre d'actions en circulation</i>	<i>801.900</i>	<i>801.900</i>
<i>Résultat par action</i>	<i>4,26</i>	<i>26,80</i>

En application de l'IFRS 5, l'impact des cessions en 2008 de Sobragui, Brasserie Skol d'Algérie et Sonem a été identifié distinctement dans une section dénommée " Résultat des activités abandonnées ".

Le résultat opérationnel s'améliore de EUR 389.368, suite à une augmentation des produits locatifs des immeubles (+EUR 959.356) résultant notamment des récentes acquisitions et des intérêts de placements (+EUR 945.921), partiellement compensée par les impacts négatifs d'une hausse des amortissements (-EUR 583.765) et d'une détérioration de la quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence (-EUR 625.962).

Les pertes de valeur 2008 (- EUR 8,48 millions) comprenaient principalement les pertes sur titres disponibles à la vente présentant un caractère significatif ou durable (dont Fortis pour EUR 4,9 millions). Aucune perte de valeur de cette nature n'a dû être actée en 2009.

Les profits sur cessions d'actifs disponibles à la vente et sur actifs détenus à des fins de transactions sont en ligne par rapport à 2008.

Ces éléments portent le résultat net consolidé part du groupe de l'exercice à EUR 91.489.

Le résultat global part du groupe s'inscrit quant à lui à EUR 3.420.044 essentiellement suite à l'effet positif pour EUR 3,5 millions des variations de juste valeur des actifs financiers disponibles à la vente qui accroissent les réserves de réévaluation.

Répartition sectorielle du résultat net (en milliers d'euros)	31 décembre 2009	31 décembre 2008
Activité immobilière	-171	-947
Activité financière	4.093	-4.819
Activité industrielle	-1.670	29.049
Non affecté	-2.241	-1.792
Résultat net de l'exercice	10	21.492
Attribuable aux intérêts minoritaires	-81	
Attribuable au groupe	91	21.492

Résultats statutaires (UNIBRA s.a.)

L'exercice 2009 se clôture par un profit de EUR 8.364.155 contre une perte de EUR 4.931.985 au 31 décembre 2008.

EUR	Exercice 2009	Exercice 2008
Résultat courant	10.808.420	-10.502.722
Résultat exceptionnel	-2.444.265	12.737
Impôts		1
Prélèvement sur les réserves immunisées		5.558.000
Résultat net de l'exercice	8.364.155	-4.931.985

Le résultat courant comprend :

- les produits des immobilisations financières pour un montant de EUR 9,5 millions contre EUR 1,2 million en 2008, suite à une augmentation du dividende servi par la filiale CIPARI et au dividende de 0,5 million servi par SDA ;
- les dividendes et intérêts sur actifs circulants de EUR 1,7 million quasiment inchangé par rapport à 2008 ;
- des reprises nettes de réductions de valeur sur portefeuille-titres de EUR 6,7 millions contre des dotations nettes de réductions de valeur de EUR -8,7 millions en 2008 ;
- des plus-values et moins-values sur réalisations de titres de EUR - 4,3 millions contre EUR - 2,0 millions pour l'exercice 2008 ;

Le résultat exceptionnel 2009 provient des réductions de valeur enregistrées sur les participations dans SIE (EUR 0,1 million) et NBM (EUR 2.3 million) dont la valeur de participation a été ajustée aux fonds propres de cette société.

Activité financière

La valeur estimée du portefeuille-titres du groupe (Actifs non-courants : Rubriques 6.2 Portefeuille actions et 6.3 Titres, autres que des actions / Actifs courants : Rubrique 9.1 Titres, autres que des actions) au 31 décembre 2009 représente en consolidé EUR 63,7 millions, dont EUR 18,8 millions d'actions, EUR 19,7 millions de fonds communs de placement, EUR 16,4 millions d'obligations souveraines (OLO) et EUR 8,7 millions d'obligations d'entreprises.

Le portefeuille actions du groupe comporte les principaux titres suivants :

Nombre		Nombre	
AB INBEV	59.896	ORPEA	17.471
CFAO	16.500	ROYAL DUTCH	31.535
DELHAIZE GROUP	8.781	SIEMENS	7.500
D'IETEREN	1.500	SUEZ ENVIRONNEMENT	26.250
E.ON	22.950	TELENET	38.218
GDF - SUEZ	119.233	TOTAL	11.700
HEINEKEN	17.800	VIVENDI UNIVERSAL	22.100

L'évolution positive des bourses sur l'ensemble de l'année 2009 ainsi que les opérations d'achat et de vente de titres ont amené les plus-values latentes relatives aux actifs financiers disponibles à la vente, d'une valeur nulle en 2008 à une valeur de 3,92 millions en 2009.

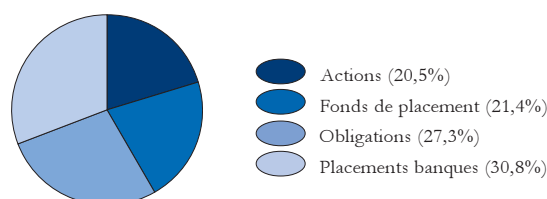
Le portefeuille action a rapporté EUR 0,68 million au titre de dividendes (- 0,24 million par rapport à 2008).

Les plus et moins-values dégagées à l'occasion de réalisations d'actifs financiers disponibles à la vente se sont équilibrées en 2009 pour aboutir à un résultat pratiquement nul (contre des moins-values de 0,65 million par rapport à 2008). Les réalisations d'actifs financiers à des fins de transactions ont été très limitées en 2009 et ont dégagé des plus-values nettes de EUR 0,04 million (+ 1,49 millions par rapport à 2009).

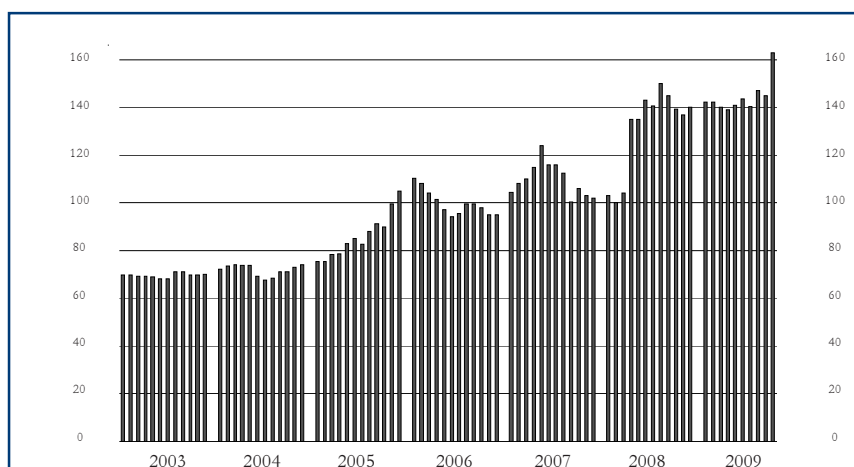
Portefeuille-titres et liquidités :

La valeur du portefeuille-titres et des liquidités du groupe (Actifs non-courants : Rubriques 6.2 Portefeuille actions et 6.3 Titres, autres que des actions / Actifs courants : Rubrique 9.1 Titres, autres que des actions, Rubrique 9.2 Autres actifs financiers et Rubrique 12. Trésorerie et équivalents de trésorerie) représente EUR 91,97 millions au 31 décembre 2009.

Répartition par nature au 31 décembre 2009



COURS DU TITRE UNIBRA (EUR)



Les cours utilisés dans ce tableau correspondent aux cours de clôture du dernier jour de transaction de chaque mois.

Evolution des participations « Private Equity » :

Les participations "private equity" n'ont pas fait l'objet de revalorisation en 2009.

MEDIA-PARTICIPATIONS PARIS

Le Conseil d'Administration du 11 mai 2010 arrêtera les états financiers 2009. Le résultat de 2008 s'élevait à EUR 9,5 millions pour un chiffre d'affaires de EUR 310 millions. On ne prévoit pas de variation significative de ces données pour l'année 2009. Media-Participations qui détient des positions fortes dans un marché mature reste attentive à renforcer ses actifs, notamment en droits éditoriaux et audiovisuels (I.P) et à s'inscrire activement dans l'évolution technologique du métier de l'édition.

ZENTECH

Le 24 juillet 2009, Zentech a procédé à une augmentation de capital de 970 K EUR à laquelle Unibra s.a. n'a pas participé.

Cette majoration des fonds propres a été rendue nécessaire par une contraction des crédits bancaires et le souci de permettre à la société de réaliser un programme d'ajustements qui s'est notamment traduit par une réduction du personnel de plus de 25 %.

Le chiffre d'affaire estimé de Zentech en 2009 devrait être en croissance à un chiffre par rapport à 2008 et la perte réduite de moitié, tandis que l'EBITDA redeviendrait positif.

Activité industrielle

BRASSERIE DES MILLE COLLINES

Depuis décembre 2009, le groupe Unibra détient indirectement 51 % de la Brasserie des Mille Collines (par le biais de sa participation de 51 % dans la société Zubisko). Cette brasserie située à Kigali, Rwanda, produit et commercialise de la bière Skol depuis fin février 2010. Les premières ventes sont en ligne avec les prévisions.

SKOL DEVELOPMENT AFRICA

Cette société dont le groupe détient 50 % du capital, a été créée en juin 2008. Elle est le fruit d'un accord de partenariat avec le groupe brassicole français Castel et vise à développer en Afrique la marque Skol dont Unibra est propriétaire pour l'ensemble de ce continent. Unibra apporte à cette société l'usage de la marque Skol tandis que le Groupe Castel lui ouvre l'accès aux marchés sur lesquels il est actif.

La contribution de SDA aux résultats 2009 du groupe est de EUR 0,59 million (contre 0,66 million en 2008).

NOUVELLE BRASSERIE DE MADAGASCAR

La Nouvelle Brasserie de Madagascar (N.B.M.), filiale à 40,66 % d'Unibra s.a. est opérationnelle depuis septembre 2009 mais n'a pas encore pu entamer ses activités faute d'avoir obtenu " l'autorisation d'opérer " émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs à ce jour non explicités. NBM, qui estime avoir rempli toutes les obligations légales et réglementaires requises, multiplie les démarches auprès des autorités compétentes pour faire valoir sa position. NBM espère une issue favorable à ce problème et maintient donc l'outil industriel en état de fonctionnement, prêt à démarrer.

Activité immobilière

TERREBOIS S.A.

- Immeuble ARTS 40 : suite au déménagement des bureaux d'Unibra s.a. vers son nouveau siège du Boulevard du Souverain, qui rendait vacants deux étages et au départ du locataire d'un autre étage, les efforts se sont concentrés sur la relocation des surfaces libres. A la fin de l'exercice, un seul étage doit encore trouver preneur.
- Acquisition en février 2009 de Terre à Terre s.a, propriétaire d'un bâtiment semi-industriel de 10.600 m2 situé à Wavre Nord.
- Acquisition en janvier 2010 d'une participation de 40 % dans une nouvelle société (Uni-Invest s.a.) qui a acquis un immeuble mixte commercial (2.045 m2) et de bureaux (4.572 m2) à Anderlecht, dont les surfaces commerciales sont entièrement louées. Les surfaces de bureaux vacantes pour la plupart feront l'objet d'un nouveau développement.

UNITER S.A.

L'immeuble de cette société situé Boulevard du Souverain 68 à Watermael Boitsfort est devenu le nouveau siège social du groupe qui occupe 18,5 % de sa surface ; le reste de l'immeuble étant loué.

UNIBRIZE S.A.

Construction de 27 appartements à Tubize : les travaux entamés en 2009 se poursuivront en 2010 comme prévu.

RIVE DROITE S.A.

Immeuble Place du Grand Sablon 32 : hormis un duplex en cours de rénovation, cet immeuble mixte est entièrement loué.

UNIBRUS Ltd

Participations minoritaires dans des " partnerships " : ces participations, principalement " retail ", ont souffert des faiblesses du marché immobilier local et de la devise américaine.

Le portefeuille de participations était valorisé fin 2009 à USD 2,4 millions.

Principaux risques et incertitudes

Parmi les principaux risques auxquels le groupe se trouve confronté, figurent :

- risques géopolitiques : essentiellement sur les pays africains. Le risque afférent à notre participation dans le capital de la Nouvelle Brasserie de Madagascar est couvert par une assurance souscrite auprès de l'Office National du Ducroire. Les risques couverts sont l'Atteinte à la propriété et le Non-paiement dans le cadre des causes de sinistres suivantes : Expropriation et Fait du Prince, Guerre et Transfert .
- risques de change : le risque de change affecte surtout nos activités en Afrique et aux USA. Ces risques ne font pas l'objet de couvertures spécifiques.
- risques de volatilité des marchés financiers : il concerne le portefeuille-titres. Dans ce cadre, Unibra a pris des mesures pour réduire la partie des actifs exposés à ce risque, en diversifiant les catégories d'actifs financiers (fonds de type "Absolute Return" et obligations souveraines). Chaque catégorie de risque ne fait cependant pas l'objet de couvertures spécifiques par voie d'instruments financiers ou autres.
- risques sur taux d'intérêts des crédits à long terme : ces crédits bénéficient de taux fixes.
- risques sur le prix des matières premières : les principales matières premières sont le malt, le houblon et le maïs. Il s'agit d'un risque courant, géré au moyen de contrats d'approvisionnement sur plusieurs mois négociés aux moments les plus opportuns et prévoyant des livraisons échelonnées.

Déclaration des personnes responsables

Monsieur Jean-Louis HENKENS, Administrateur Délégué, et le Comité de Direction attestent, au nom et pour le compte d'UNIBRA, qu'à leur connaissance :

- les états financiers au 31 décembre 2009 ont été établis conformément aux normes IFRS et donnent une image fidèle de la situation financière et des résultats de la société Unibra et des entreprises comprises dans la consolidation.
- le rapport de gestion contient un exposé fidèle des événements importants de l'exercice 2009 et de leur incidence sur les états financiers.

CORPORATE GOVERNANCE

Le Conseil d'Administration adhère aux principes du Code Belge de gouvernance d'entreprise et a adopté une charte de gouvernance d'entreprise, publiée sur le site Internet de la Société. Le Conseil entend appliquer ses dispositions en tenant compte de la taille réduite de la Société et de ses spécificités.

1. Conseil d'administration

1.1 Composition

Baron Baudouin MICHIELS	Président **
Madame Maité RELECOM	Vice-Présidente ***
Monsieur Jean-Louis HENKENS	Administrateur délégué **
Monsieur Thibaut RELECOM	Administrateur ***
Monsieur Olivier LIPPENS	Administrateur *
MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ	Administrateur *
S.C.S. Raoul-Duval & Cie, représentée par Monsieur Patrice DIERICK	Administrateur **

* Administrateurs indépendants; ** Administrateurs exécutifs; *** Administrateur représentant les actionnaires de référence

Monsieur Michel GILLARD est Secrétaire du Conseil d'Administration et assiste à ce titre aux réunions.

1.2. Administrateurs honoraires

Président honoraire : Monsieur Pierre DRION

Vice-Président honoraire, Administrateur délégué honoraire : Monsieur André KAHN

Administrateurs honoraires :

Professeur Raymond ANTOINE †	Professeur André DEVREUX
Monsieur Léo TINDEMANS	Monsieur Georges FRANKI
Monsieur Hugo FERREIRA	Baron Olivier des LYONS de FEUCHIN

1.3. Fonctionnement du Conseil d'Administration

Le Conseil est composé de deux administrateurs indépendants, de trois administrateurs exécutifs et de deux administrateurs représentant les actionnaires de référence.

Lors du départ de Monsieur Baudouin SERCKX en janvier 2007, le Conseil d'Administration avait chargé le Baron Baudouin MICHIELS d'assurer la Présidence du Comité de Direction. Cette nouvelle charge, acceptée dans l'urgence par le Baron Baudouin Michiels, était exercée à titre provisoire. Elle a pris fin le 31 décembre 2009. A dater du 1er janvier 2010, la Présidence du Comité de Direction a été confiée à M. Thibault RELECOM.

La nomination d'un troisième administrateur indépendant est à l'examen.

La répartition exposée au premier paragraphe favorise des délibérations ouvertes et des prises de décision qui tiennent compte des divers points de vue en présence, dans le meilleur intérêt de la société.

La grande majorité des décisions fait l'objet d'un consensus. Le Conseil d'Administration se réunit en général 4 à 8 fois par an. Sauf exceptions toujours justifiées, tous les membres participent aux réunions du Conseil. Le taux de participation aux réunions du Conseil en 2009 a été de 94 %.

Le Conseil définit les objectifs de l'entreprise et arrête la stratégie pour les atteindre.

Il examine et arrête les comptes annuels et semestriels ; il établit son rapport de gestion à l'Assemblée Générale, débat des projets d'investissements proposés par le Comité de Direction et contrôle la gestion de la société et de ses filiales en se faisant documenter notamment par les rapports des différents responsables.

1.4 Echéance des mandats des administrateurs

2010 Monsieur Jean-Louis HENKENS

MDIN s.a.r.l., représentée par

Monsieur Jean-Louis HOMÉ

Madame Maïté RELECOM

S.C.S. Raoul-Duval & Cie, représentée par Monsieur Patrice DIERICK

2011 Monsieur Olivier LIPPENS

Baron Baudouin MICHIELS

Monsieur Thibault RELECOM

1.5. Rémunérations

Les administrateurs exécutifs, à l'exception du Baron Baudouin MICHIELS, exercent leur mandat à titre gratuit. Il en a été de même en 2009 pour Madame Maïté RELECOM.

Les autres administrateurs sont rémunérés par des émoluments attribués au Conseil d'Administration en vertu de l'article 36 des statuts. Pour l'exercice 2009, les émoluments des administrateurs se sont élevés à EUR 16.400 par personne.

Les Présidents des Comités perçoivent un supplément d'émoluments de EUR 3.300. Le Président, qui exerce d'autres mandats au sein du groupe, a perçu en 2009, une rémunération brute globale de EUR 95.800.

L'Administrateur délégué a perçu une rémunération brute globale en 2009 de EUR 263.428. Le montant total des rémunérations ou honoraires perçus par les autres membres du Comité de Direction s'élève à EUR 647.163.

La société a décidé de ne pas donner de ventilation des rémunérations, considérant qu'elle n'apporterait aucun élément supplémentaire d'information, les éléments variables de rémunération n'étant pas significatifs par rapport à la rémunération de base. Elle s'écarte en cela des dispositions du code de bonne gouvernance.

1.6. Limite d'âge

Le règlement d'ordre intérieur du Conseil prévoit une limite d'âge à 70 ans, sauf dans le cas de circonstances exceptionnelles.

2. Commissaire

BDO Delvaux, Fronville, Servais et Associés scrl, représentée par Monsieur Jean-Louis SERVAIS.

Echéance du mandat : 2011.

3. Gestion journalière - Comités

La gestion journalière est confiée actuellement à un **Administrateur délégué** : Monsieur Jean-Louis HENKENS.

Un **Comité de Direction** a été institué par le Conseil d'Administration, conformément à l'article 524bis du Code des Sociétés. Le Comité de Direction se réunit en principe hebdomadairement.

Il est composé des membres du management exécutif.

Rôle : le Comité de Direction est chargé par le Conseil d'Administration de la gestion opérationnelle du groupe, dans les limites du règlement d'ordre intérieur approuvé par le Conseil d'Administration.

- Met en œuvre la stratégie définie par le Conseil d'Administration.
- Examine la situation du portefeuille, l'évolution des filiales et participations sur base des rapports des responsables.
- Contrôle l'ensemble des activités industrielles en Afrique.
- Analyse les évolutions et les écarts par rapport aux objectifs.
- Analyse et étudie les projets d'investissements et de désinvestissements.
- Prépare les dossiers qui seront soumis à l'examen pour décision ou ratification du Conseil d'Administration.
- Nomme, affecte et désengage les cadres du Groupe ne faisant pas partie du management exécutif.

Composition : Monsieur Thibaut RELECOM - Président (depuis le 1er janvier 2010)
Monsieur Jean-Louis HENKENS
Monsieur Michel GILLARD
S.C.S. Raoul-Duval & Cie, représentée par Monsieur Patrice DIERICK

4. Comités du Conseil d'Administration

4.1 Comité d'Audit

Le Comité d'Audit se réunit trois fois par an minimum.

Rôle :

- Examine et évalue le système de contrôle interne dans les domaines comptable, financier et opérationnel, du point de vue de leur qualité, de leur pertinence et de leur mise en œuvre.
- Contrôle la mesure dans laquelle le patrimoine du Groupe est inventorié et protégé.
- Évalue la fiabilité et l'exhaustivité des données comptables et de gestion produites au sein du Groupe et de ses filiales.
- Fait, en ces matières, rapport au Conseil et lui soumet toute proposition utile.

Composition : Monsieur Olivier LIPPENS - Président
 Madame Maïté RELECOM
 MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ

Tous les membres du Comité sont des Administrateurs non exécutifs. Deux d'entre eux sont indépendants au sens de l'art. 526ter du Code des Sociétés et présentent les compétences nécessaires en matière de comptabilité et/ou d'audit.

4.2 Comité de Rémunération et de Nomination

Le Comité de Rémunération se réunit au moins deux fois par an.

Rôle :

- Examine la cohérence et le caractère adéquat des rémunérations octroyées sous quelque forme que ce soit aux membres du personnel et en particulier au management exécutif.
- Emet un avis sur les propositions de modifications de ces rémunérations.
- Suggère toute proposition susceptible de rendre plus efficace le système et les modes de rémunération actuellement en place.
- Fait des propositions relatives aux rémunérations éventuellement octroyées aux membres du Conseil d'Administration.
- Veille à ce que la fonction «human resources» soit appliquée au sein du groupe, dans le respect des règles éthiques généralement reconnues au sein des sociétés belges.
- Formule des recommandations concernant la nomination des administrateurs et des membres du management exécutif.
- Fait, en ces matières, toute proposition utile au Conseil d'Administration.

Composition : Madame Maïté RELECOM - Président
 Monsieur Olivier LIPPENS

4.3 Comité de Marketing

Le Comité de Marketing se réunit au moins deux fois par an.

Rôle :

- Conseille et juge toute initiative menée au sein du groupe qui peut, d'une manière ou d'une autre, avoir un impact au niveau de la corporate image.
- Se prononce sur le caractère adéquat et efficace des stratégies de marketing menées au sein du groupe pour optimiser le rendement de ses activités commerciales.
- Formule également toute proposition qui pourrait accroître l'efficacité des dépenses marketing.
- Emet un avis circonstancié sur la valeur des biens immatériels et la cohérence des stratégies marketing en cas d'acquisition potentielle.
- Propose au Conseil tout investissement ou désinvestissement qui, d'un point de vue marketing, permettrait au groupe d'accélérer son développement et son profit.
- Fait, en ces matières, toute proposition utile au Conseil d'Administration.

Composition : MDIN s.a.r.l., représentée par Monsieur Jean-Louis HOMÉ - Président
 Monsieur Patrice DIERICK
 Monsieur Thibault RELECOM
 Baron Baudouin MICHIELS

5. Politique d'affectation du résultat

L'article 57 des statuts dispose :

« Sur le bénéfice net, il est d'abord prélevé cinq pour cent au moins pour la constitution de la réserve légale, ce prélèvement cessant d'être obligatoire lorsque cette réserve atteint dix pour cent du capital social.

Sur proposition du conseil d'administration, l'assemblée peut décider d'affecter les montants qu'elle fixera à la création ou à l'augmentation d'un fonds de réserve ou à un report à nouveau ou décider d'un prélèvement sur les réserves disponibles ou le report à nouveau des années antérieures.

Sur proposition du conseil d'administration, l'assemblée générale détermine l'affectation du solde du bénéfice net ».

Le paiement des dividendes se fait aux époques et aux endroits fixés par le Conseil d'Administration.

D'une manière générale, les propositions du Conseil d'Administration visent, en tenant compte du résultat, à assurer à la société ses moyens de développement et à ses actionnaires une rémunération régulière et, si possible, en croissance.

Compte tenu de la situation économique et d'une politique d'investissement que la société compte poursuivre, le Conseil maintient une politique de rémunération du capital conservative.

Pour l'exercice 2009, la proposition de distribution soumise à l'Assemblée Générale prévoit la distribution d'un dividende net maintenu à EUR 1,20 par action.

6. Politique relative aux transactions et autres relations contractuelles entre les sociétés liées et les administrateurs et managers exécutifs

Le Conseil d'Administration a arrêté les règles de conduite qui s'imposent aux administrateurs et aux membres du management exécutif et a adapté la charte de Corporate Governance en conséquence.

Les règles de conduite figurent dans les règlements d'ordre intérieur du Conseil d'Administration et du Comité de Direction qui sont annexés à la charte de Corporate Governance.

7. Directives 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

Dans le cadre des dispositions de l'article 25 bis de la loi du 2 août 2002 mises en œuvre par l'Arrêté Royal du 5 mars 2006, la société a pris les dispositions suivantes à titre de mesures préventives :

- établissement d'une liste des personnes ayant accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées ; cette liste est tenue à la disposition de la CBFA et les personnes y figurant ont été dûment sensibilisées aux obligations légales et réglementaires qui leur incombent et ont été informées des sanctions prévues en cas d'utilisation illicite ou de diffusion induite de ces informations.
- avertissement des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes de l'obligation qui pèsent sur elles ainsi que sur les personnes qui leur sont étroitement liées, de déclarer toutes opérations effectuées sur les titres de la société.

STRUCTURE DU CAPITAL

Le **capital** est représenté par 801.900 actions ordinaires avec droit de vote.

Il n'y a qu'une seule catégorie d'actions. Le dénominateur à prendre en compte dans le cadre de la déclaration de transparence est donc : 801.900.

A ce jour, il n'existe aucune obligation ou obligation convertible émise par la société.

Il n'y a aucune restriction statutaire au transfert d'actions, excepté celle reprise à l'article 15 des statuts qui prévoit : « Il n'est procédé à aucun transfert d'actions nominatives, à aucune conversion d'inscriptions nominatives en titres dématérialisés ou de titres dématérialisés en inscriptions nominatives, le jour où les actionnaires sont réunis en assemblée générale ainsi que pendant les 15 jours qui précèdent ».

Dématérialisation des titres

Le 11 juillet 2007, la société a adapté ses statuts pour les rendre conformes à la loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur. A ce jour, les titres de la société peuvent être au porteur, nominatifs ou dématérialisés.

L'organisme de liquidation compétent pour assurer la conservation des titres dématérialisés et la liquidation des transactions sur de tels titres est «EUROCLEAR BELGIUM (CIK s.a.)».

Les actions au porteur inscrites au 1er janvier 2008 en compte-titres auprès d'un teneur de comptes agréé ou d'un organisme de liquidation ont pris la forme dématérialisée à cette date. Il en est de même pour les actions au porteur inscrites après cette date en compte-titres et ce dès leur inscription.

Les autres titres au porteur peuvent continuer à circuler jusqu'au 31 décembre 2013 au plus tard conformément à la loi. A défaut pour les porteurs d'avoir demandé, avant cette date, la conversion de leurs actions en titres dématérialisés ou nominatifs, ces actions seront converties de plein droit en actions dématérialisées et inscrites en compte-titres au nom de la société.

Pour plus de détails, veuillez vous référer à l'article 11 des statuts.

Dans le cadre du système ESES (Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities), ING Belgique s.a. a été choisie comme « single payment agent ». ING Belgique est ainsi chargée du paiement des dividendes relatifs aux actions d'Unibra ainsi que de la centralisation des formalités requises pour que les actionnaires puissent assister aux Assemblées Générales ou s'y faire représenter.

Capital autorisé - Rachat d'actions

Aucune de ces procédures n'a été décidée par la société.

Accords entre actionnaires

Aucun accord entre actionnaires n'a été notifié à la société.

Déclaration de participation

La société Red House s.a, 50 Route d'Esch à 1470 Luxembourg (Grand-Duché) a déclaré détenir, en date du 14 décembre 2009, 727.760 actions d'Unibra, soit 90,75 % du capital. Cette société est contrôlée conjointement par Madame Marie-Thérèse BORDOT, veuve de Monsieur Michel RELECOM, Madame Bérangère RELECOM et Monsieur Thibault RELECOM qui, à titre personnel, détiennent également 34.377 actions d'Unibra.

La participation totale contrôlée par ces trois actionnaires représente donc 762.137 actions, soit 95,04 % du capital.

Déclaration dans le cadre de la loi du 1er avril 2007 («Loi OPA»)

En date du 26 août 2009, la société a reçu une actualisation de la notification faite à la CBFA en vertu de l'article 74 §6 de ladite loi (personnes détenant plus de 30 % des titres de la société) :

La société Red House s.a, conjointement avec Madame Marie-Thérèse BORDOT, veuve de Monsieur Michel RELECOM, a déclaré détenir 736.497 (91,84 %) actions avec droit de vote de notre société.

Résolutions proposées à l'Assemblée Générale

1. Résultats statutaires de l'exercice 2009 - Répartition du bénéfice

Résultat de l'exercice à affecter :	8.364.155,24
Bénéfice reporté :	19.620.464,22
Bénéfice à affecter :	27.984.619,46

Proposition de répartition :

Bénéfice à reporter :	26.701.579,46
Dividende brut :	1.283.040,00
Précompte mobilier :	<u>- 320.760,00</u>
Dividende net :	962.280,00

Si vous approuvez le bilan et le compte de résultats ainsi que le projet de répartition tels qu'ils vous sont présentés, le dividende net de précompte mobilier attribué aux 801.900 parts sociales s'élèvera à EUR 1,20 par action, payable à partir du 4 juin 2010.

Le paiement du dividende des actions nominatives sera effectué par virement.

Le paiement du dividende des autres actions sera effectué par ING Belgique s.a. dans le cadre de sa mission de « Single Payment Agent » au sein du système ESES (Euroclear Settlement for Euronext - zone securities).

2. Administration

Les mandats d'administrateur de Madame Maité RELECOM, Monsieur Jean-Louis HENKENS, la s.a.r.l. MDIN Consultant représentée par M. Jean-Louis HOME et la s.c.s. J. Raoul-Duval & Cie, représentée par M. Patrice DIERICK viennent à échéance à l'issue de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire. Nous vous proposons de renouveler leur mandat jusqu'à l'Assemblée Générale Ordinaire de 2011.

Nous vous proposons également de nommer en qualité d'administrateur Madame Bérangère RELECOM pour un mandat qui viendra à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire de 2011.

Le Conseil d'Administration

Le 24 mars 2010



ETATS FINANCIERS CONSOLIDÉS

Bilan

ACTIF (en milliers d'euros)

	note	31/12/2009	31/12/2008
1. Immobilisations corporelles	IV		
1.1 Immobilisations corporelles en cours de production		1.501.845	
1.2. Terrains et constructions		3.822	1.575
1.3. Installations, machines et outillage		5.258	35
1.4. Mobilier et matériel roulant		265	275
1.5. Autres immobilisations corporelles		644	
2. Immeubles de placement	V	24.384	18.346
3. Immobilisations incorporelles	VI		
3.1 Goodwills		4.949	731
3.2 Autres Immobilisations incorporelles			
4. Participation dans des entreprises liées	VII		
4.1. Participations dans des filiales (coût hist.)		0	79
4.2. Participations mises en équivalence		2.770	4.058
5. Actifs d'impôt différé	XI	1.542	1.297
6. Autres actifs financiers non courants	VIII, IX		
6.1. Participations		11.731	12.305
6.2 Portefeuille actions		38.563	25.922
6.3. Titres, autres que des actions		24.945	15.096
6.4. Prêts		875	
6.5. Autres actifs financiers		52	47
7. Autres actifs non-courants			
TOTAL ACTIFS NON-COURANTS		121.300	79.764
8. Stocks		482	
9. Autres actifs financiers courants	VIII, X		
9.1. Titres, autres que des actions		162	121
9.2. Autres actifs financiers		9.055	48.757
10. Clients et autres débiteurs courants			
10.1. Clients		2.223	173
10.2. Autres débiteurs		1.319	1.112
11. Paiements d'avance, courants			
12. Trésorerie et équivalents de trésorerie		19.250	15.317
13. Autres actifs courants		3	6
TOTAL ACTIFS COURANTS		32.495	65.485
14. Actifs des activités abandonnées	XXII		
TOTAL DE L'ACTIF		153.795	145.250

CAPITAUX PROPRES ET PASSIF (en milliers d'euros)

	note	31/12/2009	31/12/2008
1. Capital libéré	XV		
1.1. Capital social		16.000	16.000
1.2. Primes d'émissions			
2. Capital souscrit (non appelé) (-)			
3. Réserves			
3.1 Réserves consolidées		116.564	117.756
3.2 Réserves de réévaluation		5.623	2.074
3.3 Ecart de conversion		-567	-346
4. Actions propres (-)			
A. Capitaux propres du groupe		137.620	135.483
B. INTERETS MINORITAIRES		3.655	
TOTAL CAPITAUX PROPRES		141.275	135.483
5. Passifs non-courants portant intérêt	XII, XIII		
5.1. Emprunts bancaires		4.983	5.253
5.2. Autres emprunts			
6. Provisions non-courantes	XVI	600	600
7. Passifs d'impôt différé	XI	3.010	1.805
8. Autres passifs non-courants			
TOTAL PASSIFS NON-COURANTS		8.593	7.659
9. Passifs courants portant intérêt	XII		
9.1. Emprunts bancaires		1.615	645
9.2. Découverts bancaires			
9.3. Autres emprunts			
10. Passifs d'impôt exigible	XI	393	743
11. Fournisseurs et autres créditeurs courants			
11.1. Fournisseurs		561	220
11.2. Avances reçues			
11.3. Autres créditeurs		1.358	492
12. Autres passifs courants			8
II. TOTAL PASSIFS COURANTS		3.927	2.108
13. Passifs des activités abandonnées	XXII		
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS		153.795	145.250

Compte de résultats par nature

(en milliers d'euros)	note	31/12/2009	31/12/2008
1. Produits			
1.1. Chiffre d'affaires		638	696
1.2. Produits locatifs des immeubles	V	1.513	553
1.3. Intérêts		3.627	2.681
1.4. Dividendes		687	933
1.5. Autres produits opérationnels		633	476
2. Charges opérationnelles			
2.1. Matières premières et consommables utilisées			-7
2.2. Frais de personnel		-2.055	-2.132
2.3. Dotations aux amortissements	IV, V	-1.416	-832
2.4. Charges financières		-457	-209
2.5. Autres charges opérationnelles		-2.797	-2.800
3 Quote part dans le résultat des part. mises en équivalence	VII	-656	-30
Résultat opérationnel avant impôts		-282	-672
4. Pertes de valeur	VI, IX		-8.485
5. Profit (perte) sur cessions d'actifs non financiers		263	-7
6. Profit (perte) sur actifs financiers disp. à la vente		0	1.412
7 Profit (perte) sur actifs financiers à des fins de trans.		43	-1.450
Résultat avant impôts		25	-9.201
8. Charges (produits) d'impôt sur le résultat (-)	XI		
8.1. Impôts payés (remboursés)		-353	-166
8.2. Impôts différés		338	301
Résultat après impôts, hors activités abandonnées		10	-9.066
9. Résultat après impôts des activités abandonnées	XXII		
9. 1 Quote part dans le résultat net			-1.095
9. 2 Profit (perte) sur cessions			31.653
Résultat après impôts, incluant les activités abandonnées		10	21.492
Résultat consolidé		10	21.492
Attribuable au groupe		91	21.492
Attribuable aux intérêts minoritaires		-81	
<i>Nombre d'actions en circulation</i>		<i>801.900</i>	<i>801.900</i>
<i>Résultat attribuable au groupe par action</i>		<i>0,11</i>	<i>26,80</i>
10. Variation de juste valeur des actifs financiers disponibles à la vente		3.550	-7.689
11. Variations des écarts de conversion		-197	316
Résultat global		3.363	14.118
Attribuable au groupe		3.420	14.118
Attribuable aux intérêts minoritaires		-57	
<i>Nombre d'actions en circulation</i>		<i>801.900</i>	<i>801.900</i>
<i>Résultat attribuable au groupe par action</i>		<i>4,26</i>	<i>17,61</i>

Tableau des flux de trésorerie

(en milliers d'euros)	31/12/2009	31/12/2008
Résultat opérationnel hors activités abandonnées	-282	-672
Résultat opérationnel des activités abandonnées		-495
Résultat opérationnel	-282	-1.167
Dotations amortissements et Pertes de valeur	1.416	832
Quote part dans les pertes des part. mises en équivalence	1.245	688
Quote part dans les profits des part. mises en équivalence	-589	-658
Dividendes versés par les part. mises en équivalence	500	
Autres éléments sans effet de trésorerie (charges)	22	0
Autres éléments sans effet de trésorerie (produit)		-12
Total éléments sans effet de trésorerie	2.594	850
Stocks	-198	
Créances courantes et non courantes	41	9.161
Compte de régularisation (actif)	161	-103
Dettes courantes	-1.502	-1.890
Compte de régularisation (passif)	-14	-5
Variation du capital d'exploitation	-1.511	7.163
Impôts sur le résultat	-353	-171
Reprise d'impôts		5
Charges financières sur financement long terme (-)	269	251
Total reclassements entre activités	-84	85
FLUX DE TRESO. D'EXPLOITATION HORS ACTIVITES ABANDONNEES	717	7.427
FLUX DE TRESO. D'EXPLOITATION DES ACTIVITES ABANDONNEES		
FLUX DE TRESORERIE D'EXPLOITATION	717	7.427
Acquisitions d'immobilisations incorp., corp. et imm. de placement	-7.545	-4.500
Acquisitions de participations dans des entreprises liées	-8.215	-3.966
Acquisitions d'actifs financiers non courants	-36.046	-26.065
Acquisitions d'actifs financiers courants	-1.160	-42.717
Total des investissements	-52.966	-77.247
Cessions d'immobilisations incorp., corp. et imm. de placement	55	55
Cessions de participations dans des entreprises liées	319	
Cessions d'actifs financiers non courants	18.440	20.426
Cessions d'actifs financiers courants	39.669	437
Total des cessions	58.483	20.918
FLUX DE TRESO. D'INVESTISSEMENT HORS ACTIVITES ABANDONNEES	5.517	-56.330
FLUX DE TRESO. D'INVESTISSEMENT DES ACTIVITES ABANDONNEES		44.921
FLUX DE TRESORERIE D'INVESTISSEMENT	5.517	-11.409
Variation des emprunts	-823	-627
Charges financières endettement	-269	-251
Variations des subsides		
Dividendes versés	-1.283	-1.283
FLUX DE TRESORERIE DE FINANCEMENT HORS ACTIVITES ABANDONNEES	-2.375	-2.161
FLUX DE TRESORERIE DE FINANCEMENT DES ACTIVITES ABANDONNEES		
FLUX DE TRESORERIE DE FINANCEMENT	-2.375	-2.161
VARIATION DE TRESORERIE HORS ACTIVITES ABANDONNEES	3.859	-51.064
VARIATION DE TRESORERIE DES ACTIVITES ABANDONNEES		44.921
VARIATION DE TRESORERIE	3.859	-6.143
Trésorerie à l'ouverture hors activités abandonnées	15.317	21.348
Variation nette des comptes de trésorerie	3.859	-6.143
Ecarts de conversion hors activités abandonnées	-39	87
Variations de périmètre hors activités abandonnées	113	25
Trésorerie à la clôture hors activités abandonnées	19.250	15.317

La trésorerie d'exploitation nettement positive en 2008 s'expliquait par une variation positive du capital d'exploitation. Les créances que le groupe détenait sur sa filiale Sobragui, cédée en 2008, ont été intégralement remboursées lors de la cession de cette filiale.

Les dépenses d'investissement de l'exercice 2009 se rapportent principalement à l'acquisition de la société immobilière Terre à Terre pour Keur 5.824, à l'acquisition de 51% de la société Zubisko Trading (holding de la société brassicole rwandaise BMC) pour Keur 7.290 et à de nouveaux placements de trésorerie.

Les cessions comprennent principalement des cessions de placement de trésorerie.

La trésorerie d'investissement des activités abandonnées en 2008 correspond aux produits de cession des filiales industrielles cédées en 2008 (Sobragui, BSA et Sonem).

Variations de capitaux propres (en milliers d'euros)

	CAPITAUX PROPRES						TOTAL DES CAPITAUX PROPRES
	Capital social	Ecart de conversion	Réserves de réévaluation	Réserves consolidées	DE LA SOCIÉTÉ MÈRE	INTERÊT MINORITAIRE	
SOLDE DE CLÔTURE, ANNEE 2007	16.000	-662	9.763	97.547	122.648		122.648
Dividendes				-1.283	-1.283		-1.283
Résultat net consolidé de l'exercice				21.492	21.492		21.492
Profits (pertes) non comptabilisé(s) en compte de résultat		316	-7.689		-7.373		-7.373
dont variation de juste valeur des actifs fin. disp. à la vente			-7.689				
dont résultat de la conversion des devises étrangères		316					
SOLDE DE CLÔTURE, ANNEE 2008	16.000	-346	2.074	117.756	135.483		135.483
Variation de périmètre						3.712	3.712
Dividendes				-1.283	-1.283		-1.283
Résultat net consolidé de l'exercice				91	91	-81	10
Profits (pertes) non comptabilisé(s) en compte de résultat		-221	3.550		3.329	24	3.353
dont variation de juste valeur des actifs fin. disp. à la vente			3.550				
dont résultat de la conversion des devises étrangères		-221				24	
SOLDE DE CLÔTURE, ANNEE 2009	16.000	-567	5.623	116.564	137.620	3.655	141.275

* * *

I. Règles d'évaluation IFRS

Les principes comptables et les règles d'évaluation appliqués aux comptes consolidés ont été arrêtés par le Conseil d'Administration d'Unibra sa du 23 mars 2005, amendée par les Conseils d'Administration du 22 novembre 2006 et du 28 mai 2008 et actés dans le livre d'inventaires. Les principales règles d'évaluation adoptées sont les suivantes :

a) Référentiel comptable

Les comptes annuels consolidés sont, sans réserve, préparés conformément aux normes comptables internationales IFRS (International Financial Reporting Standards) selon la méthode du coût historique, sauf pour certains instruments financiers évalués à leur juste valeur.

b) Adoption des normes IFRS

Les normes IFRS ont été adoptées pour la première fois à l'occasion des comptes clôturés au 31 décembre 2005. L'information comptable relative à l'année 2004 a été retraitée conformément aux normes IFRS en vigueur pour 2004, afin d'avoir une base de comparaison avec les résultats de l'année 2005. La date de transition a donc été fixée au 1er janvier 2004, date du bilan d'ouverture.

c) Critères d'inclusion dans le périmètre et choix des méthodes de comptabilisation

Sont consolidés selon la méthode globale les comptes de toutes les filiales, sociétés belges ou étrangères, dans lesquelles UNIBRA s.a. possède le pouvoir de contrôle de droit ou de fait (notamment pour les participations directes ou indirectes d'au moins 50%).

Sont consolidées par mise en équivalence, les coentreprises dans lesquelles UNIBRA s.a. détient directement ou indirectement une participation lui permettant d'exercer un contrôle conjoint, ainsi que les entreprises associées dans lesquelles UNIBRA s.a. détient directement ou indirectement une participation lui permettant d'exercer une influence notable sur l'orientation de la gestion (notamment pour les participations détenues entre 20 et 50%).

d) Règles de consolidation

Intégration globale

La méthode d'intégration globale consiste à incorporer dans les comptes de la société mère chaque élément de l'actif et du passif du patrimoine des filiales intégrées en substitution de la valeur d'inventaire de ces participations. Elle conduit à constater un écart de consolidation et à dégager des tiers minoritaires. De même, les charges et produits de ces filiales sont cumulés avec ceux de la société mère et leurs résultats de l'exercice sont répartis en part du groupe et part des tiers.

Mise en équivalence

Dans la mise en équivalence, le compte "participations" de la société mère est remplacé dans les états financiers consolidés par la quote-part détenue dans les fonds propres de l'entreprise en cause, y compris le résultat de l'exercice. Le compte de résultats consolidés enregistre la part du groupe dans les résultats réalisés par la société mise en équivalence, en lieu et place des dividendes perçus ou des réductions de valeurs actées.

Retraitements et éliminations

L'application de règles comptables et méthodes d'évaluation homogènes à l'intérieur du groupe permet de présenter sur une même base économique les comptes des sociétés consolidées et conduit à retraiter les comptes sociaux conformément aux principes comptables exposés ci-dessous.

Après cumul des bilans et des comptes de résultats éventuellement retraités, les soldes réciproques ainsi que les pertes et profits résultant d'opérations entre les sociétés du groupe sont éliminés, de sorte que toutes les transactions inter-sociétés du groupe sont éliminées en consolidation.

Date de clôture

Les comptes consolidés sont arrêtés au 31 décembre, date de clôture de la société mère et de toutes ses filiales.

e) Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles figurent au bilan à leur coût historique, déduction faite des amortissements et des dépréciations éventuelles. L'amortissement est calculé de manière linéaire, en fonction de la durée d'utilité des actifs concernés.

f) Goodwill et goodwill négatif (badwill)

Le goodwill représente la différence entre le coût d'acquisition et la part d'intérêt du Groupe dans la juste valeur des actifs, passifs et passifs éventuels identifiables d'une filiale, d'une société associée ou d'une co-entreprise, à la date d'acquisition.

Le goodwill positif relatif à une société associée ou à une coentreprise est porté à l'actif dans la valeur de mise en équivalence de l'entreprise concernée. Le goodwill positif relatif à une société consolidée par la méthode d'intégration globale est porté à l'actif dans la rubrique des immobilisations incorporelles. Chaque goodwill est soumis à un test de dépréciation à chaque date de clôture. Si le goodwill est négatif, il est comptabilisé immédiatement en résultat.

g) Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles figurent au bilan à leur coût historique, déduction faite des amortissements et des dépréciations éventuelles. Le coût historique est constitué du prix d'achat, y compris les droits de douane et taxes non récupérables, et de tous les frais directement attribuables engagés pour mettre l'actif en état de marche en vue de l'utilisation prévue.

Les coûts d'emprunt qui sont directement attribuables à l'acquisition, la construction ou la production d'un actif éligible sont incorporés dans le coût de cet actif. Les dépenses effectuées pour la maintenance sont prises directement en charge.

L'amortissement est calculé de manière linéaire, en fonction de la durée d'utilité des actifs concernés. Les taux linéaires retenus sont les suivants :

- terrains : néant
- matériel : 20%
- immeubles semi-industriels : 5%
- immeubles autres : 3%
- matériel roulant : 20%
- équipements industriels : 10%
- matériel informatique : 20%
- mobilier : 10%

h) Immeubles de placement

Les immeubles de placement figurent au bilan à leur coût historique (coûts de transaction inclus), déduction faite des amortissements et des dépréciations éventuelles.

L'amortissement est calculé de manière linéaire, en fonction de la durée d'utilité des actifs concernés. Les taux linéaires retenus sont les suivants :

- terrains : néant
- immeubles semi-industriels : 5%
- immeubles autres : 3%
- travaux : 10-20%

i) Immobilisations financières

Les participations reprises en immobilisations financières comprennent des participations dans des sociétés dans lesquelles le groupe n'exerce pas d'influence notable. Cette absence d'influence notable est présumée si le groupe ne détient pas, directement ou indirectement, plus de 20 % des droits de vote. Ces participations sont considérées comme des titres disponibles à la vente et sont initialement comptabilisées à leur coût. Elles font l'objet de réévaluations à chaque clôture sur base du cours de bourse pour les participations cotées et sur base de leur « juste valeur » pour les participations non cotées. Les variations de valeur de ces participations sont comptabilisées en capitaux propres.

Les participations qui n'ont pas de prix coté sur un marché actif et dont la juste valeur ne peut être évaluée de manière fiable sont évaluées au coût historique, déduction faite des dépréciations éventuelles. Les participations dans les entreprises associées, c'est-à-dire dans lesquelles le groupe exerce une influence notable, sont comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence. Les participations dans les coentreprises contrôlées conjointement contractuellement sont comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence.

En cas de cession d'une participation, la différence entre le produit net de la vente et la valeur comptable est incluse dans le résultat net.

j) Créances

Les créances commerciales figurent au bilan à leur valeur nominale, déduction faite des dépréciations éventuelles. Les règles relatives à la conversion des monnaies étrangères leur sont applicables.

k) Stocks et commandes en cours d'exécution

Les stocks sont évalués au plus faible du coût, selon la méthode du coût moyen pondéré, et de la valeur nette de réalisation. Le coût comprend tous les frais d'acquisition, de transformation, de transport et de manutention. La valeur nette de réalisation est le prix de vente estimé diminué des coûts estimés pour l'achèvement et la vente.

Contrats de construction

Un contrat de construction est un contrat obtenu pour la construction d'un actif ou d'un ensemble d'actifs qui commence après la réception d'une commande et qui n'est pas terminée à la date de clôture de l'exercice.

Lorsque le résultat estimé de façon fiable est positif, les produits et les coûts du contrat sont comptabilisés en fonction du degré d'avancement de l'activité. Si le résultat attendu est une perte, elle est immédiatement comptabilisée en charges. Si le résultat ne peut être estimé de façon fiable, les produits ne sont comptabilisés que dans la limite des coûts encourus dans l'exercice.

Les frais de prospection, d'études, de remise d'offres et négociations exposés en vue de la conclusion de contrat sont pris en charge par le compte de résultats sauf s'ils sont spécifiquement liés à l'obtention d'un contrat déterminé.

l) Placements de trésorerie

Les titres détenus en portefeuille jusqu'à leur échéance sont évalués au coût amorti, diminué de toute dépréciation durable.

Les actifs financiers disponibles à la vente sont évalués à la juste valeur à chaque date de clôture et les profits ou pertes latents sont comptabilisés dans les capitaux propres, jusqu'à la réalisation effective de ces actifs.

Les actifs financiers détenus à des fins de transaction (actifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de résultat) sont évalués à la juste valeur à chaque date de clôture et les profits ou pertes latents sont comptabilisés dans le compte de résultats.

Les instruments financiers dérivés sont initialement évalués à leur coût, puis réévalués à leur juste valeur à chaque date de clôture. Les variations de juste valeur d'un instrument dérivé faisant partie d'une opération de couverture de flux financiers futurs sont comptabilisés dans les capitaux propres, jusqu'à la réalisation. Les variations de juste valeur d'un instrument dérivé ne faisant pas partie d'une opération de couverture de flux financiers futurs sont comptabilisés en compte de résultats.

m) Dépréciations d'actifs

A chaque date de clôture, s'il existe un quelconque indice de baisse de valeur d'un actif, la valeur recouvrable de l'actif est estimée. La valeur recouvrable est le montant le plus élevé entre la juste valeur diminuée des coûts de la vente et sa valeur d'utilité, qui correspond à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs attendus.

Si la valeur recouvrable d'un actif est inférieure à sa valeur comptable, celle-ci est ramenée à sa valeur recouvrable. Cette perte de valeur est comptabilisée en charges pour les actifs comptabilisés au coût et traitée comme une diminution de l'écart de réévaluation pour les actifs comptabilisés à leur montant réévalué.

Une perte de valeur comptabilisée pour un actif au cours d'exercices antérieurs est reprise si, et seulement si, il y a eu un changement dans les estimations utilisées pour déterminer la valeur recouvrable de l'actif depuis la dernière comptabilisation d'une perte de valeur. Si tel est le cas, la valeur comptable de l'actif est augmentée à hauteur de sa valeur recouvrable.

La reprise d'une perte de valeur d'un actif est comptabilisée en produits pour les actifs comptabilisés au coût et traitée comme une augmentation de l'écart de réévaluation pour les actifs comptabilisés à leur montant réévalué.

La valeur comptable d'un actif augmentée suite à la reprise d'une perte de valeur ne doit pas être supérieure à la valeur comptable qui aurait été déterminée (nette des amortissements) si aucune perte de valeur n'avait été comptabilisée pour cet actif au cours d'exercices antérieurs.

Une perte de valeur comptabilisée pour un goodwill ne doit pas être reprise au cours d'un exercice ultérieur.

n) Dettes

Elles figurent au bilan à leur valeur d'origine. Les règles relatives à la conversion des monnaies étrangères leur sont applicables. Les emprunts bancaires sont comptabilisés initialement à leur juste valeur, et ultérieurement au coût amorti.

o) Provisions

Une provision est constituée lorsque le Groupe a une obligation actuelle (juridique ou implicite), qui résulte d'un événement passé et dont il est probable qu'elle engendrera des charges dont le montant peut être estimé de manière fiable.

p) Conversion des monnaies étrangères et des états financiers en devises

Transaction en monnaie étrangère

Les transactions en monnaie étrangère sont initialement comptabilisées au taux de change prévalant à la date des transactions. À chaque date de clôture:

- (a) les éléments monétaires en monnaie étrangère sont comptabilisés en utilisant le cours de clôture;
- (b) les éléments non-monétaires qui sont comptabilisés au coût historique libellé dans une monnaie étrangère sont comptabilisés en utilisant le cours de change à la date de la transaction; et
- (c) les éléments non-monétaires qui sont comptabilisés à la juste valeur libellée dans une monnaie étrangère sont comptabilisés en utilisant les cours de change qui existaient à la date où ces valeurs ont été déterminées.

Un profit ou une perte de change est inclus dans le résultat net, sauf si :

1. il s'agit d'une composante de change d'un profit ou d'une perte sur un élément non monétaire comptabilisé directement dans les capitaux propres ou ;
2. l'écart de change affecte un élément monétaire, partie intégrante d'un investissement net dans une entité étrangère. Dans ce cas, l'écart doit être inscrit dans les capitaux propres jusqu'à la sortie de cet investissement.

Conversion des états financiers des entités étrangères

Pour convertir les états financiers d'une entité étrangère afin de les incorporer dans les états financiers consolidés, les procédures suivantes sont appliquées :

- (a) les actifs et passifs, à la fois monétaires et non-monétaires, de l'entité étrangère sont convertis au cours de clôture;
- (b) les éléments de produits et de charges de l'entité étrangère sont convertis au cours moyen de la période,
- (c) tous les écarts de change qui en résultent sont inscrits dans les capitaux propres, dans la rubrique «écarts de conversion», jusqu'à la sortie de l'investissement net, lorsque de tels écarts sont comptabilisés en résultat.

Etats financiers établis dans la monnaie d'une économie hyperinflationniste

L'IAS 29 exige que les états financiers préparés dans la monnaie d'une économie hyperinflationniste soient exprimés dans l'unité de mesure ayant cours à la date de clôture. Le retraitement est calculé à partir de facteurs de conversion dérivés des mouvements des taux de change entre la monnaie de présentation et l'euro.

Les principales méthodes suivies lors du retraitement sont :

- (a) les actifs et passifs monétaires ne sont pas ajustés ;
- (b) les actifs et passifs non monétaires et les capitaux propres, y compris le capital, sont retraités en appliquant les facteurs de conversion appropriés ;
- (c) les éléments de produits et de charges sont retraités en appliquant les facteurs de conversion appropriés ;
- (d) l'effet de l'inflation sur la situation monétaire nette est inclus dans le résultat en tant que profit ou perte monétaire nette.

q) Impôts

Les impôts sur les bénéfices de la période regroupent les impôts courants et les impôts différés. Ils sont inscrits au compte de résultats, sauf s'ils portent sur des éléments enregistrés directement aux capitaux propres, auquel cas ils sont, eux aussi, comptabilisés dans les capitaux propres.

Les impôts différés sont calculés sur toute différence temporelle entre la valeur comptable des actifs et des passifs inscrits au bilan et leur base fiscale, en y appliquant les taux d'imposition en vigueur. Un actif d'impôt différé, résultant d'une différence temporelle déductible, d'une perte fiscale ou d'un crédit d'impôt, n'est comptabilisé que s'il est probable que l'on disposera de bénéfices imposables futurs, sur lesquels pourront être imputés ces pertes fiscales, ces crédits d'impôt ou ces différences temporelles.

r) Information sectorielle

L'information sectorielle de premier niveau est le secteur d'activité ; les informations de second niveau sont présentées par secteur géographique.

II. Consolidation

UNIBRA s.a., dont le siège social est à Bruxelles, est la société mère du groupe qui compte 22 sociétés dont 17 sont consolidées par la méthode globale, 3 par mise en équivalence alors que deux restent en dehors du périmètre de consolidation. Celui-ci a, par ailleurs, intégré quatre nouvelles sociétés en 2009, Brasserie des Mille Collines Ltd, Zubisko Trading Ltd, T.M.O.I. Ltee et Terre à Terre s.a. tandis que la société Cipiri Ltd a été liquidée et n'est donc plus reprise dans le périmètre de consolidation. La filiale non consolidée VAP a été cédée au cours de l'exercice.

1. Information relative aux filiales

1.1. Nombre total de filiales consolidées 20

1.2. Filiales consolidées par intégration globale 17

Nom de la filiale	Numéro d'identification	Pays	% dans le capital	Devise
Brasserie des Mille Collines. Ltd		Rwanda	51%	RWF
Cipari s.a.	16703167	Luxembourg	100%	EUR
Firm Insurance s.a.	0430378508	Belgique	100%	EUR
General Supplies s.a.	18318523	Luxembourg	100%	EUR
Genra s.a.	0424202477	Belgique	100%	EUR
Rive Droite s.a.	0400439952	Belgique	100%	EUR
S.I.D.Ltd		Bermuda	100%	EUR
S.I.E. s.a.	0414959466	Belgique	100%	EUR
S.I.D.Lux. s.a.	20313335	Luxembourg	100%	EUR
Socpar s.a.r.l.	RC 03644/2006	Suisse	100%	CHF
Terrebois s.a.	0403328869	Belgique	100%	EUR
Terre à Terre s.a.	0469640643	Belgique	100%	EUR
Unibra s.a.	0402833179	Belgique	100%	EUR
Unibrize s.a.	0893109979	Belgique	100%	EUR
Unibrus Ltd		U.S.A.	100%	USD
Uniter s.a.	0461293101	Belgique	100%	EUR
Zubisko Trading Ltd		Ile Maurice	51%	USD

Le siège de Firm Insurance s.a., Genra s.a., S.I.E. s.a., Terrebois s.a., Unibra s.a., Unibrize s.a., Rive Droite s.a., Terre à Terre s.a. et Uniter s.a. est situé Boulevard du Souverain, 68 à Bruxelles (Belgique). Le siège de Cipari s.a., General Supplies s.a., S.I.D.Lux. s.a. est situé Route de Esch 50 à 1470 Luxembourg (Gd Duché de Luxembourg). Le siège de Socpar s.a.r.l. est situé Route de Pré-Bois 29 à 1215 Genève 15 (Suisse). Le siège de S.I.D. Ltd est situé à Clarendon House, Church Street West, Hamilton HM DX (Bermuda). Le siège de Unibrus Ltd est situé 100 West Tenth Street, Wilmington 19801, Delaware (U.S.A.). Le siège de Brasserie des Mille Collines Ltd est situé à P.O. Box, 2200 Kigali (Rwanda). Le siège de Zubisko Trading Ltd est situé à Suites 340-345, Barkly Wharf, Le Caudan Waterfront, P.O. Box 1070, Port Louis (Ile Maurice).

1.3 Coentreprises consolidées par mise en équivalence 3

Nom de la coentreprise		Pays	% dans le capital	
N.B.M.	RC 2005B558	Madagascar	40,66%	MGA
S.D.A. s.a.	22778832	Luxembourg	50,00%	EUR
T.M.O.I. Ltee		Ile Maurice	50,00%	EUR

Le siège de N.B.M. est situé 20, rue Dr Vilette Isoraka, Maison de la Réunion à Antananarivo 101 (Madagascar). Le siège de S.D.A. s.a. est situé Route de Esch 50 à 1470 Luxembourg (Gd Duché de Luxembourg). Le siège de T.M.O.I. Ltee est situé à 6th Floor, Tower A, 1 Cybercity Ebène (Ile Maurice).

1.4. Nombre total de filiales non-consolidées 2

Nom de la filiale		Pays	% dans le capital	Devise	Valeur comptable (en EUR)
Congo-Fer s.p.r.l.	RC 2783	R.D.Congo	100%	CDF	24 EUR
Ufidia		R.D.Congo	100%	CDF	86 EUR

Le siège de Congo-Fer s.p.r.l. et Ufidia est situé Avenue Colonel Ebeya 15-17, Gombe-Kinshasa.

L'actif net comptable cumulé des deux filiales situées en République Démocratique du Congo ne représente que 0,20% des fonds propres consolidés du groupe et leurs comptes de résultats n'influenceraient les comptes consolidés que dans une proportion similaire. Dès lors et compte tenu du contexte général dans lequel évoluent ces filiales, elles resteront hors du périmètre de consolidation aussi longtemps que leurs comptes ne présenteront pas un caractère plus significatif.

III. Emploi

	31/12/09		31/12/08	
	Total en unités	Total en ETP	Total en unités	Total en ETP
I. Nombre moyen de travailleurs	19	17	19	17
II. Nombre de travailleurs à la fin de l'exercice	42	40	18	16

ETP: équivalents temps plein

Au 31 décembre 2009, la majorité du personnel est employé par la société Brasserie des Mille Collines au Rwanda soit 23 personnes. La société mère UNIBRA compte 12 collaborateurs au 31 décembre 2009. Le personnel des sociétés mises en équivalence n'est pas repris dans cette annexe.

IV. Annexe relative aux immobilisations corporelles (en milliers d'euros)

	Immob. corp. en cours	Terrains et constructions	Instal- lations, machines et outillage	Mobilier et Matériel roulant	Autres Immos corporelles	TOTAL
I. MOUVEMENTS DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES						
Immobilisations corporelles, solde d'ouverture		1.575	35	275		1.885
Valeur brute		2.874	86	674		3.634
Cumul des amortissements		-1.299	-52	-398		-1.749
Variation de périmètre		1.516	5.044		630	7.190
Investissements	1.079	229	164	131	10	1.613
Cessions nettes d'amortissements				-42		-42
Transferts (vers) d'autres rubriques (valeur brute)	423	86				509
Transferts (vers) d'autres rubriques (cumul amort.)		494				494
Amortissements		-87	-13	-99		-199
Ecart de conversion		9	28		4	41
Immobilisations corporelles, solde de clôture	1.502	3.822	5.258	265	644	11.490
Valeur brute	1.502	4.714	5.313	689	672	12.890
Cumul des amortissements		-892	-55	-424	-28	-1.400

Les immobilisations en cours de production sont constituées par les investissements de la filiale Unibrize dans le cadre de la construction d'un ensemble résidentiel à Tubize. Les variations de périmètre correspondent à l'acquisition et l'intégration par consolidation globale de la société BMC (Brasserie des Mille Collines Ltd). Le déménagement du siège social du groupe Unibra au Boulevard du Souverain 68 à 1170 Bruxelles a entraîné quelques aménagements repris en terrain et constructions (+191 kEUR).

Les transferts résultent d'une modification d'affectation d'une partie du bâtiment situé Avenue des Arts 40 à 1040 Bruxelles (appartenant à Terrebois et occupé pour 3/10ème par le groupe en 2008), ex siège social, et d'une partie du bâtiment situé Boulevard du Souverain, nouveau siège social (appartenant à Uniter).

II. AUTRES INFORMATIONS

Hypothèques et autres garanties :

	851			
--	-----	--	--	--

Un mandat hypothécaire a été concédé en faveur de Fortis Banque sur l'immeuble situé Bd du Souverain 68 à 1170 Bruxelles et occupé pour 1/5ème par le groupe. Ce mandat garantit le solde de l'emprunt accordé à Uniter.

V. Annexe relative aux immeubles de placement (en milliers d'euros)

EVALUATION AU COÛT (HISTORIQUE)	Terrains	Autres imm. de plac	TOTAL au
			coût (historique)
I. MOUVEMENTS DES IMMEUBLES DE PLACEMENT			
Immeubles de placement, solde d'ouverture	8.765	9.581	18.346
Valeur brute	8.765	15.808	24.574
Cumul des amortissements		-6.228	-6.228
Variation de périmètre	1.301	6.849	8.150
Investissements		107	107
Cessions nettes d'amortissements			
Transferts (vers) d'autres rubriques (valeur brute)	-635	126	-509
Transferts (vers) d'autres rubriques (cumul amort.)		-494	-494
Amortissements		-1.216	-1.216
Immeubles de placement, solde de clôture	9.432	14.952	24.384
Valeur brute	9.432	23.657	33.089
Cumul des amortissements		-8.706	-8.706

Les variations de périmètre sont relatives à l'acquisition et à l'entrée dans le périmètre de la société Terre à Terre.

Les transferts résultent d'une modification d'affectation d'une partie du bâtiment situé Avenue des Arts 40 à 1040 Bruxelles (appartenant à Terrebois et occupé pour 3/10ème par le groupe en 2008), ex siège social, et d'une partie du bâtiment situé Boulevard du Souverain, nouveau siège social (appartenant à Uniter).

II. AUTRE INFORMATION

Juste valeur des immeubles de placement (comptabilisés au coût historique)

Terrains	Autres imm. de plac.	TOTAL au coût (historique)
9.788	18.862	28.650

La valeur de marché des immeubles de placement est établie, sans recours à un évaluateur indépendant, selon des estimations internes sur base d'un taux de capitalisation (ce taux tient compte des conditions du marché immobilier, de la localisation et de la qualité des immeubles) appliqué à la valeur locative de l'immeuble (la valeur locative correspond aux loyers futurs qui seront perçus contractuellement ou aux loyers futurs qui pourraient être raisonnablement perçus en fonction des conditions de marché en cas de vide locatif), le tout sous déduction des charges usuelles de la cession (celles-ci dépendent des modalités de cession et sont directement liées aux conditions des transactions habituellement opérées sur le marché).

Hypothèques et autres garanties

4.736

Les immeubles de placements ont générés 1.513 kEUR de produits locatifs au cours de l'exercice. L'immeuble appartenant à Uniter s.a. a fait l'objet d'un contrat de location pour l'entièreté de sa surface et a produit des revenus locatifs à partir de janvier 2009 (vide en 2008). Les charges opérationnelles directes (nettes des refacturations et hors amortissement) occasionnées par les immeubles de placements qui ont générés des produits locatifs au cours de la période se sont élevées à 926 kEUR. Les charges opérationnelles directes induisent les frais de personnel, les charges financières nettes et les autres charges opérationnelles (notamment les services et biens divers). Les amortissements enregistrés sur les immeubles de placements se sont élevées à 1.316 kEUR en 2009.

III. MONTANTS DES PAIEMENTS FUTURS MINIMAUX

1 an au plus	1 à 5 ans	TOTAL
1.706	5.230	6.936

IV. LOYERS CONDITIONNELS DANS LES PRODUITS DE LA PERIODE

néant

V. DESCRIPTION GENERALE DES DISPOSITIONS DES CONTRATS DE LOCATION

Contrats de location simple généralement 3/6/9 pour les bureaux, 9 ans ferme pour l'immeuble situé Bd du Souverain 68 à 1170 Bruxelles (Uniter), 1 an renouvelable pour les parkings et 9 ans pour les baux de résidence principale. Deux baux commerciaux de 9 ans renouvelables.

VI. Annexe relative aux immobilisations incorporelles (en milliers d'euros)

I. MOUVEMENTS DES IMMOBILISATIONS INCORPORELLES

Immobilisations incorporelles, solde d'ouverture

Augmentation

Diminution

Pertes de valeur

Immobilisations incorporelles, solde de clôture

Goodwill	Autres immos incorp.	TOTAL
731		731
4.218		4.218
4.949		4.949

Le goodwill du solde d'ouverture est relatif à la filiale immobilière belge Rive Droite (731 kEUR).

Les augmentations correspondent aux goodwills reconnus suite aux entrées dans le périmètre de consolidation des sociétés acquises par le groupe Unibra en 2009, à savoir 100 % de la filiale immobilière belge Terre à Terre s.a. (+792 kEUR) et 51% de la société mauricienne Zubisko Trading Ltd (+3.226), qui elle-même détient 100% de la société brassicole Brasserie des Mille Collines au Rwanda (+ 201 kEUR).

II. INTEGRATION DE TERRE A TERRE

Le groupe Unibra a acquis le 1er février 2009 la société Terre à Terre, dont l'actif principal est un immeuble semi-industriel situé dans le zoning de Wavre Nord.

L'intégration de cette filiale dans les états financiers consolidés du groupe se détaille comme suit :

	Juste Valeur	Valeurs comptables
Immeuble	8.150	3.490
Autres actifs	0	0
Trésorerie et équivalents	38	38
Total Actifs	8.188	3.527
Impôts différés	1.584	
Autres passifs	3.471	3.471
Total Passifs	5.055	3.471
Actif Net	3.133	56
Goodwill	792	
Coût d'acquisition	3.925	

Lors de l'intégration de la filiale immobilière Terre à Terre dans le périmètre de consolidation, un goodwill de EUR 791.793 a été reconnu qui résulte de la différence entre la part du groupe dans la juste valeur des actifs et passifs de Terre à Terre, ajustés aux normes IFRS, et le coût, dans les états financiers du groupe, de son investissement dans cette filiale.

La valeur de marché de l'immeuble de placement a été établie, sans recours à un évaluateur indépendant, selon des estimations internes sur base d'un taux de capitalisation de 7,25% appliqué à la valeur locative de l'immeuble.

III. INTEGRATION DE ZUBISKO TRADING LTD et BRASSERIE DES MILLE COLLINES LTD

Le groupe Unibra a acquis le 7 décembre 2009 la société mauricienne Zubisko Trading Ltd, dont l'actif principal est une participation de 100% dans la société brassicole Brasserie des Mille Collines au Rwanda.

L'intégration de ces filiales dans les états financiers consolidés du groupe se détaille comme suit :

	ZUBISKO TRADING LTD		BRASSERIE DES MILLE COLLINES LTD	
	Juste Valeur	Valeurs comptables	Juste Valeur	Valeurs comptables
Actifs immobilisés	7.584	7.978	7.190	7.497
Autres actifs	190	190	447	447
Impôts différés			92	
Trésorerie et équivalents	0	0	75	75
Total Actifs	7.775	8.168	7.804	8.019
Impôts différés				
Autres passifs	200	200	220	220
Total Passifs	200	200	220	220
Actif Net	7.575	7.968	7.584	7.799
Détention groupe	51%			
Intérêts minoritaires	3.712			
Actif Net Part du Groupe	3.863			
Goodwill	3.426			
Coût d'acquisition	7.290			

Lors de l'intégration des filiales Zubisko Trading Ltd et Brasserie des Mille Collines Ltd dans le périmètre de consolidation, un goodwill total de EUR 3.426 a été reconnu qui résulte de la différence entre la part du groupe dans la juste valeur des actifs et passifs, ajustés aux normes IFRS, et le coût, dans les états financiers du groupe, de son investissement dans ces filiales.

VII. Annexe relative aux participations dans les entités liées (en milliers d'euros)

PARTICIPATIONS DANS LES ENTITES LIEES	Participations dans des filiales	Participations mises en équivalence	TOTAL
Actifs financiers, solde d'ouverture	79	4.058	4.137
Valeur brute	161	4.058	4.219
Cumul des pertes de valeur	-82		-82
Investissements		50	50
Cessions nettes des pertes de valeur	-79		-79
Quote-part dans le résultat net		-656	-656
Pertes de valeur			
Augmentation (diminution) résultant des changements de taux de change		-182	-182
Dividendes reçus par la maison-mère		-500	-500
Autres variations			
Actifs financiers, solde de clôture	0	2.770	2.770
Valeur brute	0	2.770	2.770
Cumul des pertes de valeur			

A. Participations dans des filiales	% dans le capital	Devise	Valeur comptable (en EUR)
Congo Fer s.p.r.l.	100%	CDF	24
Ufidia	100%	CDF	86

B. Participations mises en équivalence

1. Valeur de mises en équivalence	% dans le capital	Devise	Valeur comptable (en EUR)
N.B.M.	40,66%	MGA	1.900
SDA s.a.	50,00%	EUR	822
TMOI Ltee.	50,00%	EUR	47

2. Quote-part dans le résultat net	2009	2008
N.B.M.	-1.243	-688
SDA s.a.	589	658
TMOI Ltee.	-3	

3. Dividendes encaissés	2009	2008
N.B.M.		
SDA s.a.	500	
TMOI Ltee.		

4. Autres informations

Les participations mises en équivalence présentent les informations financières résumées suivantes (en milliers d'euros) :

	Total actifs	Passifs (hors capitaux propres)	Chiffre d'affaires	Résultat net
N.B.M.	17.740	12.531	31	-2.433
SDA s.a.	1.961	317	1.683	1.173
TMOI Ltee	100	5		-5

Ces données sont reprises des comptes statutaires dôturés au 31 décembre 2009 et converties en EUR, le cas échéant.

La société de droit malgache NBM dans laquelle Unibra s.a. détient 40,66% n'a pas encore pu entamer ses activités faute d'avoir obtenu "l'autorisation d'opérer" des autorités malgaches. NBM qui estime avoir rempli toutes les obligations légales et réglementaires requises, multiplie les démarches auprès des autorités compétentes pour faire valoir sa position et maintient l'outil industriel prêt à démarrer. Cet investissement fait l'objet d'une couverture auprès de l'Office National du Ducroire qui a été informé de la situation.

VIII. Annexe relative aux actifs financiers courants et non courants (en milliers)

	EVALUATION AU COÛT (historique)		EVALUATION A LA JUSTE VALEUR	
	31/12/09	31/12/08	31/12/09	31/12/08
	I. AUTRES ACTIFS FINANCIERS NON-COURANTS (du bilan)	927	47	75.239
Actifs financiers disponibles à la vente :				
Participations			11.731	12.305
Actions			38.563	25.922
Autres titres : obligations libellées en euro			24.945	15.096
Prêts	875			
Autres actifs financiers	52	47		
II. AUTRES ACTIFS FINANCIERS COURANTS (du bilan)			9.217	48.877
Actifs fin. à la juste val. par le biais du cpte de résultat : Obligations			162	121
Placements détenus jusqu'à l'échéance : Placements			9.055	48.757

Les actifs financiers évalués au coût ne concernent plus que les cautions et garanties versées.

Tous les autres actifs financiers sont évalués à leur juste valeur.

Hierarchie des justes valeurs

	Total			
	31/12/09	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3
I. AUTRES ACTIFS FINANCIERS NON-COURANTS (du bilan)	75.239	63.508	11.731	
Actifs financiers disponibles à la vente :				
Participations	11.731		11.731	
Actions	38.563	38.563		
Autres titres : obligations libellées en euro	24.945	24.945		
Prêts				
Autres actifs financiers				
II. AUTRES ACTIFS FINANCIERS COURANTS (du bilan)	9.217	9.217		
Actifs fin. à la juste val. par le biais du cpte de résultat : Obligations	162	162		
Placements détenus jusqu'à l'échéance : Placements	9.055	9.055		

Niveau 1 : instruments financiers dont la juste valeur est déterminée par référence directe aux cotations sur un marché actif.

Niveau 2 : instruments financiers non cotés sur un marché actif et dont la juste valeur est déterminée par rapport aux autres transactions observables pour le même instrument ou selon une technique de valorisation reposant sur des hypothèses étayées par les prix de transactions courantes observables sur le marché pour le même instrument.

Niveau 3 : instruments financiers non cotés sur un marché actif et dont la juste valeur est déterminée selon une technique de valorisation reposant sur des hypothèses qui ne sont pas étayées par les prix de transactions courantes observables sur le marché pour le même instrument.

IX. Annexe relative aux autres actifs financiers non courants (en milliers d'euros)

AUTRES ACTIFS FINANCIERS NON COURANTS	disponible à la vente : Participations	disponible à la vente : Actions et Fonds	disponible à la vente : obligations euros	Prêts au coût historique	autres actifs financiers évalués au coût historique	TOTAL
Solde d'ouverture	12.305	25.922	15.096		47	53.369
Valeur brute	11.037	34.105	15.037		47	60.226
Cumul des pertes de valeur	-915	-7.478				-8.393
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres	2.182	-704	58			1.536
Investissements	41	27.307	8.698	875	6	36.927
Cessions nettes des pertes de valeur	-3	-18.435				-18.438
Augmentation (diminution) provenant des variations de la juste valeur par les cap. Propres	-561	3.769	611			3.819
Pertes de valeur						
Augmentation (diminution) résultant des changements de taux de change	-51					-51
Autres variations			541			541
Actifs financiers, solde de clôture	11.731	38.563	24.945	875	52	76.166
Valeur brute	11.025	38.837	24.276	875	52	75.065
Cumul des pertes de valeur	-915	-3.339				-4.254
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres	1.621	3.065	669			5.355

Le prêt fut consenti par Unibra à sa filiale malgache NBM fin 2009. Les "autres actifs financiers évalués au coût historique" ne concernent plus que les cautions et garanties versées.

A part cela, les actifs financiers non-courants sont évalués à leur juste valeur. Celle-ci est déterminée par référence aux transactions courantes observables sur le marché pour les mêmes actifs.

Les participations disponibles à la vente représentent d'une part les participations détenues par Unibrus dans des partnerships immobiliers aux Etats-Unis et d'autre part les participations de la société mère UNIBRA dans des sociétés au sein desquelles le groupe n'exerce pas d'influence notable (Média-Participations et Zentech).

	Juste Valeur	% dans le capital
Media Participations Paris	9.680	3,73%
Zentech s.a.	210	11,11%
Unibrus (partnerships)	1.841	

Les actifs financiers non courants disponibles à la vente (actions, fonds et obligations euros), principalement logés dans la société mère UNIBRA, représentent les participations détenues dans des sociétés au sein desquelles le groupe n'exerce pas d'influence notable. Nous renvoyons aux commentaires du rapport de gestion concernant le portefeuille-titres pour plus de détails. La juste valeur de ces actifs financiers est déterminée par référence directe aux prix publiés sur les marchés.

X. Annexe relative aux autres actifs financiers courants (en milliers d'euros)

AUTRES ACTIFS FINANCIERS COURANTS	à la juste valeur par le biais du compte de résultat : obligations	disponible à la vente : Autres actifs financiers courants	TOTAL
Solde d'ouverture	121	48.757	48.877
Valeur brute	149	48.108	48.257
Réévaluation à la juste val. par le résultat	-28		-28
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres		649	649
Investissements	122	1.033	1.154
Cessions (-)	-143	-39.550	-39.693
Augmentation (diminution) provenant des	58	-631	-573
Augmentation (diminution) résultant des			
Autres variations	5	-553	-549
Actifs financiers, solde de clôture	162	9.055	9.217
Valeur brute	132	9.037	9.169
Réévaluation à la juste val. par le résultat	30		30
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres		18	18

Les autres actifs financiers courants concernent des dépôts à terme, des papiers commerciaux et des produits structurés.

La juste valeur de ces autres actifs financiers courants est déterminée par référence directe aux prix publiés sur les marchés.

XI. Annexe relative aux impôts (en milliers d'euros)

	31/12/09			31/12/08		
	Actifs	Passifs	NET	Actifs	Passifs	NET
I. ACTIFS ET PASSIFS D'IMPÔT EXIGIBLE COMPTABILISES AU BILAN		-393	-393		-743	-743

	31/12/09			31/12/08		
	Actifs	Passifs	NET	Actifs	Passifs	NET
II. ACTIFS ET PASSIFS D'IMPÔT DIFFERE COMPTABILISES AU BILAN	1.542	-3.010	-1.468	1.297	-1.805	-509
Réévaluations des actifs non-courants non financiers		-3.010	-3.010		-1.805	-1.805
Pertes fiscales	1.392		1.392	1.297		1.297
Autres	150		150			

Les impôts différés passifs résultent de la réévaluation des actifs non courants des filiales immobilières Rive Droite, Terre à Terre et Unibrus. Les actifs d'impôt différé se rapportent principalement aux pertes fiscales reportées dans la mesure où des profits fiscaux sont attendus dans les sociétés concernées. La récupération de ces pertes fiscales n'est pas limitée dans le temps.

Aucun actif d'impôt différé n'a été reconnu sur la perte fiscale de la société FIRM s.a. (EUR 3,2 millions) suite à l'incertitude de pouvoir réaliser dans un avenir prévisible des produits fiscaux suffisants dans cette filiale.

	31/12/09	31/12/08
IMPÔT SUR LE RESULTAT	-15	135
Impôts exigibles, nets	-353	-166
Impôts sur le résultat de l'exercice	-353	-166
Ajustements aux impôts exigibles des exercices antérieurs		
Impôts différés, nets	338	301
Afférents à la naissance et à l'extoume des différences temporelles	338	301

Pour l'exercice 2009, les produits d'impôts différés font essentiellement suite, d'une part, à la diminution des impôts différés passifs des filiales immobilières Rive Droite et Terre à Terre concernant la réévaluation de leurs actifs non courants et, d'autre part, à l'augmentation des impôts différés actifs des filiales S.I.E., UNITER et UNIBRIZE relatives à leurs pertes fiscales récupérables.

RAPPROCHEMENT ENTRE LE TAUX D'IMPÔT APPLICABLE ET LE TAUX D'IMPÔT EFFECTIF

	31/12/09	31/12/08
Charge d'impôt sur base du taux d'impôt applicable	-8	3.128
Résultat avant impôts	25	-9.201
Taux d'impôt applicable	33,99%	33,99%
Impact des taux dans d'autres juridictions	-206	149
Impact des revenus non taxables	260	827
Impact des frais non déductibles	-50	-3.559
Impact des pertes fiscales reprises (utilisées)	576	
Impact des sur- ou sous-estimations pendant les exercices antérieurs	-72	
Impact des Filiales Mises en Equivalence	-223	-10
Impact des Filiales présentant une perte statutaire	-233	-392
Impact des intérêts notionnels	8	182
Autre augmentation (diminution)	-64	-189
Charge d'impôt sur base du taux d'impôt effectif	-15	135
Résultat avant impôts	25	-9.201
Taux d'impôt effectif	-59,25%	-1,47%

XII Annexe relative aux passifs et créditeurs (en milliers d'euros)

PASSIFS PORTANT INTERÊT SELON L'ECHEANCE	31/12/09				31/12/08			
	1 an au plus	1 à 5 ans	plus de 5 ans	TOTAL	1 an au plus	1 à 5 ans	plus de 5 ans	TOTAL
Emprunts bancaires	1.615	2.347	2.637	6.598	645	2.547	2.707	5.898
Total des passifs portant intérêt selon l'échéance	1.615	2.347	2.637	6.598	645	2.547	2.707	5.898

L'ensemble des emprunts bancaires est relatif aux sociétés possédant des immeubles de placement.

Au 31 décembre 2009, les passifs portant intérêts comprennent les montants suivants :

L'emprunt bancaire accordé par ING à Terrebois s'élève à 1.000.000 euros et est remboursable à son échéance en 2010.

L'emprunt bancaire accordé par Fortis à Uniter (solde restant dû de 4.253.333 euros). Il comporte encore 22 échéances de remboursement semestrielles de 193.333 euros et sera intégralement remboursé en 2020.

L'emprunt bancaire accordé par Dexia à Terre à Terre (solde restant dû de 1.333.333 euros). Il comporte encore 80 échéances de remboursement mensuelles de 16.667 euros et sera intégralement remboursé en 2016.

XIII. Annexe relative aux instruments de couverture et aux risques (en milliers d'euros)

I. EXPOSITION DES PASSIFS AUX RISQUES DE TAUX D'INTERÊT	31/12/09				31/12/08			
	1 an au plus	1 à 5 ans	plus de 5 ans	TOTAL	1 an au plus	1 à 5 ans	plus de 5 ans	TOTAL
Détail des risques d'intérêt sur les passifs à taux d'intérêt fixe, selon l'échéance								
Risques d'intérêt selon l'échéance, passifs à taux d'int. fixe	1.615	1.797	2.320	5.731	635	2.547	2.707	5.888
Taux d'intérêt effectif, passifs à taux d'intérêt fixe	3,46%	3,98%	3,97%		4,43%	3,65%	3,97%	

Détail des risques d'intérêt sur les passifs à taux d'intérêt variable, selon l'échéance

Risques d'int. selon l'échéance, passifs à taux d'int. variable		550	317	867	10			10
---	--	-----	-----	-----	----	--	--	----

II. INFORMATIONS RELATIVES AUX TAUX DE CHANGE

Code de monnaie:	EUR	USD	CHF	GBP	MGA	RWF
Taux de change à la fin de l'exercice:	1	0,6942	0,6740	1,1260	0,0003494	0,0011983
Taux de change moyen de l'exercice:	1	0,7916	0,6625	1,2297	0,0003598	0,0012387

III. POLITIQUE DE GESTION DES RISQUES

Les activités du groupe UNIBRA l'exposent à différents risques de nature différente :

1 Prix des matières premières

Les principales matières premières sont le malt, le houblon et le maïs. Il s'agit d'un risque courant, géré au moyen de contrats d'approvisionnement sur plusieurs mois négociés aux moments les plus opportuns et prévoyant des livraisons échelonnées.

2 Parité des devises d'activités

Dans les pays d'activité des filiales mises en équivalence et dans la filiale rwandaise Brasserie des Mille Collines, les monnaies nationales présentent un certain risque de conversion et le groupe ne couvre pas ce type de risque. Les filiales UNIBRUS aux Etats-Unis et ZUBISKO à l'Ile Maurice, opérant entièrement en USD, ne présentent pas de risques transactionnels tandis que la conversion par rapport à l'EUR n'est pas couverte.

3 Taux d'intérêts

Les emprunts des filiales immobilières belges ont été négociés à taux fixe même lorsque la date d'échéance est supérieure à 10 ans (3,97% jusqu'en 2020 par exemple). Seul l'emprunt de la filiale Terre à Terre présente un taux révisable tous les 5 ans (prochaine révision en avril 2011).

4 Risques politiques

Les investissements effectués par le groupe en Afrique font l'objet d'une assurance souscrite à l'Office National du Dueroire (BMC au Rwanda en cours de souscription). L'expropriation, la guerre, le transfert et la rupture de contrat sont généralement les causes de sinistre couvertes par cette police.

XIV. Annexe relative aux parties liées (en milliers d'euros)

Les transactions et soldes repris sous cette annexe concernent les parties liées non consolidées ou consolidées par mise en équivalence, dont la liste figure à l'annexe II.

	31/12/09				31/12/08			
	Filiales non conso- lidées	Filiales mises en équivalence	Autres parties liées	TOTAL	Filiales non conso- lidées	Filiales mises en équivalence	Autres parties liées	TOTAL
ACTIFS AVEC LES PARTIES LIEES								
Prêts								
Prêts	1	2.631	7	2.639	16	22	12	50
Débiteurs		875		875				
Débiteurs	1	1.756	7	1.764	16	22	12	50
Clients		1.730		1.730				
Autres débiteurs	1	26	7	34	16	22	12	50
PASSIFS AVEC LES PARTIES LIEES								
Créditeurs								
Fournisseurs	1		852	852	4			4
Autres créditeurs	1		852	852	4			4
Autres créditeurs	1		852	852	4			4
TRANSACTIONS ENTRE PARTIES LIEES								
Ventes de biens								
Ventes de biens		70		70				
Prestations de services données								
Prestations de services données	53	244	7	304	136	261	12	409

Les actifs liés aux filiales mises en équivalence concernent le prêt de 875 kEUR consenti à NBM ainsi que les créances commerciales détenues sur cette société en phase de démarrage mais confrontée à des retards opérationnels exposés dans le rapport de gestion. Les passifs envers les autres parties liées sont composées de deux dettes du groupe vis à vis de ses partenaires actionnaires dans les filiales industrielles NBM et BMC.

Par ailleurs, il existe à la date de clôture de l'exercice 2009 une créance d'un montant de 6.742 EUR envers un administrateur.

Les émoluments du Commissaire pour l'exercice de ses différents mandats de commissaire au sein du Groupe se sont élevés à 41.722 EUR pour l'exercice 2009.

Aucune transaction avec des parties liées n'a été effectuée dans des conditions autres que celles du marché.

Rémunérations aux membres de la direction et aux administrateurs

Pour l'exercice 2009, l'ensemble des émoluments attribués aux membres du Conseil d'Administration s'élève à 110.300 euros et le montant des rémunérations et honoraires perçus par les membres du Comité de Direction totalise 929.254 euros. Par ailleurs, les rémunérations des membres du Comité de Direction ne comprennent pas d'autres avantages à long terme ou de paiement en actions.

Le détail de ces éléments est repris au point 1.5 Rémunérations du chapitre Corporate Governance du Rapport de Gestion.

XV. Annexe relative aux capitaux propres (en milliers d'euros)

I. MOUVEMENTS DU NOMBRE D' ACTIONS

	31/12/09	31/12/08
Nombre d'actions, solde d'ouverture	801.900	801.900
Nombre d'actions, solde de clôture	801.900	801.900

II. AUTRES INFORMATIONS

Valeur nominale des actions	s.d.v.n.	
Capitaux propres part du groupe (en EUROS)	31/12/09	31/12/08
	137.620.203	135.483.200

Les réserves consolidées intègrent la réserve légale de UNIBRA s.a. pour un montant de 1.600.000 EUR. Cette réserve ne peut être distribuée aux actionnaires qu'en cas de liquidation de la société.

III. CALCUL DU RESULTAT PAR ACTION

1. Nombre d'actions

	31/12/09
Nombre moyen pondéré d'actions, de base	801.900
Nombre moyen pondéré d'actions, dilué	801.900

2. Résultat net (en EUROS)

Résultat attribuable aux porteurs de capitaux propres de la société mère	91.489
Résultat net de base distribuable aux actionnaires ordinaires	0,11
Résultat net dilué distribuable aux actionnaires ordinaires	0,11

3. Résultat Global (en EUROS)

Résultat attribuable aux porteurs de capitaux propres de la société mère	3.420.044
Résultat global de base distribuable aux actionnaires ordinaires	4,26
Résultat global dilué distribuable aux actionnaires ordinaires	4,26

Pour l'exercice 2009, la proposition de distribution soumise à l'Assemblée Générale prévoit la distribution d'un dividende net maintenu à EUR 1,20 par action.

XVI. Annexe relative à la gestion du capital

UNIBRA s.a. cherche à optimiser de manière continue sa structure financière en fonction de ses investissements.

L'objectif principal du Groupe en terme de gestion de sa structure financière est de maximiser la valeur pour les actionnaires en assurant une gestion saine de l'endettement, une flexibilité et une marge de manœuvre financières suffisantes afin de saisir les opportunités de croissances externes créatrices de valeur.

Le Groupe gère sa structure financière et procède à des ajustements en regard de l'évolution des conditions économiques. Dans ce cadre, il peut ajuster le paiement des dividendes aux actionnaires et réaliser des actifs pour réduire son endettement financier.

Le Groupe n'a pas de politique particulière relative aux notations auprès des agences de notation.

Les objectifs, politiques et procédures de gestion du capital sont demeurés identiques depuis plusieurs exercices.

UNIBRA s.a. n'est sujet à aucune exigence externe en terme de capitaux propres minimum, excepté les dispositions légales.

Les éléments indus dans la gestion du capital sont ceux repris dans le bilan sous l'intitulé "A. Capitaux propres attribuables aux porteurs de capitaux propres de la société mère". Il est à noter que les réserves consolidées intègrent la réserve légale de UNIBRA s.a. pour un montant de 1.600.000 EUR. Cette réserve ne peut être distribuée aux actionnaires qu'en cas de liquidation de la société

XVII. Annexe relative aux provisions et aux actifs et passifs éventuels

Une provision de 600.000 euros a été constituée en 2008 dans le cadre d'un litige lié à la cession des activités abandonnées

La société mère UNIBRA s.a. détient une créance de EUR 409.862 sur l'Etat belge au titre d'une quotité forfaitaire d'impôt étranger (QFIE) datant de 1990 et qui fait l'objet d'un litige fiscal, à ce jour non résolu. Cet actif éventuel n'est pas comptabilisé au bilan consolidé du groupe.

XVIII. Annexe relative aux droits et engagements (en milliers d'euros)

Les sociétés du groupe présentent les engagements suivants, notamment dans le cadre de leurs engagements financiers auprès des organismes de crédit:

UNIBRA s.a.	4.253	garantie du solde de l'emprunt accordé à UNITER s.a. par Fortis
	1.000	garantie du solde de l'emprunt accordé à TERREBOIS s.a. par ING
	4.246	Nantissement portant sur les actions NBM en faveur de BOA et MCB
	6.551	Engagement de financement complémentaire à NBM dans le cadre du crédit accordé par BOA et MCB
		Option put et call sur la participation de Proparco (18,68%) dans NBM
UNITER s.a.	4.253	Mandat hypothécaire en faveur de Fortis garantissant le solde du crédit (Boulevard du Souverain, 68 à 1170 Bruxelles)
TERRE A TERRE s.a.	496	Hypothèque en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit
	838	Mandat hypothécaire en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit (Avenue Edison, 2 à 1300 Wavre)
CIPARI s.a.	400	Garantie accordée dans le cadre de la cession de Sobragui Option put et call sur la participation de Coastal (49%) dans BMC

Les sociétés du groupe disposent des droits suivants :

UNIBRA s.a.	2.500	droit d'ouverture de ligne de crédit octroyé par Fortis
	410	Créance QFIE sur l'Etat belge
TERREBOIS s.a.	2.178	Acquisition sous condition suspensive de l'immeuble situé Bd Sylvain Dupuis, 243 à 1080 Anderlecht, via sa filiale à 40% en constitution au 31 décembre 2009 (UNI-INVEST s.a.)

XIX. Annexe relative à l'information sectorielle (en milliers d'euros)

EXERCICE 2009	Immobilier	Financier	Industriel	Montants		TOTAL
				non affectés	Eliminat° entre secteurs	
I. INFORMATION SECTORIELLE DE PREMIER NIVEAU						
Secteurs d'activité						
1. Produits						
Ventes à des clients externes	2.463	4.358	527	56		7.405 (a)
Ventes provenant de transactions avec d'autres secteurs	261				-261	
2. Charges						
Dotations aux amortissements / pertes de valeur	-1.316			-100		-1.416 (b)
Autres charges	-1.580	-265	-1.541	-2.198	261	-5.322 (b)
3. Quote-part dans le résultat des participations mises en équivalence			-656			-656
4. Résultat après impôts des activités abandonnées						
5. Résultat net	-171	4.093	-1.670	-2.242		10
6. Actifs	31.817	82.615	17.034	22.329		153.795
dont valeur comptable des participations mises en équivalence			2.770			2.770
7. Passifs	9.824		1.823	874		12.520
8. Total des frais encourus pour l'acquisition d'actifs non-courants (dépenses d'investissement)	-7.285	-37.159	-8.413	-109		-52.966

EXERCICE 2009	Europe	Afrique	USA	Montants		TOTAL
				non affectés	Eliminat° entre secteurs	
II. INFORMATION SECTORIELLE DE DEUXIEME NIVEAU						
Secteurs géographiques						
1. Produits provenant de ventes à des clients externes	6.440	828	81	56		7.405
2. Actifs	112.591	17.034	1.841	22.329		153.795
3. Total des frais encourus pour l'acquisition d'actifs non-courants (dépenses d'investissement)	-44.403	-8.413	-41	-109		-52.966

EXERCICE 2008	Immobilier	Financier	Industriel	Montants		TOTAL
				non affectés	Eliminat° entre secteurs	
I. INFORMATION SECTORIELLE DE PREMIER NIVEAU						
Secteurs d'activité						
1. Produits						
Ventes à des clients externes	1.204	3.567	490	33		5.295 (a)
Ventes provenant de transactions avec d'autres secteurs	278				-278	
2. Charges						
Dotations aux amortissements / pertes de valeur	-958	-8.246		-113		-9.317 (b)
Autres charges	-1.472	-140	-1.968	-1.713	278	-5.014 (b)
3. Quote-part dans le résultat des participations mises en équivalence			-30			-30
4. Résultat après impôts des activités abandonnées			30.558			30.558
5. Résultat net	-947	-4.819	29.049	-1.792		21.492
6. Actifs	23.145	99.787	4.058	18.260		145.250
dont valeur comptable des participations mises en équivalence			4.058			4.058
7. Passifs	5.888		600	3.279		9.767
8. Total des frais encourus pour l'acquisition d'actifs non-courants (dépenses d'investissement)	4.638	25.685	3.966	180		34.469

EXERCICE 2008	Europe	Afrique	USA	Montants		TOTAL
				non affectés	Eliminat° entre secteurs	
II. INFORMATION SECTORIELLE DE DEUXIEME NIVEAU						
Secteurs géographiques						
1. Produits provenant de ventes à des clients externes	4.473	639	149	33		5.295
2. Actifs	120.518	4.058	2.415	18.260		145.250
3. Total des frais encourus pour l'acquisition d'actifs non-courants (dépenses d'investissement)	30.005	3.966	318	180		34.469

I L'information sectorielle s'organise selon deux niveaux :

- I. **le secteur d'activité** : qui distingue les pôles immobilier, financier et industriel.
- II. **le secteur géographique** : qui présente les zones d'activité du groupe.

Les produits, charges, actifs et passifs directement attribuables à un secteur sont affectés à celui-ci. Les montants non affectés ne concernent que les éléments qui ne peuvent être, de façon pertinente, attribués à un secteur.

Nous renvoyons au rapport de gestion pour l'analyse des résultats par secteur d'activité.

Les dépenses d'investissement de l'exercice 2009 se rapportent principalement à l'acquisition de la société immobilière Terre à Terre pour kEUR 5.824, à l'acquisition de 51% de la société Zubisko Trading (holding de la société brassicole rwandaise BMC) pour Keur 7.290 et à de nouveaux placements de trésorerie.

II Rapprochement entre l'information sectorielle et les états financiers consolidés

- (a) Les produits sectoriels présentés s'élèvent à 7.405 kEUR pour l'exercice 2009 soit la somme des éléments du compte de résultats suivants :

	31/12/09	31/12/08
Produits opérationnels	7.098	5.340
Profit (perte) sur cessions d'actifs non financiers	263	-7
Profit (perte) sur actifs financiers disponibles à la vente	0	1.412
Profit (perte) sur actifs financiers détenus à des fins de transaction	43	-1.450
	7.405	5.295

- (b) Les charges sectorielles présentées s'élèvent à 6.738 kEUR pour l'exercice 2009 soit la somme des éléments du compte de résultats suivants :

	31/12/09	31/12/08
Charges opérationnelles	-6.724	-5.982
Pertes de valeur	0	-8.485
Charges d'impôts sur le résultat	-15	135
	-6.738	-14.331

XX. Annexe relative aux nouvelles normes IFRS et interprétations de l'IFRIC

Les états financiers consolidés ont été établis conformément au référentiel IFRS (International Financial Reporting Standards) tel qu'adopté dans l'Union européenne. Ils ont été préparés selon la convention d'évaluation du coût historique à l'exception de l'évaluation de certains instruments financiers à leur juste valeur.

Les nouvelles normes et interprétations suivantes sont entrées d'application à compter de l'exercice 2009, dont certaines ne sont pas applicables au groupe Unibra :

- Amendements à IFRS 2 - Paiement fondé sur des actions, conditions d'acquisition et annulation (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- Amendements à IAS 32 - Instruments financiers : présentation et IAS 1 - Présentation des états financiers - Instruments financiers remboursables au gré du porteur ("puttable financial instruments") et obligations provenant d'une liquidation (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- Amendements à IFRS 7 - Instruments financiers : Informations à fournir, qui a imposé la présentation d'informations supplémentaires dans les notes concernant les instruments financiers.
- Amendements à IFRS 9 - Réévaluation des dérivés incorporés et IAS 39 - Instruments financiers : Comptabilisation et évaluation.
- IFRS 8 - Secteurs opérationnels (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- Amendements à IAS 23 - Coûts d'emprunt (révisée en 2007) (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- Améliorations aux IFRS (2007-2008) (normalement applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- Amendements à IFRS 1 - Première adoption des IFRS et IAS 27 - Etats financiers consolidés et individuels (normalement applicable prospectivement pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er janvier 2009).
- IFRIC 13 - Programmes de fidélisation de la clientèle (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2008).
- IFRIC 16 - Couverture d'un investissement net dans une activité à l'étranger (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er octobre 2008).

- IFRIC 18 - Transfert d'actifs provenant de clients (applicable pour les transferts reçus à compter du 1er juillet 2009).

En outre, le groupe Unibra n'a pas anticipé l'application des normes et interprétations qui sont effectives après le 31 décembre 2009, à savoir:

- Améliorations aux IFRS (2008-2009).
- Amendements à l'IFRS 2.
- Amendements à l'IAS 24 - Informations à fournir concernant les parties liées.
- Amendements à l'IAS 32 - Classifications des droits émis.
- Amendements à IAS 39 - Instruments financiers : Comptabilisation et évaluation - Eléments de couverture éligibles (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2009).
- IFRIC 15 - Contrats liés à la construction d'immeubles.
- IFRIC 17 - Distributions d'actifs non monétaires aux propriétaires (applicable pour les périodes annuelles ouvertes à compter du 1er juillet 2009).
- IFRIC 19 - Eteindre des passifs financiers avec des instruments de capitaux propres.
- Amendements à l'IFRIC 14 - Avances d'une obligation de financement minimum.
- Révision de la norme IFRS 3 et révision de la norme IAS 27 (applicable à compter du 1er janvier 2010).

XXI Annexe relative aux hypothèses clefs

Les principales sources d'incertitude relatives aux activités du groupe relèvent de deux préoccupations

1. le contexte géopolitique général qui prévaut dans les pays d'activités des filiales africaines. Les difficultés rencontrées peuvent peser sur le résultat de l'exercice. Si le groupe Unibra n'a pas été affecté par la détérioration de la situation en Guinée-Conakry puisque la vente de la filiale Sobragui est intervenue en mars 2008, avant le changement de régime, il doit cependant constater les difficultés rencontrées par sa filiale à 40,66% NBM (Nouvelle Brasserie de Madagascar) opérationnelle depuis septembre 2009 et privée d'activités faute d'avoir obtenu "l'autorisation d'opérer" émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs à ce jour non explicités. La brasserie est maintenue en état de fonctionnement, prête à démarrer et les démarches entreprises au plus haut niveau font espérer une issue favorable à ce problème au 1er semestre 2010. Cet investissement fait l'objet d'une couverture auprès de l'Office National de Ducreire qui a été informé de la situation.
2. A l'instar de 2008 et 2009, l'année 2010 présente un risque de volatilité des marchés boursiers, qui pourrait induire des résultats financiers moins favorables que précédemment.

Les principaux risques et incertitudes sont également développés dans le rapport de gestion mais leur nature même ne permet pas de quantifier les ajustements éventuels qui pourraient intervenir au cours de l'exercice en cours.

XXII. Annexe relative aux activités abandonnées

Sur base de la norme IFRS 5, les cessions des filiales industrielles Sobragui (Guinée), BSA (Algérie) et Sonem (Tunisie) ont été comptabilisées au premier semestre 2008 et l'impact de ces cessions sur le résultat du groupe Unibra a été identifié spécifiquement sous la rubrique 'Résultat des activités abandonnées'.

	31/12/09	31/12/08
Quote-part dans le résultat net		-1.095
Profit (perte) sur cessions		31.653
Résultat des activités abandonnées		30.558

Nous renvoyons au tableau de flux de trésorerie pour l'analyse des flux de trésorerie des activités abandonnées en 2008.

RAPPORT DU COMMISSAIRE
à l'Assemblée Générale des Actionnaires de UNIBRA S.A.
sur les comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2009

Conformément aux dispositions légales, nous vous faisons rapport dans le cadre du mandat de commissaire. Le rapport inclut notre opinion sur les comptes consolidés ainsi que la mention complémentaire requise.

Attestation sans réserve des comptes consolidés

Nous avons procédé au contrôle des comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2009, établis sur la base du référentiel des Normes Internationales d'information financière tel qu'adopté dans l'Union européenne, dont le total de bilan s'élève à 153.794.984 EUR et dont le compte de résultats se solde par un bénéfice de l'exercice attribuable au groupe de 91.489 EUR.

Les comptes des filiales étrangères comprises dans la consolidation ont été contrôlés par d'autres réviseurs ; notre certification à cet égard est basée sur leurs attestations.

L'établissement des comptes consolidés relève de la responsabilité de l'organe de gestion. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère des comptes annuels consolidés ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs; le choix et l'application de règles d'évaluation appropriées ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces comptes sur la base de notre contrôle. Nous avons effectué notre contrôle conformément aux dispositions légales et selon les normes de révision applicables en Belgique, telles qu'édictées par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises. Ces normes de révision requièrent que notre contrôle soit organisé et exécuté de manière à obtenir une assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives, qu'elles résultent de fraudes ou d'erreurs.

Conformément à ces normes, nous avons tenu compte de l'organisation de l'ensemble consolidé en matière administrative et comptable ainsi que de ses dispositifs de contrôle interne. Nous avons obtenu de l'organe de gestion et des préposés de la société les explications et informations requises pour notre contrôle. Nous avons examiné par sondages la justification des montants figurant dans les comptes consolidés. Nous avons évalué le bien-fondé des règles d'évaluation, des règles de consolidation et le caractère raisonnable des estimations comptables significatives faites par la société ainsi que la présentation des comptes consolidés dans leur ensemble. Nous estimons que ces travaux fournissent une base raisonnable à l'expression de notre opinion.

A notre avis, les comptes consolidés clos le 31 décembre 2009 donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, de la performance financière et des flux de trésorerie de l'ensemble consolidé, conformément au référentiel de Normes internationales d'information financière tel qu'adopté dans l'Union européenne.

Mention complémentaire

L'établissement et le contenu du rapport consolidé de gestion relèvent de la responsabilité de l'organe de gestion.

Notre responsabilité est d'inclure dans notre rapport par la mention complémentaire suivante qui n'est pas de nature à modifier la portée de l'attestation des comptes consolidés:

- le rapport consolidé de gestion traite des informations requises par la loi et concorde avec les comptes consolidés. Toutefois, nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur la description des principaux risques et incertitudes auxquels l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation est confronté, ainsi que de sa situation, de son évolution prévisible ou de l'influence notable de certains faits sur son développement futur. Nous pouvons néanmoins confirmer que les renseignements fournis ne présentent pas d'incohérences manifestes avec les informations dont nous avons connaissance dans le cadre de notre mandat.

Bruxelles, le 19 avril 2010

BDO DFSA Réviseurs d'Entreprises Soc. Civ. SCRL

Commissaire

Représentée par Jean-Louis SERVAIS



ÉTATS FINANCIERS STATUTAIRES ABRÉGÉS DE UNIBRA S.A.

Les comptes annuels de UNIBRA s.a. sont présentés ci-après dans un schéma abrégé. Conformément au Code des Sociétés, les comptes annuels de UNIBRA s.a., le rapport de gestion ainsi que le rapport du commissaire seront déposés à la Banque Nationale de Belgique.

Le rapport du commissaire ne comporte aucune réserve et déclare que les états financiers statutaires de UNIBRA s.a. pour l'exercice clôturé le 31 décembre 2009 représentent la situation et la performance financière de manière complète et fidèle, et ceci conformément à toutes les dispositions légales et statutaires.

Bilan au 31 décembre 2009

ACTIF (en milliers d'euros)

	Exercice 2009	Exercice 2008
ACTIFS IMMOBILISES	20.491	22.738
III. Immobilisations corporelles	350	156
B. Installations, machines et outillage	29	30
C. Mobilier et matériel roulant	144	126
E. Autres immobilisations	177	0
IV. Immobilisations financières	20.141	22.582
A. Entreprises liées	12.275	14.709
1. Participations	12.275	14.709
C. Autres immobilisations financières	7.866	7.873
1. Actions et parts	7.832	7.840
2. Créances et cautionnements en numéraire	34	33
ACTIFS CIRCULANTS	64.806	51.570
V. Créances à plus d'un an	875	0
B. Autres créances	875	0
VII. Créances à un an au plus	9.107	954
A. Créances commerciales	118	25
B. Autres créances	8.988	928
VIII. Placements de trésorerie	53.816	47.548
B. Autres placements	53.816	47.548
IX. Valeurs disponibles	811	2.861
X. Comptes de régularisation	197	207
TOTAL DE L'ACTIF	85.296	74.308

PASSIF (en milliers d'euros)

	Exercice 2009	Exercice 2008
CAPITAUX PROPRES	76.702	69.621
I. Capital	16.000	16.000
A. Capital souscrit	16.000	16.000
IV. Réserves	34.001	34.001
A. Réserve légale	1.600	1.600
B. Réserves indisponibles	401	401
2. Autres	401	401
C. Réserves immunisées	0	0
D. Réserves disponibles	32.000	32.000
V. Bénéfice reporté	26.702	19.620
DETTES	8.594	4.687
IX. Dettes à un an au plus	8.594	4.687
C. Dettes commerciales	44	180
1. Fournisseurs	44	180
E. Dettes fiscales, salariales et sociales	176	164
1. Impôts	5	7
2. Rémunérations et charges sociales	171	156
F. Autres dettes	8.374	4.343
X. Comptes de régularisation	0	0
TOTAL DU PASSIF	85.296	74.308

Compte de résultats statutaires

CHARGES (en milliers d'euros)

	Exercice 2009	Exercice 2008
II. Coût des ventes et des prestations	2.514	2.967
A. Approvisionnements et marchandises	0	3
B. Services et biens divers	985	1.472
C. Rémunérations, charges sociales et pensions	1.321	1.287
D. Amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissement, sur immobilisations incorporelles et corporelles	67	36
G. Autres charges d'exploitation	141	169
V. Charges financières	-1.100	12.108
B. Réductions de valeur sur actifs circulants (dotations +, reprises -)	-6.670	8.687
C. Autres charges financières	5.570	3.421
VIII. Charges exceptionnelles	2.444	3.080
B. Réductions de valeur s/immobilisations financières	2.444	860
D. Moins-values s/réalizations d'actifs immobilisés	0	2.219
E. Autres charges exceptionnelles	1	1
XI. Bénéfice de l'exercice	8.364	0
TOTAL	12.223	18.155

PRODUITS (en milliers d'euros)

	Exercice 2009	Exercice 2008
I. Ventes et prestations	164	270
A. Chiffre d'affaires	164	264
D. Autres produits d'exploitation	0	5
IV. Produits financiers	12.059	4.303
A. Produits des immobilisations financières	9.501	1.200
B. Produits des actifs circulants	1.676	1.739
C. Autres produits financiers	882	1.363
VII. Produits exceptionnels	0	3.093
D. Plus-values sur réalisations d'actifs immobilisés	0	3.092
XI. Perte de l'exercice	0	4.932
XII. Prélèvements sur les réserves immunisées	0	5.558
TOTAL	12.223	18.155

AFFECTATIONS ET PRELEVEMENTS (en milliers d'euros)

	Exercice 2009	Exercice 2008
A. Bénéfice à affecter	27.985	20.904
1. Résultat de l'exercice à affecter	8.364	-4.932
2. Bénéfice reporté de l'exercice précédent	19.620	25.835
D. Résultat à reporter	-26.702	-19.620
1. Bénéfice à reporter	-26.702	-19.620
F. Bénéfice à distribuer	-1.283	-1.283
1. Rémunération du capital	-1.283	-1.283

AGENDA DE L'ACTIONNAIRE

26 mai 2010	Assemblée Générale Ordinaire
4 juin 2010	Mise en paiement du dividende
30 août 2010	Publication du rapport financier semestriel
25 mai 2011	Assemblée Générale Ordinaire

ACTES CONSTITUTIFS ET MODIFICATIFS

Constituée sous forme de société congolaise par actions à responsabilité limitée suivant acte reçu par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 13 janvier 1960, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 4 mars 1960, sous le n° 3735.

Soumise au droit belge suivant décision du conseil d'administration en date du 22 juin 1960, publiée en extrait aux annexes au «Moniteur Belge» du 12 juillet 1960, sous le n° 21276.

Statuts adaptés à la loi belge suivant procès-verbal dressé par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 29 décembre 1961, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 19 janvier 1962, sous le n° 1648.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 2 mai 1962, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 12 juillet 1962, sous le n° 21352.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 12 décembre 1963, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 10 mars 1964, sous le n° 4885.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 25 juin 1964, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 18 juillet 1964, sous le n° 24.373.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Albert Raucq, notaire à Bruxelles, le 24 juin 1971, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 10 juillet 1971, sous le n° 2244-3.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Gilberte Raucq, notaire à Bruxelles, le 26 juin 1986, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 24 juillet 1986, sous le n° 860724-482.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Gilberte Raucq, notaire à Bruxelles, le 11 juin 1991, publié aux annexes au «Moniteur Belge» du 5 juillet 1991, sous le n° 910705-377.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Gilberte Raucq, notaire à Bruxelles, le 11 février 1993, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 9 mars 1993, sous le n° 930309-290.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Gilberte Raucq, notaire à Bruxelles, le 26 juin 1997, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 2 août 1997, sous le n° 970802-455.

Statuts modifiés par l'Assemblée Générale Ordinaire du 24 mai 2000 suivant procès-verbal publié aux annexes au «Moniteur belge» du 27 juin 2000, sous le n° 20000627-335.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Ockerman, notaire à Bruxelles, le 22 mai 2002, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 26 juin 2002, sous le n° 20020626-460.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Ockerman, notaire à Bruxelles, le 18 décembre 2003, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 29 janvier 2004, sous le n° 04015169.

Statuts modifiés suivant procès-verbal dressé par Me Van Melkebeke, notaire à Bruxelles, le 11 juillet 2007, publié aux annexes au «Moniteur belge» du 31 août 2007, sous le n° 07128120.





Siège social et administratif :
Boulevard du Souverain, 68 - 1170 Bruxelles

Tél. : +32 2 548 95 00

Fax : +32 2 513 96 44

Site Internet : www.unibra.be

E-Mail : info@unibra.be

Numéro d'entreprise : 0402.833.179

ANNEXE 6.
RAPPORT SEMESTRIEL 2010 D'UNIBRA
(COMPTES CONSOLIDES AU 30 JUIN 2010 ET RAPPORT DU COMMISSAIRE)



INFORMATION RÉGLEMENTÉE

UNIBRA

RAPPORT FINANCIER SEMESTRIEL AU 30 JUIN 2010

Le Conseil d'Administration a examiné les comptes consolidés au 30 juin 2010, lors de sa séance du 25 août 2010. Les états financiers consolidés ont été établis conformément aux normes IFRS et plus particulièrement à la norme IAS 34 (information financière intermédiaire) ; les méthodes comptables appliquées sont identiques à celles utilisées pour les états financiers consolidés au 31 décembre 2009.

Ces comptes ont fait l'objet d'une revue limitée par le commissaire.

Faits marquants :

- Résultat opérationnel au 30 juin 2010 (EUR -2.476.777) en net recul (EUR -1.610.822) par rapport au résultat opérationnel au 30 juin 2009 (EUR -865.956). Ce recul fait suite (i) à l'entrée dans le périmètre fin 2009 de la société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda dont les ventes ont débuté en mars 2010 sur un mode mineur, (ii) à l'acquisition en janvier 2010 de la société Uni-Invest, mise en équivalence, qui est encore en phase de redéploiement et (iii) à une diminution des intérêts et dividendes encaissés en relation directe avec l'évolution des marchés financiers.
- Résultat semestriel net part du groupe de EUR -2.896.103 contre EUR -1.111.965 au premier semestre 2009. Le résultat du premier semestre 2010 inclut des pertes de valeur de EUR 746.245 sur certains actifs immobiliers du groupe qui ont fait l'objet d'une mise à jour de la valorisation.
- Résultat semestriel global part du groupe de EUR -2.476.534 au 30 juin 2010 contre EUR 133.892 au 30 juin 2009. La réserve de réévaluation qui enregistre les variations de valeur des participations et du portefeuille a varié négativement de EUR -724.164 (partnerships US EUR - 520.942 et actifs financiers EUR -203.222) au cours du semestre contre une variation positive de EUR 1.313.503 au cours du premier semestre 2009. Par contre, les écarts de conversion ont varié positivement de EUR 1.143.733 (part du groupe).

Bilan consolidé au 30 juin 2010 (en EUR)

	ACTIF	
	<u>30/06/2010</u>	<u>31/12/2009</u>
1. Immobilisations corporelles		
1.1 Immobilisations corporelles en cours de production	1.930.881	1.501.845
1.2. Terrains et constructions	3.974.815	3.821.892
1.3. Installations, machines et outillage	5.896.555	5.257.529
1.4. Mobilier et matériel roulant	502.594	264.659
1.5. Autres immobilisations corporelles	983.233	643.872
2. Immeubles de placement	23.232.108	24.383.585
3. Immobilisations incorporelles		
3.1 Goodwills	4.727.046	4.949.305
3.2 Autres immobilisations incorporelles		
4. Participation dans des entreprises liées		
4.1. Participations dans des filiales (coût hist.)	116	110
4.2. Participations mises en équivalence	1.881.155	2.769.728
5. Actifs d'impôt différé	1.396.271	1.541.858
6. Autres actifs financiers non courants		
6.1. Participations	11.464.617	11.731.176
6.2 Portefeuille actions / fonds commun de placement	35.174.549	38.562.946
6.3. Titres, autres que des actions	26.022.093	24.944.711
6.4. Prêts	1.861.417	876.372
6.5. Autres actifs financiers	41.072	50.841
7. Autres actifs non-courants		
TOTAL ACTIFS NON-COURANTS	119.088.522	121.300.430
8. Stocks	1.102.122	482.145
9. Autres actifs financiers courants		
9.1. Titres, autres que des actions	172.331	162.342
9.2. Autres actifs financiers	12.109.920	9.055.147
10. Clients et autres débiteurs courants		
10.1. Clients	2.542.019	2.223.354
10.2. Autres débiteurs	2.311.546	1.318.815
11. Paiements d'avance, courants		
12. Trésorerie et équivalents de trésorerie	13.389.512	19.249.700
13. Autres actifs courants	17.617	3.052
TOTAL ACTIFS COURANTS	31.645.068	32.494.554
14. Actifs des activités abandonnées		
TOTAL DE L'ACTIF	150.733.591	153.794.984

CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS

	<u>30/06/2010</u>	<u>31/12/2009</u>
1. Capital libéré		
1.1. Capital social	16.000.000	16.000.000
1.2. Primes d'émissions		
2. Capital souscrit (non appelé) (-)		
3. Réserves		
3.1 Réserves consolidées	112.385.062	116.564.207
3.2 Réserves de réévaluation	4.899.253	5.623.417
3.3 Ecarts de conversion	576.314	-567.420
4. Actions propres (-)		
A. Capitaux propres du groupe	133.860.628	137.620.203
B. Intérêts minoritaires	3.576.176	3.654.533
TOTAL CAPITAUX PROPRES	137.436.805	141.274.736
5. Passifs non-courants portant intérêt		
5.1. Emprunts bancaires	4.690.000	4.983.333
5.2. Autres emprunts		
6. Provisions non-courantes	600.000	600.000
7. Passifs d'impôt différé	2.514.855	3.009.656
8. Autres passifs non-courants		
TOTAL PASSIFS NON-COURANTS	7.804.855	8.592.989
9. Passifs courants portant intérêt		
9.1. Emprunts bancaires	1.613.597	1.614.752
9.2. Découverts bancaires		
9.3. Autres emprunts		
10. Passifs d'impôt exigible	682.210	393.230
11. Fournisseurs et autres créditeurs courants		
11.1. Fournisseurs	1.082.061	561.012
11.2. Avances reçues		
11.3. Autres créditeurs	2.101.741	1.358.264
12. Autres passifs courants	12.323	
TOTAL PASSIFS COURANTS	5.491.931	3.927.258
13. Passifs des activités abandonnées		
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS	150.733.591	153.794.984

Compte de résultats consolidés au 30 juin 2010 (en EUR)

COMPTE DE RESULTATS

	30/06/2010	30/06/2009
1. Produits		
1.1. Chiffre d'affaires	900.829	157.360
1.2. Produits locatifs des immeubles	878.135	688.375
1.3. Intérêts	763.347	1.240.966
1.4. Dividendes	295.103	422.948
1.5. Autres produits opérationnels	227.330	264.028
2. Charges opérationnelles		
2.1. Matières premières et consommables utilisées	-148.549	
2.2. Frais de personnel	-1.250.322	-935.819
2.3. Dotations aux amortissements	-1.248.249	-674.522
2.4. Charges financières	-24.873	-181.026
2.5. Autres charges opérationnelles	-2.255.753	-1.627.031
3 Quote part dans le résultat des part. mise en équivalence	-613.777	-221.235
Résultat opérationnel avant impôts	-2.476.777	-865.956
4. Pertes de valeur	-746.245	0
5. Profit (perte) sur cessions d'actifs non financiers	16.276	246.664
6. Profit (perte) sur actifs financiers disp. à la vente	-141.190	-230.863
7 Profit (perte) sur actifs financiers à des fins de trans.	15.449	30.588
Résultat avant impôts	-3.332.488	-819.566
8. Charges (produits) d'impôt sur le résultat (-)		
8.1. Impôts payés (remboursés)	-244.987	-381.061
8.2. Impôts différés	118.051	88.663
Résultat après impôts, hors activités abandonnées	-3.459.423	-1.111.965
9. Résultat après impôts des activités abandonnées		
9. 1 Quote part dans le résultat net		
9. 2 Profit (perte) sur cessions		
Résultat après impôts, incluant les activités abandonnée	-3.459.423	-1.111.965
Résultat consolidé	-3.459.423	-1.111.965
Attribuable au groupe	-2.896.103	-1.111.965
Attribuable aux intérêts minoritaires	-563.320	
10. Variation de juste valeur des actifs financiers disponibles à la vente	-724.164	1.313.503
11. Variations des écarts de conversion	1.628.696	-67.647
Résultat global	-2.554.891	133.892
Attribuable au groupe	-2.476.534	133.892
Attribuable aux intérêts minoritaires	-78.357	

Données par action.

	30 juin 10	31 déc. 09	30 juin 09
Nombre d'actions en circulation	801.900	801.900	801.900
Capitaux propres part du groupe	166,93	171,62	167,52
Résultat net part du groupe (EPS)	-3,61	0,11	-1,39
Résultat global part du groupe (EPS)	-3,09	4,26	0,17
Cours de bourse	156,98	160,20	143,75
Valeur estimée	180,22	184,67	179,96

* La valeur estimée est établie sur la base des actifs nets des différentes sociétés du Groupe. En ce qui concerne les immeubles, une valeur de marché, établie sur base d'évaluations internes, a été retenue. Les devises sont reprises au cours du jour de clôture.

Etat de variation des capitaux propres au 30 juin 2010

	Capital libéré		Réserves			Capitaux Propres du Groupe	Intérêts Minoritaires	Total Capitaux Propres
	Capital social	Total	Réserves pour écarts de conversion	Réserves pour réévaluation	Autres réserves			
SOLDE DE CLÔTURE, ANNEE 2008	16.000.000	119.483.200	-346.444	2.073.888	117.755.758	135.483.200		135.483.200
Dividendes		-1.283.040			-1.283.040	-1.283.040		-1.283.040
Résultat Net de l'exercice		133.893	-67.648	1.313.503	-1.111.965	133.893		133.893
Profits (pertes) non compt.en compte de résultat								
dont réévaluation d'actifs fin. disp vente				1.313.503				
dont résultat de la conversion des devises étrangères			-67.648					
SOLDE DE CLÔTURE, JUIN 2009	16.000.000	118.334.052	-414.092	3.387.391	115.360.753	134.334.052		134.334.052
Variation de périmètre							3.711.706	3.711.706
Dividendes						0		0
Résultat Net de l'exercice		1.203.454			1.203.454	1.203.454	-81.428	1.122.026
Profits (pertes) non compt.en compte de résultat		2.082.697	-153.327	2.236.026		2.082.697	24.256	2.106.952
dont réévaluation d'actifs fin. disp vente				2.236.026				
dont résultat de la conversion des devises étrangères			-153.327				24.256	
SOLDE DE CLÔTURE, ANNEE 2009	16.000.000	121.620.203	-567.420	5.623.417	116.564.208	137.620.203	3.654.533	141.274.736
Variation de périmètre								
Dividendes		-1.283.040			-1.283.040	-1.283.040		-1.283.040
Résultat Net de l'exercice		-2.896.103			-2.896.103	-2.896.103	-563.320	-3.459.423
Profits (pertes) non compt.en compte de résultat		419.570	1.143.733	-724.164		419.570	484.963	904.532
dont réévaluation d'actifs fin. disp vente				-724.164				
dont résultat de la conversion des devises étrangères			1.143.733				484.963	
SOLDE DE CLÔTURE, JUIN 2010	16.000.000	117.860.628	576.314	4.899.253	112.385.062	133.860.628	3.576.176	137.436.805

Tableau de flux de trésorerie au 30 juin 2010

TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE

	30 juin 2010	30 juin 2009
Résultat opérationnel	-2.476.777	-865.956
Dotations amortissements et Pertes de valeur	1.248.249	674.523
Quote part dans les pertes des part. mises en équivalence	914.917	466.638
Quote part dans les profits des part. mises en équivalence	-301.140	-245.404
Autres éléments sans effet de trésorerie (charges)	1.704	942
Autres éléments sans effet de trésorerie (produit)	-20.780	
Total éléments sans effet de trésorerie	1.842.950	896.700
Stocks	-619.977	
Creances courantes et non courantes	-211.705	375.485
Autres actifs courants	-186.952	-837.014
Dettes courantes	954.937	-1.475.391
Autres passifs courants	11.075	50.068
Variation du capital d'exploitation	-52.622	-1.886.852
Impôts sur le résultat	-244.987	-381.061
Charges financières sur financement long terme (-)	126.322	128.238
Total reclassements entre activités	-118.665	-252.823
FLUX DE TRESORERIE D'EXPLOITATION	-805.114	-2.108.932
Acquisitions d'immobilisations incorp., corp. et imm. de placement	-1.338.550	-6.205.444
Acquisitions de participations dans des entreprises liées	-1.515.739	0
Acquisitions d'actifs financiers non courants	-1.668.367	-13.524.048
Acquisitions d'actifs financiers courants	-3.043.758	-8.921.880
Total des investissements	-7.566.414	-28.651.372
Cessions d'immobilisations incorp., corp. et imm. de placement	2.500	1.698
Cessions de participations dans des entreprises liées		342.933
Cessions d'actifs financiers non courants	3.961.576	6.355.251
Cessions d'actifs financiers courants	11.237	24.668.729
Total des cessions	3.975.312	31.368.611
FLUX DE TRESORERIE D'INVESTISSEMENT	-3.591.102	2.717.239
Variation de capital		
Variation des emprunts	-293.816	-286.851
Charges financières endettement	-126.322	-128.238
Variations des subsides		
Dividendes versés	-1.283.040	-1.283.040
FLUX DE TRESORERIE DE FINANCEMENT	-1.703.178	-1.698.129
VARIATION DE TRESORERIE HORS ACTIVITES ABANDONNEES	-6.099.394	-1.089.822
VARIATION DE TRESORERIE	-6.099.394	-1.089.822
Trésorerie à l'ouverture hors activités abandonnées	19.249.700	15.317.047
Variation nette des comptes de trésorerie	-6.099.394	-1.089.822
Ecarts de conversion hors activités abandonnées	239.206	1.485
Variations de périmètre hors activités abandonnées		37.725
Trésorerie à la clôture hors activités abandonnées	13.389.512	14.266.435

Répartition sectorielle au 30 juin 2010

(en EUR)	30 juin 2010 IFRS	30 juin 2009 IFRS
Immobilier		
Actifs	31.425.275	31.149.242
Produits externes	1.187.043	1.201.550
Produits intersectoriels	105.633	135.616
Résultat Global part du groupe	-1.683.199	-608.684
Financier		
Actifs	83.368.782	93.283.710
Produits externes	932.709	1.463.639
Résultat Global part du groupe	602.454	2.993.497
Industriel		
Actifs	20.473.483	4.834.541
Produits externes	1.123.169	396.789
Résultat Global part du groupe	-568.514	-983.111
Non Affecté		
Actifs	15.466.051	17.893.913
Résultat Global part du groupe	-827.275	-1.267.810
ACTIFS	150.733.591	147.161.406
RESULTAT GLOBAL part du groupe	-2.476.534	133.892

Annexes

I. MOUVEMENTS DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

EVALUATION AU COÛT (HISTORIQUE)

	Terrains	Autres imm. de plac.	TOTAL au coût (historique)
Immeubles de placement, solde d'ouverture	9.431.969	14.951.616	24.383.585
Valeur brute	9.431.969	23.657.321	33.089.290
Cumul des amortissements		-8.705.705	-8.705.705
Variation de périmètre			
Investissements			
Cessions nettes d'amortissements			
Amortissements		-627.493	-627.493
Pertes de valeur		-523.986	-523.986
Immeubles de placement, solde de clôture	9.431.969	13.800.137	23.232.106
Valeur brute	9.431.969	23.133.335	32.565.304
Cumul des amortissements		-9.333.198	-9.333.198

Une perte de valeur a été enregistrée au cours du semestre sur l'immeuble de placement détenu par la filiale Rive Droite.

II. MOUVEMENTS DES IMMOBILISATIONS INCORPORELLES

	Goodwill	Autres immos incorp.	TOTAL
Immobilisations incorporelles, solde d'ouverture	4.949.305		4.949.305
Augmentation			
Diminution			
Pertes de valeur	-222.259		-222.259
Immobilisations incorporelles, solde de clôture	4.727.046		4.727.046

Une perte de valeur a été enregistrée au cours du semestre sur le goodwill relatif à la filiale Rive Droite.

III. ANNEXE RELATIVE AUX AUTRES ACTIFS FINANCIERS NON COURANTS

	disponible à la vente : Participations	disponible à la vente : Actions	disponible à la vente : Oblig €	Prêts au coût historique	autres actifs financiers au coût historique	TOTAL
Solde d'ouverture	11.731.176	38.562.946	24.944.711	876.372	50.841	76.166.046
Valeur brute	11.013.882	38.836.887	24.103.173	876.372	50.841	74.881.155
Cumul des pertes de valeur	-903.631	-3.338.837				-4.242.468
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres	1.620.925	3.064.896	841.538			5.527.360
Investissements	109.034	549.333	1.010.000	980.000		2.648.367
Cessions nettes des pertes de valeur	-2.752	-3.819.009			-9.769	-3.831.530
Pertes de valeur sur titres cédés						
Variations de la juste valeur par les cap. Propres	-713.854	-118.720	-66.716			-899.290
Pertes de valeur						
Variation résultant des changements de taux de change	341.013					341.013
Autres variations			134.098	5.045		139.143
Actifs financiers, solde de clôture	11.464.617	35.174.550	26.022.093	1.861.417	41.072	74.563.749
Valeur brute	11.564.337	35.427.397	25.247.271	1.861.417	41.072	74.141.494
Cumul des pertes de valeur	-928.046	-3.199.023				-4.127.069
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres	828.325	2.946.176	774.822			4.549.323

Le prêt fut consenti par Unibra à sa filiale malgache NBM fin 2009 et au cours du premier semestre 2010. Les "autres actifs financiers évalués au coût historique" ne concernent plus que les cautions et garanties versées.

A part cela, les actifs financiers non-courants sont évalués à leur juste valeur. Celle-ci est déterminée par référence aux transactions courantes observables sur le marché pour les mêmes actifs.

Les participations disponibles à la vente représentent d'une part les participations détenues par Unibrus dans des partnerships immobiliers aux Etats-Unis et d'autre part les participations de la société mère UNIBRA dans des sociétés au sein desquelles le groupe n'exerce pas d'influence notable (Média-Participations et Zentech).

Les actifs financiers non courants disponibles à la vente (actions, fonds et obligations libellées en EUR), principalement logés dans la société mère UNIBRA, représentent les participations détenues dans des sociétés au sein desquelles le groupe n'exerce pas d'influence notable. Nous renvoyons aux commentaires du rapport de gestion concernant le portefeuille-titres pour plus de détails. La juste valeur de ces actifs financiers est déterminée par référence directe aux prix publiés sur les marchés.

IV. ANNEXE RELATIVE AUX AUTRES ACTIFS FINANCIERS COURANTS

	à la juste valeur par le biais du compte de résultat : obligations	disponible à la vente : Autres actifs financiers courants	TOTAL
Solde d'ouverture	162.341	9.055.147	9.217.488
Valeur brute	132.128	9.037.360	9.169.488
Réévaluation à la juste val. par le résultat	30.213		30.213
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres		17.787	17.787
Investissements		3.043.758	3.043.758
Cessions (-)			
Augmentation (diminution) provenant des variations de la juste valeur	15.449	-17.787	-2.338
Augmentation (diminution) résultant des changements de taux de change			
Autres variations	-5.459	28.802	
Actifs financiers, solde de clôture	172.331	12.109.920	12.282.251
Valeur brute	126.669	12.109.920	12.236.589
Réévaluation à la juste val. par le résultat	45.662		45.662
Réévaluation à la juste val. par les cap. propres			

La juste valeur des autres actifs financiers courants est déterminée par référence directe aux prix publiés sur les marchés.

Les autres actifs financiers courants concernent des dépôts à terme, des papiers commerciaux et des produits structurés.

V. Annexe relative aux droits et engagements

Les sociétés du groupe présentent les engagements suivants, notamment dans le cadre de leurs engagements financiers auprès des organismes de crédit:

UNIBRA s.a.	4.060.000 1.000.000 4.246.373 6.793.872 1.500.000	Garantie du solde de l'emprunt accordé à UNITER s.a. par Fortis Garantie du solde de l'emprunt accordé à TERREBOIS s.a. par ING Nantissement portant sur les actions NBM en faveur de BOA et MCB Engagement solidaire de financement complémentaire à NBM dans le cadre du crédit accordé par BOA et MCB Engagement de souscription dans Vendis Capital (Private Equity) Option put et call sur la participation de Proparco (18,68%) dans NBM
TERREBOIS s.a.	2.750.000	Engagement de financement complémentaire à UNI-INVEST dans le cadre du crédit accordé par Dexia
UNITER s.a.	4.060.000	Mandat hypothécaire en faveur de Fortis garantissant le solde du crédit (Boulevard du Souverain, 68 à 1170 Bruxelles)
TERRE A TERRE s.a.	495.787 737.546	Hypothèque en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit Mandat hypothécaire en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit (Avenue Edison, 2 à 1300 Wavre)
UNI-INVEST s.a.	100.000 5.400.000	Hypothèque en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit Mandat hypothécaire en faveur de Dexia garantissant le solde du crédit (Boulevard Sylvain Dupuis, 241-249 à 1070 Anderlecht)
CIPARI s.a.	400.000	Garantie accordée dans le cadre de la cession de Sobragui Option put et call sur la participation de Coastal (49%) dans BMC

Les sociétés du groupe disposent des droits suivants :

UNIBRA s.a.	2.500.000 409.862	Droit d'ouverture de ligne de crédit octroyé par Fortis Créance QFIE sur l'Etat belge
-------------	----------------------	--

Rapport de gestion intermédiaire

Par rapport au 31 décembre 2009, le périmètre de consolidation a subi les modifications suivantes :

- a) participations mises en équivalence :
 - création en janvier 2010 de la joint venture Uni-Invest, qui a acquis un immeuble mixte surface commerciale (2.045 m²) et bureaux (4.572 m²) situé à Anderlecht.
- b) participations intégrées globalement :
 - Liquidation de la filiale FIRM au cours du premier semestre 2010 sans impact sur le résultat consolidé du groupe.

• Activité industrielle :

La société brassicole BMC Ltd (Brasserie des Mille Collines) au Rwanda, détenue à 51% par Unibra, a débuté en mars 2010 ses activités de production et commercialisation sur un mode mineur.

La Nouvelle Brasserie de Madagascar (NBM), détenue à 40,66% par Unibra et prête à démarrer, est privée d'activités faute d'avoir obtenu « l'autorisation d'opérer » émanant du Ministère de l'Economie et de l'Industrie pour des motifs à ce jour non explicités. Les démarches sont entreprises au plus haut niveau pour tenter de trouver une issue favorable à ce problème. En attendant, des mesures conservatoires ont été prises pour réduire les frais de fonctionnement. Cet investissement fait l'objet d'une couverture auprès de l'Office National du DuCroire qui a été informé de la situation.

Les Royalties encaissées par la filiale à 50%, Skol Development Africa, sur les ventes de Skol en République Démocratique du Congo et en Guinée Conakry sont en progression de 2% au 1^{er} semestre 2010 par rapport à la même période en 2009. En dehors du Rwanda, la marque SKOL n'a été implémentée dans aucun autre pays africain durant la période sous revue.

• Activité immobilière :

En janvier 2010, la filiale TERREBOIS a créé, en partenariat avec GN Invest s.a., une joint venture, Uni-Invest s.a. Cette société a acquis un immeuble mixte surface commerciale (2.045 m²) et bureaux (4.572 m²) situé à Anderlecht.

Cette opération s'inscrit dans le cadre d'une volonté de diversifier le patrimoine immobilier du groupe, mais consolidée pour la première fois par mise en équivalence, cette société contribue négativement aux résultats consolidés de la période à hauteur de EUR 445.709.

Malgré la crise, le taux de vacance locative des immeubles du groupe, en dehors de la nouvelle acquisition Uni-Invest, a pu être maintenu en 2010 à un niveau très bas (2,5%). Toutefois, la faiblesse du marché induit des coûts plus élevés de rénovation et de relocation.

La réserve de réévaluation qui enregistre les variations de valeur des participations immobilières aux Etats-Unis a varié négativement de EUR -520.942 au cours du semestre, tandis qu'une mise à jour de sa valorisation a justifié une réduction de valeur sur les actifs de la société Rive Droite à hauteur de EUR 721.755.

- **Activité financière :**

Les produits d'intérêts sont en net recul par rapport au 30 juin 2009 (EUR -477.619) ainsi que les dividendes (EUR -127.844), conséquences de la baisse des taux d'intérêts et des politiques dividendaires plus restrictives.

Le résultat sur actifs financiers disponibles à la vente et détenus à des fins de transaction s'établit à EUR -125.741 contre EUR -200.275 au 30 juin 2009.

La réserve de réévaluation qui enregistre les variations de valeur des participations et du portefeuille a varié négativement de EUR -203.222 au cours du semestre contre une variation positive de EUR 1.313.503 au cours du premier semestre 2009.

Un dividende net de EUR 1,20 par action – représentant un montant brut de EUR 1.283.040 a été mis en paiement le 4 juin 2010 par UNIBRA s.a.

Principaux risques et incertitudes

Les risques géopolitiques auxquels sont confrontées nos activités industrielles se concentrent aujourd'hui sur Madagascar et le Rwanda.

Par ailleurs, la société n'est pas exposée à des produits financiers sophistiqués ou à des instruments dérivés et le risque de change, qui n'a pas fait l'objet de couverture spécifique, est limité à nos activités aux USA et en Afrique. Cependant, l'incertitude et la volatilité qui caractérisent les marchés boursiers exposent notre portefeuille-titres à des résultats aléatoires même si les principes de gestion appliqués sont essentiellement conservatoires.

Perspectives

Aucun événement notable n'est intervenu depuis le 30 juin qui influencerait significativement la situation financière de la société.

En matière industrielle, l'accent est mis au 2^{ème} semestre 2010 sur le démarrage de nos activités brassicoles à Madagascar ainsi que sur la montée en régime des activités de BMC au Rwanda.

Si d'autres investissements immobiliers sont à l'étude, la priorité sera réservée à l'achèvement prévu début 2011 de la promotion immobilière à Tubize menée par Unibrize s.a.

Les incertitudes et risques énumérés supra ne permettent pas d'émettre une prévision chiffrée du résultat 2010.

Déclaration des personnes responsables.

Monsieur Jean-Louis HENKENS, administrateur-délégué, et le Comité de Direction attestent, au nom et pour le compte d'UNIBRA, qu'à leur connaissance :

- les états financiers résumés au 30 juin 2010 ont été établis conformément aux normes IFRS (IAS 34) et donnent une image fidèle de la situation financière et des résultats de la société Unibra et des entreprises comprises dans la consolidation.
- le rapport semestriel contient un exposé fidèle des événements importants du premier semestre 2010 et leur incidence sur les états financiers résumés au 30 juin 2010.

Il n'y a pas eu de transactions entre parties liées durant les six premiers mois de l'exercice en cours à des conditions autres que celles du marché.
La société ne détient pas d'actions propres.

RAPPORT DU COMMISSAIRE

Sur l'examen limité des informations financières intermédiaires consolidées pour le semestre clôturé au 30 juin 2010 du groupe Unibra.

Bruxelles, le 23 août 2010.

Nous avons procédé à l'examen limité du bilan consolidé, du compte de résultats consolidés, de l'état de variation des capitaux propres, du tableau de flux de trésorerie et des annexes du groupe Unibra pour le semestre clôturé au 30 juin 2010. Ces informations financières intermédiaires consolidées ont été établies sous la responsabilité du Conseil d'Administration. Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur les informations financières intermédiaires consolidées sur base de notre examen limité.

Les informations financières intermédiaires consolidées ont été préparées conformément à la norme IAS 34 « Information financière intermédiaire » telle qu'adoptée dans l'Union européenne.

Nos travaux ont été effectués en conformité avec la recommandation de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises relative à la mise en œuvre d'un examen limité. Nos contrôles ont principalement consisté en l'analyse, la comparaison et la discussion des informations comptables et financières intermédiaires qui nous ont été communiquées et ont donc été moins étendus qu'un contrôle plénier des comptes annuels consolidés. De ce fait, nous ne pouvons pas certifier les informations financières intermédiaires consolidées.

Notre examen limité n'a pas révélé d'éléments qui nécessiteraient des corrections significatives des informations financières intermédiaires consolidées pour le semestre clôturé au 30 juin 2010 établies conformément à la norme IAS 34 « Information financière intermédiaire » telle qu'adoptée dans l'Union européenne.

BDO – DFSA Réviseurs d'entreprises.
Représenté par Jean-Louis SERVAIS
Commissaire.

Pour plus d'informations : UNIBRA s.a. – 68 Bd du Souverain 1170 Bruxelles
RPM Bruxelles
TVA – (BE) 0402.833.179
Site web : www.unibra.be

ANNEXE 7.
MEMOIRE EN REPONSE

OFFRE PUBLIQUE DE REPRISE DE RED HOUSE S. A.
sur l'ensemble des actions non encore détenues par Red
House de :

UNIBRA S. A.

MEMOIRE EN REPOSE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'UNIBRA S. A.

I. DISPOSITIONS GENERALES

I.1. Définitions

Sauf disposition contraire dans le présent Mémoire en Réponse, les mots et expressions utilisés avec une majuscule ont la même signification que dans le Prospectus.

I.2. Contexte

Le 7 septembre 2010, RED HOUSE S. A. (l'"**Offrant**"), société anonyme de droit luxembourgeois ayant son siège social 50 Route d'Esch à L-1470 Luxembourg, inscrite au registre de Commerce et des sociétés sous le numéro B-131771, a annoncé son intention de lancer une offre publique de reprise sur l'ensemble des actions (coupon 45 attaché) non encore détenues par elle, d'UNIBRA s. a. (la « **Société** »), société anonyme de droit belge dont le siège social est établi Boulevard du Souverain 68 à 1170 Bruxelles et inscrite à la Banque - Carrefour des Entreprises sous le numéro 0402.833.179 (RPM Bruxelles)(l'"**Offre**").

Le 7 septembre 2010, la Commission bancaire, financière et des assurances (la "**CBFA**") a publié un avis concernant l'Offre, en application de l'article 7 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2010 relatif aux offres publiques de reprise.

Le même jour, UNIBRA a reçu le rapport de l'expert indépendant et le projet de prospectus conformément à l'article 7 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2010.

Le 2 février 2011, UNIBRA a reçu le prospectus tel qu'approuvé par la CBFA le 1^{er} février 2011, ainsi que le rapport complémentaire de l'expert indépendant daté du 15 décembre 2010 et le rapport de valorisation des actifs africains d'UNIBRA rédigé par le second expert indépendant désigné par l'Offrant et daté du 24 janvier 2011.

Le 2 février 2011, le Conseil d'Administration d'UNIBRA (le « **Conseil** ») s'est réuni pour considérer ce prospectus et rédiger un mémoire en réponse (le « **Mémoire en Réponse** ») conformément aux dispositions des articles 22 à 30 de la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et des articles 15 et 16 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise.

Tous les administrateurs d'UNIBRA étaient présents ou représentés à cette réunion.



II. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Administrateurs liés à l'Offrant en raison du fait qu'ils sont à la fois actionnaires et administrateurs de l'Offrant:

Madame Maïté Relecom	Vice-présidente
Madame Bérangère Relecom	Administrateur
Monsieur Thibault Relecom	Administrateur

Administrateur exécutif :

Monsieur Jean-Louis Henkens	Administrateur Délégué
-----------------------------	------------------------

Administrateurs indépendants :

Baron Baudouin Michiels	Président
Monsieur Olivier Lippens	Administrateur
MDIN s.a.r.l. représentée par	
Monsieur Jean-Louis Homé	Administrateur

III. ANALYSE DU PROSPECTUS ET EVALUATION DE L'OFFRE

Le Conseil a examiné le rapport de l'expert indépendant du 6 septembre 2010, son rapport complémentaire du 15 décembre 2010 ainsi que le rapport d'évaluation spécifique pour les actifs africains daté du 24 janvier 2011 établi par un second expert indépendant. Le Conseil a émis son opinion quant à savoir si le prix permet ou non de sauvegarder les intérêts des détenteurs de titres.

III. 1. Appréciation à propos du rapport de l'expert indépendant et de son rapport complémentaire

La mission de l'expert indépendant définie par l'article 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise précise que le rapport doit contenir au moins sept éléments que l'expert reprend point par point dans le rapport dont le Conseil a pris connaissance.

L'identification de la société UNIBRA reprise au point 1 du rapport de l'expert est exacte et complète. Aucun élément nouveau ne justifie une adaptation de cet élément.

La méthode d'évaluation retenue par l'expert indépendant, à savoir l'Actif Net Réévalué (ANR) telle que résumée à la page 12 du rapport de l'expert est examinée par le Conseil.

Compte tenu de la nature des activités d'UNIBRA, société holding, et de l'importance relative de ses pôles d'activités, le Conseil estime que parmi les différentes méthodes classiques d'évaluation, la plus pertinente et la plus appropriée au cas d'espèce est bien la méthode de l'Actif Net Réévalué.

En effet, l'actif d'UNIBRA tel qu'il ressort des états consolidés semestriels au 30 juin 2010 se compose:

- pour 66% d'actifs financiers (trésorerie – portefeuille titres – actions – obligations, private equity),
- pour 21% d'actifs immobiliers, et
- pour 13% d'actifs industriels.

Prendre en compte la valeur de ces actifs dans les états financiers les plus récents (juin 2010) et procéder aux ajustements pertinents sur base :

- d'une revalorisation des actifs financiers sur base des cours au 13 août 2010

- des taux de change à la même date du 13 août 2010,
- d'une évaluation des actifs immobiliers réalisée par des experts immobiliers indépendants en juillet et août 2010,
- des informations les plus récentes à propos des activités industrielles

permet de déterminer la valeur d'une action qui soit calquée sur les réalités du moment.

Dans son rapport complémentaire du 15 décembre 2010, l'expert explique de façon documentée, faisant référence à la doctrine et à d'autres sociétés, les hypothèses qui ont soutenu son évaluation et plus particulièrement les actifs immobiliers en RDC, la marque, NBM, Zubisko et Media-Participations.

L'expert corrobore son évaluation par référence aux capitaux propres consolidés du groupe UNIBRA et à la valeur estimée par UNIBRA pour, ajustements requis opérés, conclure par une valeur unitaire de 171,32 euros.

Le rapport de l'expert analyse également le travail d'évaluation réalisé par l'Offrant qui retient également comme méthode d'évaluation la plus appropriée pour une société holding mature, l'Actif Net Réévalué.

L'expert met en exergue les principales hypothèses retenues par l'Offrant qu'il estime adaptées au cas d'espèce et justifie l'écart de valorisation entre le prix offert par RED HOUSE soit 182,50 euros par action et la valeur par action résultant de son évaluation soit 171,32 euros.

III.2. Appréciation du rapport spécial de valorisation des actifs africains établi par le second expert indépendant

Même si la méthode d'évaluation retenue par le premier expert indépendant reste pertinente, une valorisation basée sur la méthode des 'discounted cash flows' ("DCF") se justifie d'un point de vue théorique s'agissant des activités industrielles en Afrique et de la marque Skol malgré le caractère récent des investissements réalisés au Rwanda (BMC) et à Madagascar (NBM) et le fait qu'une évaluation basée déjà sur une capitalisation des revenus hors frais ait été appliquée pour Congo-Fer (RDC) et pour la marque.

Dès lors, une évaluation spécifique des actifs africains a fait l'objet d'un rapport d'un second expert qui s'est employé à appliquer la méthode DCF basée sur une recherche doctrinale visant à adapter cette méthode aux cas d'espèce.

Les évaluations obtenues sont, selon cette méthode, inférieures aux valeurs retenues dans le rapport d'expertise du 6 septembre et ne remettent donc pas en cause les conclusions de celui-ci.

Eu égard à ce qui précède, le Conseil conclut de l'examen du rapport de l'expert indépendant que la méthode de valorisation retenue (ANR) est la plus appropriée et que les hypothèses retenues pour procéder aux ajustements de valeur requis reposent sur des éléments de fait objectifs.

III. 3. Analyse du prospectus

Le Conseil a pris connaissance du prospectus rédigé par l'Offrant et approuvé par la CBFA en date du 1^{er} février 2011.

Le Conseil a particulièrement examiné:

- la présentation faite de la Société visée au chapitre V qui n'appelle pas de commentaires particuliers,
- le contexte de l'Offre, le Prix et le calendrier de l'Offre,
- ainsi que la justification du Prix de l'Offre reprise au chapitre III.

S'agissant du Prix, le Conseil constate que l'Offrant a retenu la méthode de valorisation de l'Actif Net Réévalué ("**ANR**").

L'Offrant a écarté d'autres méthodes telles que :

- l'actualisation des dividendes futurs qui serait incontestablement moins favorable aux détenteurs de titres, ou
 - les multiples de sociétés ou de transactions comparables faute de références valables,
- au motif que ces méthodes seraient moins pertinentes dans le cas d'espèce.

Le Conseil valide ce point de vue eu égard au profil d'UNIBRA. Le prix offert par la méthode de l'Actif Net Réévalué a ensuite été appréciée en utilisant d'autres méthodes et notamment la comparaison au cours de bourse historique, à la valeur estimée de l'actif net calculée semestriellement par UNIBRA, aux décotes de sociétés holding observées sur NYSE EURONEXT Brussels.

Le prix offert est systématiquement supérieur aux valorisations d'UNIBRA obtenues selon ces autres méthodes.

Quant aux ajustements opérés par l'Offrant sur les actifs, par leur réévaluation à une valeur de marché, le Conseil estime qu'ils sont appropriés pour déterminer une valeur servant de base à la détermination du prix de l'Offre.

Le Conseil acte que l'Offrant n'a appliqué aucune décote de holding et n'a pas pris en compte des frais de fonctionnement de la structure de holding, bien que le marché boursier intègre fréquemment les décotes lors d'une offre publique d'acquisition sur une société holding.

Enfin, le Conseil relève que le Prix de l'Offre est supérieur à la valeur estimée semestriellement par UNIBRA au motif que

- les bases d'évaluation ne sont pas exactement identiques (taux de clôture et taux de change respectivement au 30 juin et au 13 août),
- évaluation immobilière interne ou par experts immobiliers indépendants, et
- latences fiscales et frais de transaction traités différemment.

Malgré les différences d'approche et de traitement propres à chaque mode d'évaluation, le Conseil constate que le Prix de l'Offre est corroboré par référence à d'autres méthodes et se situe 6,5% plus haut que la valeur fixée par l'expert indépendant.

A l'issue de cette analyse, le Conseil n'émet pas de remarque concernant le prospectus.

IV. AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE

Le Conseil a examiné l'Offre et rédigé le présent mémoire en prenant en compte l'intérêt des détenteurs de titres et des créanciers de la Société.

Le Conseil considère que l'Offre n'aura aucune répercussion négative sur les intérêts des créanciers dans la mesure où UNIBRA a un endettement envers les tiers très limité et bénéficie d'un ratio de solvabilité élevé.

Le Conseil estime également que l'Offre sauvegarde les intérêts des détenteurs d'actions pour les raisons suivantes :

- la liquidité du titre UNIBRA sur le marché boursier est très faible comme en témoignent les volumes traités présentés au point 3.5 du chapitre V du

prospectus. Compte tenu de la diminution progressive du flottant, il est probable que cette liquidité baisse encore à l'avenir. L'Offre peut donc être considérée comme une opportunité pour les détenteurs de titres cotés de céder leur titre sans subir de « décote d'illiquidité » .

- le Prix de l'Offre est supérieur de 21% au dernier cours de bourse précédent l'Offre et
 - . supérieur à toute cotation jamais enregistrée par l'action UNIBRA,
 - . supérieur à la valeur estimée semestriellement par UNIBRA.
- ce prix n'inclut aucune décote de holding, ni aucun coût de fonctionnement de la structure de holding ; il ne prend pas en compte non plus les éventuels frais de réalisation d'actifs autres que les biens immobiliers et les participations Private Equity ; il n'intègre pas le boni de liquidation, ni le caractère non liquide et difficilement réalisable de certains actifs industriels.
- le prix de l'Offre repose sur l'application de la méthode d'évaluation ANR qui n'a pas été pondérée par d'autres méthodes moins favorables aux détenteurs de titres comme l'actualisation des dividendes futurs ou un multiple du cours de bourse.

Considérant ces raisons et la prime de 19 à 21% du Prix de l'Offre par rapport aux différentes références du cours de bourse et de 6,1% par rapport à la valorisation fixée par l'expert indépendant, le Conseil estime à l'unanimité que les intérêts des détenteurs de titres sont sauvegardés.

V. LIMITATION DE LA CESSIBILITE ET DROITS PREFERENTIELS

Les statuts d'UNIBRA ne prévoient aucune disposition limitant la cessibilité des titres ou la possibilité d'acquérir des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote.

De plus, à la connaissance du Conseil, aucuns droits préférentiels n'ont été consentis à certaines personnes en vue d'acquérir de tels titres.

VI. ACTIONS DETENUES PAR LES ADMINISTRATEURS ET PAR LES ACTIONNAIRES QU'ILS REPRESENTENT DANS LES FAITS

Le nombre d'actions détenu par des administrateurs:

A la date de ce Mémoire en Réponse, l'Offrant (détenu à 100 % par les administrateurs liés à l'Offrant cités plus haut) détient 764.346 Actions, soit 95,32 % du capital d' Unibra.

Aucun autre membre du Conseil ne détient de titres d' Unibra.

Transfert des actions par des administrateurs et par les actionnaires qu'ils représentent en fait:

Comme indiqué dans le Prospectus, le 4 août 2010, l'Offrant a acheté, hors bourse, à ses actionnaires, 27.000 titres UNIBRA au prix de 150 EUR portant ainsi sa participation dans UNIBRA de 91,95 % à 95,32 %.

VII. INFORMATION DES EMPLOYES DE LA SOCIETE CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE REPRISE

Conformément aux articles 42 et suivants de la loi du 1^{er} avril 2007, et étant donné que la Société n'a pas l'obligation de constituer un conseil d'entreprise, le Conseil a informé les employés de la Société de l'Offre Publique de Reprise et de ses conditions.

VIII. PERSONNE RESPONSABLE

Unibra SA, représentée par son Conseil d'Administration composé comme indiqué au point II, est responsable des informations contenues dans le présent Mémoire en Réponse.

Les personnes responsables de ce Mémoire en Réponse déclarent que, à leur meilleure connaissance, les données contenues dans ce Mémoire en Réponse sont conformes à la réalité à la date du présent Mémoire en Réponse et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

IX. APPROBATION DU MEMOIRE EN REPONSE PAR LA C.B.F.A.

Le présent Mémoire en Réponse a été approuvé par la CBFA le 3 février 2011, conformément à l'article 28 § 3 de la Loi du 1^{er} avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition. Cette approbation ne comporte aucune appréciation de l'opportunité ni de la qualité de l'Offre.

X. MISE A DISPOSITION DU MEMOIRE EN REPONSE

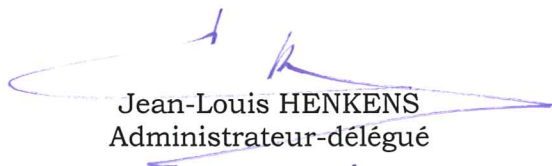
Ce Mémoire en Réponse est joint au Prospectus qui est disponible sur le site de Petercam : www.petercam.be et qui peut également être obtenu gratuitement sur simple demande au numéro 02.229.64.46.



Maïté RELECOM
Vice-Présidente



Baudouin MICHIELS
Président



Jean-Louis HENKENS
Administrateur-délégué



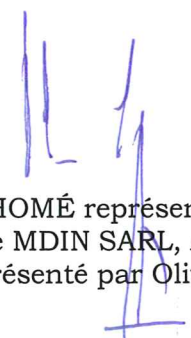
Olivier LIPPENS
Administrateur



Bérange RELECOM
Administrateur



Thibault RELECOM
Administrateur



Jean-Louis HOMÉ représentant permanent de la
Société MDIN SARL, Administrateur,
représenté par Olivier LIPPENS

ANNEXE 8.
VALORISATION BRUTE ESTIMÉE PAR NATURE D'ACTIF

Actifs immobiliers Europe	Superficie	Valeur brute estimée par l'expert immobilier (EUR)
Bureaux	14,770 m ²	22,990,823
Logistique	10,262 m ²	7,738,100
Résidentiel	3,844 m ²	5,744,500
Autres	256 ha	2,849,425
Actifs immobiliers US	Superficie	Valeur brute estimée (EUR)
US Partnerships	n.r.	1,495,404
Actifs immobiliers RDC	Superficie	Valeur brute estimée (EUR)
Actifs immobiliers Kinshasa	4,428 m ²	2,612,232
Terrain Agricole	1,168 ha	10,060
Total		43,440,544

Note: Superficie hors superficie des parkings

Terrain agricole : droit d'emphytéose (échéance 2021 - non exploité)

ANNEXE 9.
PRINCIPALES LIGNES DU PORTEFEUILLE ACTIONS

Le portefeuille actions du Groupe comporte les principaux titres suivants:

(EUR, sauf le nombre de titres)

Action	Nombre	Cours de	Valeur de la
		bourse	participation
		13/08/2010	13/08/2010
AB Inbev	59,896	42.0	2,512,637
GDF-SUEZ	59,876	25.8	1,541,807
Telenet	38,218	22.6	863,536
Heineken	17,800	34.9	620,775
Royal Dutch	26,400	21.7	573,123
Siemens	7,500	75.0	562,500
D'leteren	1,500	370.0	555,000
Orpea	17,471	30.0	524,916
Total	11,700	39.0	456,651
Delhaize	8,781	51.8	454,417
Kinepolis	10,000	43.2	431,800
CFAO	16,500	24.3	400,455
Altarea	3,550	112.0	397,600
Total			9,895,217

Source: Factset

OFFRANT

RED HOUSE SA

Route d'Esch 50
1470 Luxembourg
Grand Duché du Luxembourg

SOCIETE CIBLE

UNIBRA SA

Boulevard du Souverain 68
1170 Bruxelles
Belgique

CONSEILLER FINANCIER

ET

ETABLISSEMENT GUICHET

PETERCAM

Place Sainte-Gudule 19
1000 Bruxelles
Belgique

CONSEILLER JURIDIQUE

NautaDutilh

Chaussée de la Hulpe 120
1000 Bruxelles
Belgique