

Jean-Claude REYDEL
65, rue de Courcelles
75008 - PARIS

13359

Hugues RAOULT
90, avenue Niel
75017 - PARIS



29 NOV. 1993

INPI

HARDY-TORTUAUX S.A.
1, avenue Victor Hugo
93123 - LA COURNEUVE

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
sur l'évaluation des apports devant être effectués par
la Société NOZAL S.A.

ASSEMBLEE GENERALE EXTRAORDINAIRE
DU 30 DECEMBRE 1993

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
sur l'évaluation des apports devant être effectués par
la Société NOZAL S.A.

-=-

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Bobigny en date du 29 septembre 1993, nous vous présentons notre rapport sur l'appréciation de la valeur des apports devant être effectués :

- par la Société NOZAL S.A., ci-après dénommée NOZAL , société anonyme au capital de F. 135 299 268 réparti en 2.332.746 actions d'une valeur nominale de F. 58,
- à la Société HARDY-TORTUAUX, société anonyme au capital de F. 35 350 000 réparti en 1.767.500 actions d'une valeur nominale de F. 20.

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article 193 de la loi du 24 juillet 1966 et de l'article 257 du décret du 23 mars 1967.

La nature et les objectifs du rapprochement entre les Groupes HARDY-TORTUAUX et NOZAL, le processus de réalisation de ce rapprochement et ses conséquences juridiques et fiscales ont déjà été décrits dans notre rapport en date du 29 novembre 1993 sur la rémunération des apports. Dès lors, le présent rapport, qui porte sur l'évaluation des apports, ne reprend pas ces développements et se trouve limité aux aspects suivants :

1. **DESCRIPTION DES APPORTS ET DES METHODES D'EVALUATION**
2. **VERIFICATIONS ET COMMENTAIRES DES COMMISSAIRES**
3. **CONCLUSION**

1 - DESCRIPTION DES APPORTS ET DES METHODES D'EVALUATION RETENUES

1.1 - APPORTS

Aux termes du traité de fusion en date du 29 novembre 1993, NOZAL envisage d'apporter à HARDY-TORTUAUX les éléments suivants :

1.1.1 - ACTIF APORTE

. 3.602.858 actions de F. 100 à créer par la Société AREF en rémunération de l'apport partiel d'actif qui sera effectué par NOZAL à ladite société AREF, avec effet rétroactif au 1er juillet 1993	F.	360 285 800,00
. 2.360 actions NOZAL correspondant aux options d'achat non encore levées	F.	100 714,00
. prime de remboursement des obligations convertibles (emprunt 6,70 % de 1989)	F.	1 553 514,00
Total de l'Actif apporté	F.	<u>361 940 028,00</u>

1.1.2 - PASSIF PRIS EN CHARGE

Le passif transmis comprend uniquement la dette envers les propriétaires d'obligations convertibles en actions NOZAL au titre de l'emprunt 1989.

Total du Passif pris en charge	F.	<u>61 331 679,00</u>
--------------------------------	----	----------------------

1.1.3 - VALEUR DE L'ACTIF NET APORTE

. Actif apporté	F.	361 940 028,00
. Passif pris en charge	F.	61 331 679,00
ACTIF NET APORTE	F.	<u>300 608 349,00</u>

Le rapport d'échange des titres prévu par le traité de fusion est de 6 actions NOZAL pour 5 actions HARDY-TORTUAUX.

Cet apport sera rémunéré par l'attribution de 1.943.955 actions nouvelles de F. 20 de nominal chacune, créées par HARDY-TORTUAUX à titre d'augmentation de capital, entièrement libérées et portant jouissance à compter du 1er juillet 1993, augmentée d'une prime de fusion de F. 261 729 249.

1.2 - METHODES D'EVALUATION RETENUES

Les actions AREF sont évaluées à leur valeur nominale ; la valeur des titres AREF apportés à HARDY-TORTUAUX correspond à la valeur économique des biens, droits et obligations transmis à AREF, à titre d'apport partiel d'actif, tels que définis dans le traité d'apport en date du 10 novembre 1993 et son avenant en date du 29 novembre 1993.

L'apport des actions NOZAL, correspondant aux options d'achat non encore levées et de l'emprunt obligataire convertible, est effectué sur la base des valeurs nettes comptables au 30 juin 1993, telles qu'elles ressortent de la situation comptable de NOZAL auditée par les Commissaires aux Comptes.

2. VERIFICATIONS ET COMMENTAIRES DES COMMISSAIRES

2.1 - VERIFICATIONS

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

En particulier :

- nous avons revu les dossiers des commissaires aux comptes de la société NOZAL relatifs aux travaux effectués sur la situation comptable arrêtée au 30 juin 1993 servant de base à l'évaluation des apports.

A leur avis, ces comptes sont réguliers et sincères et représentent fidèlement le résultat des opérations du 1er janvier au 30 juin 1993 ainsi que la situation financière et le patrimoine de la société à la fin de cette période ;

- nous nous sommes assurés que les événements intervenus durant la période de rétroactivité n'étaient pas de nature à modifier sensiblement le montant de la perte prévisionnelle prise en compte et, par conséquent, à remettre en cause l'évaluation des apports.

2.2 - COMMENTAIRES

2.2.1 - Sur la méthode d'évaluation des apports

Dès lors que la parité d'échange proposée et l'augmentation de capital de HARDY-TORTUAUX qui en découle traduisent le résultat d'une négociation menée entre deux groupe indépendants, la méthode consistant à évaluer les apports à leur valeur économique nous paraît appropriée.

2.2.2 - Sur la valeur des apports

Il y a lieu de préciser que, dans l'hypothèse où la créance de carry-back que détient NOZAL à hauteur de 44,5 MF ne pourrait être transférée à AREF faute d'obtenir l'agrément de l'Administration fiscale, les apports de NOZAL à AREF devraient être diminués d'autant et que, par conséquent, la valeur de l'apport des titres AREF à HARDY-TORTUAUX devrait également être diminuée de 44,5 MF.

La valeur globale de NOZAL correspond à sa valeur économique telle que retenue dans le cadre de la fusion avec HARDY-TORTUAUX.

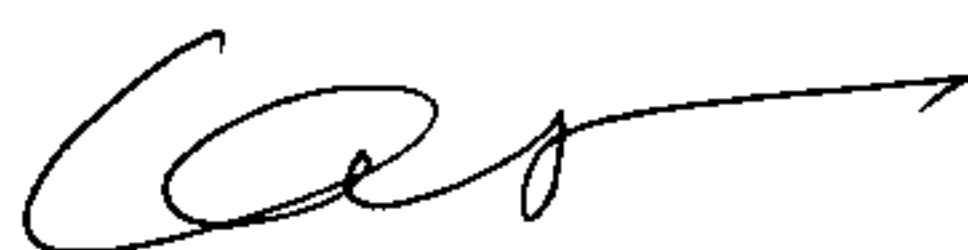
3 - CONCLUSION

Sous réserve de l'obtention de l'agrément du transfert du carry-back à la Société AREF :

- nous n'avons pas d'observation à formuler sur la valeur globale des apports décrits ci-dessus dont le total s'élève à F. 300 608 349 ;
- la valeur globale des apports correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la Société HARDY-TORTUAUX augmentée de la prime de fusion.

Fait à Paris, le 29 novembre 1993

Les Commissaires aux apports



Hugues RAOULT



Jean-Claude REYDEL

Jean-Claude REYDEL
65, rue de Courcelles
75008 - PARIS

Hugues RAOULT
90, avenue Niel
75017 - PARIS

HARDY-TORTUAUX S.A.
1, avenue Victor Hugo
93123 - LA COURNEUVE

et

NOZAL S.A.
132, avenue du Président Wilson
93213 - LA PLAINE SAINT DENIS

RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
sur la rémunération des apports devant être effectués par
la Société NOZAL S.A.

ASSEMBLEES GENERALES EXTRAORDINAIRES
DU 30 DECEMBRE 1993

RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
sur la rémunération des apports devant être effectués par
la Société NOZAL S.A.

-=-

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Bobigny en date du 29 septembre 1993, nous vous présentons notre rapport sur la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions et sur l'équité du rapport d'échange dans l'opération de fusion-absorption :

- de NOZAL S.A., société anonyme au capital de F. 135 299 268 réparti en 2.332.746 actions d'une valeur nominale de F. 58,
- par HARDY-TORTUAUX S.A., société anonyme au capital de F. 35 350 000 réparti en 1.767.500 actions d'une valeur nominale de F. 20.

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article 377 de la loi du 24 juillet 1966 et de l'article 257 du décret du 23 mars 1967 et nous vous prions de trouver ci-après nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1. **ECONOMIE GENERALE DE L'OPERATION ENVISAGEE**
2. **METHODES D'EVALUATION ET RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE**
3. **VERIFICATIONS - COMMENTAIRES ET APPRECIATIONS DES COMMISSAIRES**
4. **CONCLUSION**

1 - ECONOMIE GENERALE DE L'OPERATION ENVISAGEE

1.1 - NATURE ET OBJECTIFS DU RAPPROCHEMENT

Les deux sociétés ont pour objet le négoce généraliste des produits sidérurgiques. NOZAL S.A. est filiale du Groupe USINOR SACILOR et HARDY-TORTUAUX du Groupe ARBED.

Le rapprochement s'inscrit dans la continuité des accords de spécialisation passés entre les deux groupes sidérurgiques dans le secteur des produits longs : poutrelles et palplanches pour ARBED, fil machine et rails pour USINOR SACILOR.

L'opération consiste en la fusion de la Société NOZAL S.A. par voie d'absorption par la Société HARDY-TORTUAUX.

Les principaux objectifs du rapprochement entre NOZAL S.A. et HARDY-TORTUAUX S.A. sont de rationaliser en commun les activités des deux sociétés et d'améliorer, sensiblement, à travers des synergies internes, la performance de l'ensemble en abaissant les coûts de distribution.

Avec un volume d'un million de tonnes d'aciers, un chiffre d'affaires de l'ordre de 6 milliards de francs et quelque 100 sites d'exploitation, le nouveau dispositif constituera l'un des plus importants distributeurs de produits sidérurgiques en Europe.

1.2 - PRESENTATION DES SOCIETES

1.2.1 - NOZAL S.A.

La Société NOZAL S.A. est une société anonyme au capital de F. 135 299 268 divisé en 2.332.746 actions de F. 58 de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie, entièrement libérées et non remboursées.

Les actions de la société sont inscrites au marché au comptant de la cote officielle de la Bourse de Paris.

Elle a contracté, en 1989, un emprunt obligataire de F. 226 666 440 représenté par 666.666 obligations de F. 340 de nominal chacune, convertibles en actions.

Sur ces 666.666 obligations, 162.372 d'entre elles n'ont pas été converties au 30 juin 1993.

Par ailleurs, par décision de l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires et du Conseil d'Administration qui se sont réunis, l'un et l'autre, le 21 juin 1989, il a été consenti à quinze salariés et dirigeants sociaux des options d'achat portant sur 2.840 actions de la société et expirant le 20 juin 1994. A ce jour, les bénéficiaires de ces options restent au nombre de douze et les options non encore levées portent sur 2.360 titres.

1.2.2 - HARDY-TORTUAUX S.A.

La Société HARDY-TORTUAUX S.A. est une société anonyme au capital de F. 35 350 000 divisé en 1.767.500 actions de F. 20 de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie, entièrement libérées et non remboursées. Les actions de la société sont inscrites au second marché de la Bourse de Paris.

Par Assemblée Générale Extraordinaire du 21 décembre 1988, il a été consenti à un certain nombre de cadres de la société des options d'achat et des options de souscription devant être levées entre le 31 janvier 1993 et le 30 janvier 1994. Ces options portent sur un total de 87.500 actions à acquérir et 52.500 actions à souscrire. A ce jour, quarante personnes bénéficient de ces options, soit 28 options d'achat portant sur 87.420 titres et 29 options de souscription portant sur 52.410 titres.

1.3 - PROCESSUS DE REALISATION DU RAPPROCHEMENT

L'opération de fusion s'inscrit dans le processus de restructuration suivant :

- NOZAL S.A. fait apport à la Société AUXILIAIRE DE REGROUPEMENT ET DE FINANCEMENT - AREF de l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs composant son patrimoine, à l'exception de ses engagements envers, d'une part les propriétaires d'obligations convertibles en actions représentatives de l'emprunt 1989 et d'autre part, des bénéficiaires d'options d'achat d'actions NOZAL ;
- simultanément, HARDY-TORTUAUX S.A. fait apport à la Société FINANCIERE SIDERURGIQUE - SOFISID de l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs composant son patrimoine, à l'exception de sa participation dans SIDERMETAL, des engagements envers les bénéficiaires d'options d'achat et de souscription d'actions HARDY-TORTUAUX ainsi qu'envers les bénéficiaires des parts du FCP HARDY-TORTUAUX.

- Ces opérations préalables étant réalisées, NOZAL S.A. et HARDY-TORTUAUX S.A. fusionnent par voie d'absorption de NOZAL par HARDY-TORTUAUX ;
- HARDY-TORTUAUX S.A. procède à une augmentation de son capital d'un montant de F. 33 689 840, assortie d'une prime d'émission de F. 281 310 164 dont la souscription est réservée aux Sociétés ARBED S.A. et USINOR SACILOR ;
- enfin, après les Assemblées Générales Extraordinaires des sociétés appelées à approuver ces opérations, USINOR SACILOR cèdera à HARDY-TORTUAUX ses participations dans le capital de MERLIN et de BERAUD SUDREAU et fera céder par sa filiale STEELHOLD sa participation de 100 % dans le capital de ASD.

En rémunération de l'apport de NOZAL S.A. à HARDY-TORTUAUX S.A., compte-tenu du rapport d'échange arrêté à 5 actions de la société HARDY-TORTUAUX pour 6 actions de la société NOZAL, la Société HARDY-TORTUAUX augmentera son capital de F. 38 879 100 par émission de 1.943.955 actions de F. 20 chacune, assortie d'une prime d'émission de F. 261 729 249.

Les actions ainsi créées porteront jouissance du 1er juillet 1993.

Elles seront entièrement assimilées aux autres actions composant le capital social de la Société HARDY-TORTUAUX et feront l'objet d'une demande d'admission à la cote du second marché de la Bourse de Paris.

1.4 - CONSEQUENCES JURIDIQUES ET FISCALES

Aux termes du traité de fusion en date du 29 novembre 1993 :

- la Société HARDY-TORTUAUX assumera tous les engagements incombant à NOZAL au titre des options d'achat d'actions accordées par cette société et portant à ce jour sur 2.360 actions. En conséquence, il sera attribué aux bénéficiaires des options d'achat d'actions NOZAL, des options d'achat d'actions HARDY-TORTUAUX pouvant être exercées dans les conditions résultant de la présente fusion à raison de 6 actions NOZAL pour 5 actions HARDY-TORTUAUX.
- la Société HARDY-TORTUAUX assumera, de la même manière, les engagements incombant à NOZAL au titre des obligations convertibles en actions émises par cette société. En conséquence, sous réserve de la renonciation par les actionnaires de HARDY-TORTUAUX à leur droit préférentiel de souscription, lesdites obligations pourront être converties en actions HARDY-TORTUAUX dans les conditions résultant du rapport d'échange entre les actions NOZAL et les actions HARDY-TORTUAUX retenu pour la présente fusion.

Les sociétés entendent placer la présente opération :

- sous le régime fiscal de faveur de l'article 210 A du Code Général des Impôts en matière d'impôt sur les sociétés ;
- sous le régime fiscal de faveur de l'article 115-1 du Code Général des Impôts en matière d'impôt de distribution ;
- sous le régime fiscal de faveur de l'article 816 du Code Général des Impôts en matière de droits d'enregistrement.

Par ailleurs, la Société HARDY-TORTUAUX reprendra à son compte l'ensemble des engagements souscrits par la Société NOZAL, dans le cadre du régime prévu par l'article 210 A du Code Général des Impôts, à l'occasion de l'apport partiel d'actif qu'elle a consenti à la Société AREF par actes sous seing-privé en date des 10 novembre 1993 et 29 novembre 1993.

La fusion est passée sous les conditions suspensives suivantes :

- approbation de cette opération par les Assemblées Générales Extraordinaires des actionnaires des Sociétés HARDY-TORTUAUX et NOZAL ;
- approbation par les Assemblées Générales Extraordinaires des actionnaires des Sociétés HARDY-TORTUAUX et SOFISID de la réalisation définitive de l'apport partiel d'actif à la Société SOFISID ;
- approbation par les Assemblées générales Extraordinaires des actionnaires des Sociétés NOZAL et AREF de la réalisation définitive de l'apport partiel d'actif à la Société AREF ;
- approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de HARDY-TORTUAUX de l'augmentation de capital de cette dernière d'un montant de F. 33 689 840, assortie d'une prime d'émission de F. 281 310 164, dont la souscription sera réservée aux sociétés ARBED S.A. et USINOR SACILOR ;
- approbation de l'apport-fusion par les autorités communautaires ;
- autorisation de cette opération par décret, conformément aux dispositions de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée par la loi n° 93-923 du 29 juillet 1993.

Dans l'hypothèse où ces conditions suspensives ne seraient pas toutes réalisées le 31 décembre 1993, il sera proposé aux Assemblées Générales d'actionnaires à l'approbation desquelles sera soumise la présente fusion, de décider la prolongation de la durée de l'exercice social en cours de NOZAL et de HARDY-TORTUAUX jusqu'au dernier jour du mois au cours duquel aura été constatée la réalisation définitive de la fusion.

La clôture de l'exercice en cours de chacune des deux sociétés interviendra, en tout état de cause, au plus tard le 31 mai 1994.

A défaut de réalisation de la fusion au plus tard à cette dernière date, la convention d'apport-fusion deviendrait caduque de plein droit.

2 - METHODES D'EVALUATION ET RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE PAR LES CONSEILS D'ADMINISTRATION DES DEUX SOCIETES

L'appréciation du rapport d'échange a été effectuée en fonction de différents critères.

Les résultats obtenus sont résumés dans le tableau ci-après :

<u>Critères retenus</u>	<u>Rapport d'échange</u>
	<u>Valeur de l'action NOZAL</u> Valeur de l'action HARDY-TORTUAUX
Valeur de patrimoine	1,47
Valeur corrigée des facteurs de rendement.....	0,83
Cours de Bourse	0,83

Les rapports d'échange sont calculés pour 2.332.746 actions NOZAL et 1.820.000 actions HARDY-TORTUAUX. Il n'est pas tenu compte de la conversion, peu probable en effet, des 162.372 obligations convertibles émises par NOZAL.

Par contre, le nombre des actions HARDY-TORTUAUX qui était de 1.767.500 actions au 30 juin 1993 est augmenté de 52.500 actions correspondant aux options de souscription non exercées et dont bénéficient certains membres du personnel.

La valeur du patrimoine correspond à la situation nette consolidée au 30 juin 1993 après réestimation d'actifs immobiliers et retraitements des comptes des deux sociétés pour les rendre homogènes (460,5 millions de francs pour NOZAL et 244 millions de francs pour HARDY-TORTUAUX).

La valeur corrigée des facteurs de rendement est obtenue en appliquant à la valeur de patrimoine un élément correctif devant tenir compte du niveau de rentabilité. Ce correctif est négatif si la rentabilité est insuffisante ou positif dans le cas contraire. Les Conseils d'administration ont retenu un correctif négatif de 160 millions de francs pour NOZAL et un correctif positif de 36 millions de francs pour HARDY-TORTUAUX.

Les cours de Bourse retenus correspondent à la période de janvier à juin 1993.

Les Conseils d'administration des deux sociétés ont décidé de retenir un rapport des valeurs des sociétés (valeurs globales d'entreprise) de 1,1 en faveur de NOZAL. Ceci correspond à un rapport d'échange arrondi de 0,83 soit 6 actions NOZAL pour 5 actions HARDY-TORTUAUX.

3 - VERIFICATIONS - COMMENTAIRES ET APPRECIATIONS DES COMMISSAIRES

3.1 - VERIFICATIONS EFFECTUEES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

En particulier :

- nous avons pris connaissance du rapport établi par le Cabinet GUY BARBIER & ASSOCIES, dont l'objectif était de retraiter - en les harmonisant - les données financières des deux Sociétés, NOZAL et HARDY-TORTUAUX, au 31 décembre 1992 ; nous avons également obtenu de ce Cabinet diverses informations ;
- nous avons revu les dossiers de contrôle des Commissaires aux Comptes, GUERARD VIALA et GERARD CARO pour HARDY-TORTUAUX, FRINAULT FIDUCIAIRE et CALAN RAMOLINO & ASSOCIES pour NOZAL, sur les comptes arrêtés au 30 juin 1993 ; nous nous sommes assurés que leurs opinions respectives sur ces comptes ne contenaient pas de réserves ;
- nous avons pris connaissance du rapport établi par ACL AUDIT le 29 octobre 1993, à l'issue de sa mission dont l'objectif était de vérifier les provisions ainsi que l'existence et la valeur des éléments d'actifs et de passifs circulants figurant dans les bilans au 30 juin 1993 des Sociétés NOZAL et HARDY-TORTUAUX ;
- nous avons pris connaissance du rapport établi le 4 novembre 1993 par la Société FIDUCIAIRE SUISSE à l'issue de sa mission dont le but était la formulation d'un avis "fairness opinion" sur la parité de fusion et le rapport d'échange des actions qui en découle ;
- nous avons pris connaissance des évaluations faites sur les patrimoines immobiliers des deux sociétés ;
- nous avons également recherché si d'autres ratios, fondés sur les performances des deux Sociétés, pouvaient être retenus.

3.2 - COMMENTAIRES ET APPRECIATIONS

Lors de l'accomplissement de notre mission, nous avons rencontré des difficultés particulières quant à l'appréciation de la valeur relative des deux sociétés en présence.

Aucune d'elles n'a été en mesure en effet de nous présenter :

- des comptes prévisionnels à court et moyen terme ; en particulier aucune des deux sociétés ne dispose de prévisions de résultats pour l'année 1994 ;
- un plan de redressement susceptible d'être appliqué à chaque société prise isolément ;
- un plan de redressement pouvant résulter de leur regroupement.

C'est la raison pour laquelle notre examen a été effectué en deux temps.

Nous avons recherché, dans une première approche, la valeur relative des deux sociétés à partir des données actuellement disponibles.

Dans une deuxième approche, plus succincte et basée sur des informations ou appréciations relatives aux perspectives d'avenir à court terme, nous avons recherché s'il y avait lieu ou non de corriger notre première appréciation.

Première approche : examen des données disponibles

Nous avons examiné les critères complémentaires suivants :

<u>Critères examinés</u>	<u>Rapport d'échange</u> <u>Valeur de l'action NOZAL</u> Valeur de l'action HARDY-TORTUAUX
- Chiffre d'affaires.....	0,99
- Marge brute	0,97
- Valeur ajoutée.....	1,01
- Actif net corrigé des coûts excédentaires.....	1,01
- Cours de Bourse	0,93

Le rapport des chiffres d'affaires a été calculé à partir des données consolidées retraitées par les experts consultants pour l'exercice 1992.

Pour l'exercice 1993 ce rapport serait, selon les renseignements qui nous ont été communiqués, de 1,04.

Nous avons également examiné les rapports des marges brutes et des valeurs ajoutées, pour l'exercice 1992, calculés à partir des mêmes sources. Ces rapports sont proches de celui mentionné pour les chiffres d'affaires, sensiblement plus favorable à NOZAL pour les valeurs ajoutées et moins favorable pour les marges brutes.

Les actifs nets corrigés des coûts excédentaires ont été calculés à partir des situations estimées au 31 décembre 1993. Nous avons évalué pour NOZAL un coût de mise au niveau opérationnel de HARDY-TORTUAUX. Cette appréciation s'appuie sur les observations que nous avons pu faire mais comporte une marge d'approximation due à l'absence d'informations, sur les prévisions notamment, comme rappelé ci-avant.

Les cours de Bourse moyens mentionnés ci-dessus sont ceux de la période de juillet 1992 à juin 1993 plus large que celle retenue par les Conseils d'administration (janvier à juin 1993).

De l'ensemble des résultats obtenus, il ne faut pas rechercher à justifier, avec une précision mathématique, un rapport d'échange qui ne peut être que le résultat d'un compromis.

Dans cet esprit, nous avons apprécié les différents ratios mentionnés de la manière suivante :

- **Ratios proposés par les Conseils d'administration**

. Valeur de patrimoine (1,47)

Ce ratio n'est pas significatif. La valeur de patrimoine n'est d'ailleurs qu'un élément nécessaire à l'application de la méthode d'évaluation dite de la rente abrégée du goodwill. Pris isolément, il ne tient aucun compte de la situation économique des entreprises qui sont l'une et l'autre déficitaires. Ce ratio aura peu d'influence sur notre opinion.

. Valeur corrigée des facteurs de rendement (0,83)

Ce ratio est significatif. Les valeurs obtenues résultent de l'application de la méthode d'évaluation dite de la rente abrégée du goodwill. Il s'agit, en principe, d'une méthode adaptée à l'évaluation d'entreprises déficitaires. Cependant, nous estimons que, lorsque les éléments correctifs dégagés par l'application de cette méthode sont importants, il convient d'être attentifs à leur signification. Ce ratio aura une influence moyenne sur notre opinion.

. Cours de Bourse (0,83)

Ce ratio n'est pas significatif. Les volumes d'échanges de titres sont faibles. Le choix d'une période de référence est sujet à discussion. Ce ratio aura peu d'influence sur notre opinion.

- Ratios examinés par nos soins

. Chiffre d'affaires (0,99)

Les chiffres d'affaires des deux sociétés ne procurent pas les mêmes marges. Leur comparaison n'est pas parfaitement objective. Cependant, il s'agit d'un ratio important dans le négoce. Ce ratio aura une influence moyenne sur notre opinion.

. Marge brute (0,97)

Pour les raisons évoquées ci-dessus, ce ratio aura une influence importante sur notre opinion.

. Valeur ajoutée (1,01)

La structure du compte de résultat n'est pas la même dans les deux sociétés. Ce ratio aura peu d'influence sur notre opinion.

. Actif net corrigé des coûts excédentaires (1,01)

Il s'agit d'une variante de la méthode de la rente abrégée du goodwill utilisée par les Conseils d'administration. Présentement, nous avons remplacé les éléments correctifs qui résultaient d'un calcul financier par une estimation des coûts de redressement affectables à chaque société.

Mais nous n'avons pu prendre en compte l'incidence des résultats futurs. En l'état, ce ratio aura une influence moyenne sur notre opinion.

. Cours de Bourse (0,93)

Pour les motifs déjà évoqués et bien que la période choisie (juillet 92/ juin 93) soit plus large que dans le cas précédent, ce ratio aura peu d'influence sur notre opinion.

Faisant la synthèse des différents critères, nous estimons que l'on pourrait conclure à un rapport d'échange théorique de 0,95 - soit 6 actions NOZAL pour 5,7 actions HARDY-TORTUAUX.

Ce rapport d'échange d'actions correspond à un rapport des valeurs globales d'entreprise de 1,22 en faveur de NOZAL.

Ce rapport des valeurs d'entreprise n'a pas une rigueur mathématique absolue. Il faut admettre, dans les conditions présentes, une dispersion acceptable assez large de 1,15 à 1,25.

Il convient de préciser que toute dégradation importante de la situation des sociétés en présence, faute de mettre rapidement en place les mesures de redressement nécessaires, aurait une incidence significative sur les rapports d'entreprise ci-dessus mentionnés.

Cette remarque vaut en particulier pour NOZAL dont le résultat de l'exercice 1993 devrait être un résultat courant déficitaire de l'ordre de 160 millions de francs.

Approche complémentaire : examen de l'incidence des perspectives d'avenir

A défaut de disposer de prévisions à court terme, nous avons interrogé les dirigeants des deux sociétés sur les perspectives de redressement. Prenant en compte la situation actuelle de NOZAL et de HARDY-TORTUAUX dont les résultats courants déficitaires de l'exercice en cours sont estimés respectivement à environ 160 millions de francs et 40 millions de francs, un décalage significatif dans les durées nécessaires pour atteindre un certain niveau de rentabilité est fondé. Nous admettons les hypothèses selon lesquelles NOZAL atteindrait ce niveau au bout de 4 années et HARDY-TORTUAUX au bout de 2 années.

Sur la base d'une rentabilité normative de 1,5 % du chiffre d'affaires, ce décalage peut être traduit en un écart de valeurs actuelles de l'ordre de 40 à 50 millions de francs défavorable à NOZAL.

Il nous a paru équitable de corriger notre conclusion précédente de cette observation.

Cela nous conduit à abaisser la fourchette admissible des rapports d'entreprise de 1,15 - 1,25 à 1,10 - 1,25.

La fourchette des rapports d'échange d'actions correspondants devient 0,85 (6 actions NOZAL pour 5,1 actions HARDY-TORTUAUX) - 0,97 (6 actions NOZAL pour 5,8 actions HARDY-TORTUAUX).

Le rapport d'échange proposé par les Conseils d'administration de 0,83 (6 actions NOZAL pour 5 actions HARDY-TORTUAUX) correspond, à l'arrondi près, au bas de la fourchette à laquelle nous concluons.

4 - CONCLUSION

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Les développements qui précèdent nous conduisent à formuler les observations suivantes sur la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération et sur le caractère équitable du rapport d'échange :

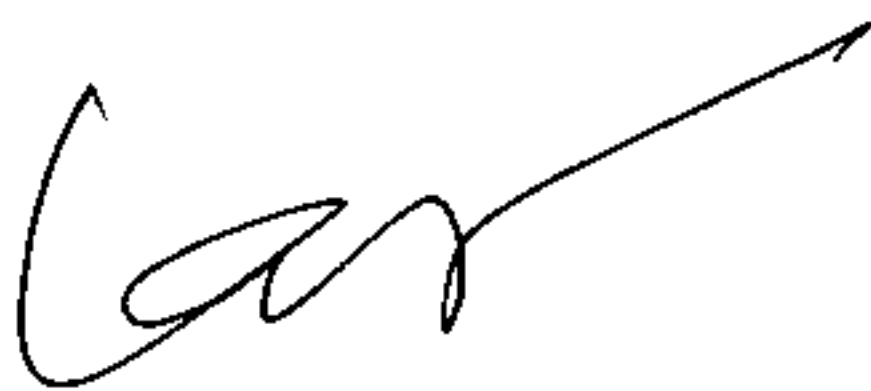
- aucune des deux sociétés n'a été en mesure de produire des informations formalisées sur les perspectives à court terme en matière de résultat, de plan d'action et de redressement,
- nous avons été conduits à examiner plusieurs critères sur la base des données disponibles,
- nous avons néanmoins voulu tenir compte des perspectives d'avenir sur la base d'une hypothèse qui comporte une marge d'approximation.

Dans ces conditions, nous concluons à un rapport d'entreprise relativement large de 1,10 à 1,25 en faveur de NOZAL correspondant à un rapport d'échange d'actions de 6 actions NOZAL pour respectivement 5,1 actions (arrondi à 5) et 5,8 actions HARDY-TORTUAUX.

Le rapport d'échange d'actions qui vous est proposé, soit 6 actions NOZAL pour 5 actions HARDY-TORTUAUX, s'insère dans les limites que nous avons retenues ci-dessus.

Fait à Paris, le 29 novembre 1993

Les Commissaires à la fusion



Hugues RAOULT



Jean-Claude REYDEL