

OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

SOCIETE ANONYME FORESTIERE ET AGRICOLE – SAFA

INITIEE PAR LA SOCIETE

COMPAGNIE DU CAMBODGE

NOTE CONJOINTE A SOCIETE ANONYME FORESTIERE ET AGRICOLE – SAFA ET COMPAGNIE DU
CAMBODGE

TERMES DE L'OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT :

80 euros pour une action Société Anonyme Forestière et Agricole – SAFA

DUREE DE L'OFFRE :

Du 3 octobre 2012 au 6 novembre 2012, soit 25 jours de négociation

Dans le cas où les actionnaires minoritaires de Société Anonyme Forestière et Agricole – SAFA ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre de rachat volontaire, plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société, Compagnie du Cambodge a l'intention de procéder à une offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'offre volontaire de rachat en contrepartie d'une indemnité de 80 euros par action, égale au prix de l'offre volontaire de rachat, dans les conditions de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et 237-16 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »).

La présente note peut être obtenue sans frais par les actionnaires de Société Anonyme Forestière et Agricole – SAFA auprès de :

Compagnie du Cambodge

31-32, quai de Dion-Bouton
92811 Puteaux Cedex
France

www.compagnie-du-cambodge.com

SAFA

31-32, quai de Dion-Bouton
92811 Puteaux Cedex
France

www.safa-forestiere-agricole.com

Natixis Equity Markets – Corporate Broking

47 Quai d'Austerlitz
75013 Paris
France

www.natixis.com

CM-CIC Securities

6 avenue de Provence
75009 Paris
France

www.cm-cics.com

Table des Matières

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.1	Contexte et motifs de l'Offre	4
1.1.1	Contexte de l'Offre.....	4
1.1.2	Motifs de l'Offre.....	5
1.2	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir.....	6
1.2.1	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière ...	6
1.2.2	Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi	6
1.2.3	Composition des organes sociaux et de la direction de SAFA.....	6
1.2.4	Intérêt de l'Offre pour les deux sociétés et leurs actionnaires – Synergies – Gains.....	6
1.2.5	Fusion – Réorganisation juridique.....	7
1.2.6	Intention concernant un retrait obligatoire	7
1.2.7	Intention concernant le maintien de la cotation sur le Marché Libre	7
1.2.8	Politique de distribution de dividendes	8
1.3	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	8
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	8
2.1	Modalités de l'Offre.....	8
2.1.1	Procédure d'apport à l'Offre.....	8
2.1.2	Publication des résultats de l'Offre.....	9
2.2	Nombre et nature des actions visées par l'Offre	9
2.3	Calendrier indicatif de l'Offre	10
2.4	Financement de l'Offre	10
2.4.1	Frais liés à l'Offre.....	10
2.4.2	Mode de financement de l'Offre	10
2.5	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	10
2.6	Régime fiscal de l'Offre.....	11
2.6.1	Personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations	11
2.6.2	Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés	12
2.6.3	Non-résidents fiscaux français.....	13
2.6.4	Autres actionnaires	13
3.	ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE	14
3.1	Méthodologie	14
3.2	Principes Généraux	15
3.3	Application des méthodes retenues.....	16
3.3.1	Analyse du cours de bourse de SAFA	16
3.3.2	Valorisation multicritère de SAFACAM.....	18
3.4	Synthèse des résultats d'évaluation	24
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	25
5.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SAFA	51
6.	INFORMATIONS RELATIVES A SAFA	52
6.1	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions.....	52
6.2	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu de l'article L. 233-12 du Code de commerce.....	52
6.3	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	52
6.4	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	52

6.5	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts.....	52
6.6	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	54
6.7	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	54
6.8	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	55
6.9	Intentions des membres du Conseil d'Administration de SAFA	55
7.	PROCEDURE MISE EN ŒUVRE RELATIVE AUX TITRES NON RECLAMES.....	55

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

La société Compagnie du Cambodge, société anonyme dont le siège social est situé au 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785, au capital de 23.508.870 euros, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Eurolist de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079659 (l' « **Initiateur** » ou « **Compagnie du Cambodge** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Société Anonyme Forestière et Agricole – SAFA, société anonyme, dont le siège social est situé au 31-32 Quai de Dion Bouton – 92800 Puteaux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 409 140 530, au capital de 4.040.400 euros, dont les actions sont admises aux négociations sur le Marché Libre de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060295 (« **SAFA** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions SAFA au prix unitaire de 80 euros dans les conditions décrites ci-après (l' « **Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement, indirectement ou de concert avec le Groupe Bolloré par l'Initiateur représentant 12,06% du capital et des droits de vote de SAFA, soit, à la date de la présente note, 69.633 actions de SAFA.

Il est précisé qu'afin de simplifier l'actionnariat de SAFA, M. Vincent Bolloré et certaines sociétés du Groupe Bolloré (Financière du Champ de Mars, Socarfi, Société Bordelaise Africaine, Financière V et Bolloré Participations) se sont engagés à apporter leurs actions SAFA à l'Offre, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver, conformément aux statuts de SAFA, du fait de leur fonction d'administrateur. Ce reclassement représente 19,69 % du capital de SAFA, soit environ 113.669 actions SAFA.

La présente Offre est soumise au droit français.

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1.1 Présentation du capital de SAFA

Le Groupe Bolloré détient le contrôle de SAFA depuis 1997 et la prise de contrôle du Groupe Rivaud. A cette date, il contrôlait environ 54% du capital et des droits de vote de SAFA. Depuis lors, il s'est renforcé dans le capital de SAFA par des acquisitions successives.

Sur la base d'un nombre total de 577.200 actions et droits de vote, le Groupe Bolloré détient, à la date de la présente note, un total de 507.567 actions, représentant 87,94% du capital et des droits de vote de la Société, réparti comme suit :

Nom de la société	Nombre d'actions de la Société détenu	Pourcentage correspondant du capital et des droits de vote de la Société
Compagnie du Cambodge	270.084	46,79%
Financière du Champ de Mars	108.188	18,74%
Société Industrielle et Financière de l'Artois	69.159	11,98%
Bolloré SA	31.574	5,47%
Compagnie des Glénans	23.098	4,00%
Socarfi	5.395	0,93%
Société Bordelaise Africaine	29	0,01%
Financière V	20	0,00%
Bolloré Participations	20	0,00%
TOTAL	507.567	87,94%

Compagnie du Cambodge est, pour le compte de l'ensemble des sociétés du Groupe Bolloré susvisées, le seul initiateur de l'Offre. Il est précisé que Monsieur Vincent Bolloré détient également 20 actions directement.

1.1.1.2 Acquisition d'actions SAFA pendant les douze mois précédant l'Offre

Au cours des douze derniers mois, le Groupe Bolloré n'a procédé à aucune acquisition d'actions SAFA.

1.1.2 Motifs de l'Offre

L'opération s'inscrit dans le cadre de la poursuite des simplifications des structures du Groupe Bolloré.

Les actions SAFA, désormais cotées sur le Marché Libre de NYSE-Euronext Paris, étaient auparavant cotées sur un marché réglementé. En conséquence, les dispositions applicables en matière d'offre publique de retrait et de retrait obligatoire lui sont toujours applicables.

Ainsi, en cas de détention par le Groupe Bolloré de plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Compagnie du Cambodge envisage de mettre en œuvre une procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, conformément aux articles 237-14 et 237-16 du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 80 euros par action, correspondant au prix par action de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont décrits en Section 3 de la présente note. Le cabinet Didier Kling & Associés a été nommé par le Conseil d'administration de la Société en date du 31 août 2012 en qualité d'expert indépendant chargé de porter une appréciation sur l'évaluation des actions SAFA et de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre, y compris pour le cas où le prix de l'Offre serait payé à titre d'indemnisation du retrait obligatoire.

1.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.1 Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par SAFA afin de poursuivre son développement.

1.2.2 Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi

SAFA n'emploie à ce jour aucun salarié.

A la date de la présente note, SAFA Cameroun (« **SAFACAM** »), détenue directement à 48,61 % par SAFA, emploie 1.771 salariés.

L'Offre sur SAFA n'aura aucun impact sur la politique en matière d'emploi.

1.2.3 Composition des organes sociaux et de la direction de SAFA

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé de :

- Monsieur Emmanuel FOSSORIER (Président-Directeur Général) ;
- Bolloré Participations, représentée par Monsieur Vincent BOLLORE ;
- Monsieur Hubert FABRI ;
- Financière V, représentée par Monsieur Cédric de BAILLIENCOURT ; et
- Financière du Champ de Mars, représentée par Monsieur François LAROZE.

L'Initiateur n'envisage pas, à la date de la présente note, de modifier la composition du Conseil d'administration de la Société.

1.2.4 Intérêt de l'Offre pour les deux sociétés et leurs actionnaires – Synergies – Gains

Le renforcement de l'Initiateur au capital de la Société vise à permettre la réalisation d'un retrait obligatoire et à offrir ainsi aux actionnaires de SAFA une liquidité immédiate à des conditions équitables sur l'intégralité de leur participation, tout en économisant à la Société les coûts de cotation boursière.

Cette opération devrait ainsi permettre aux actionnaires qui ont accompagné le développement de SAFA de bénéficier d'une opportunité de sortie à un prix supérieur aux moyennes des cours de l'action observées au cours des mois précédant la transaction. A cet égard, le prix de 80 euros par action SAFA offert dans le cadre de l'Offre fait ressortir une prime de 72,1% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transaction, pendant les soixante jours de négociation précédant le début de l'Offre (soit 46,5 euros).

Hormis l'économie de coûts en cas d'un retrait de la cote des actions SAFA, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de la présente note.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés en Section 3 de la présente note.

1.2.5 Fusion – Réorganisation juridique

A ce jour, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société. Cependant, une réorganisation juridique de ce type pourrait être étudiée ultérieurement.

1.2.6 Intention concernant un retrait obligatoire

L'Initiateur a l'intention, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, directement, indirectement ou de concert au moins 95% des droits de vote de SAFA de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, en cas de détention d'au moins 95% du capital ou des droits de vote de SAFA, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement ou de concert par l'Initiateur.

Dans cette hypothèse, l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire seront soumis au contrôle de l'AMF qui se prononcera sur la conformité de ces deux opérations au vu notamment de l'évaluation des titres de SAFA qui sera fournie par l'Initiateur, et du rapport de l'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF. Le cabinet Didier Kling & Associés a, à cet effet, été nommé par le Conseil d'administration de la Société en date du 31 août 2012 en qualité d'expert indépendant chargé de porter une appréciation sur le caractère équitable du prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et a délivré son rapport final le 2 octobre 2012. L'expert indépendant (i) a délivré également une appréciation sur le caractère équitable du prix proposé par l'Initiateur si ce dernier mettait en œuvre, et ce au même prix que celui proposé dans le cadre de l'Offre, une offre publique de retrait en vue du retrait des actions SAFA du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris, (ii) a effectué, pour la délivrance de cette attestation, les mêmes diligences que celles qu'il aurait mises en œuvre dans le cadre d'un retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, dernièrement modifiée le 27 juillet 2010).

1.2.7 Intention concernant le maintien de la cotation sur le Marché Libre

A compter de la clôture de l'Offre, Compagnie du Cambodge se réserve la possibilité de demander le retrait des actions SAFA du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris dans les conditions de l'article 4.2 de la note d'organisation du Marché Libre et des valeurs radiées du marché réglementé du 29 mars 2010.

En tout état de cause, en cas de lancement d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, Compagnie du Cambodge a l'intention de demander le retrait des actions SAFA du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris dans les conditions susvisées, dès la clôture de l'offre publique de retrait.

1.2.8 Politique de distribution de dividendes

1.2.8.1 Politique de dividende de SAFA

A l'issue de l'Offre, la politique de dividende de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales.

1.2.8.2 Politique de dividende de Compagnie du Cambodge

L'Offre ne modifie pas la politique de dividende de Compagnie du Cambodge.

1.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Compagnie du Cambodge n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Il est par ailleurs précisé que les sociétés Financière du Champ de Mars, Socarfi, Société Bordelaise Africaine, Financière V, Bolloré Participations et M. Vincent Bolloré se sont engagés à apporter à l'Offre la totalité des actions SAFA qu'ils détiennent, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver, conformément aux statuts de SAFA, du fait de leur fonction d'administrateur, soit au total 113.669 actions SAFA représentant environ 19,69% du capital de SAFA.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Modalités de l'Offre

L'Initiateur s'engage irrévocablement pendant toute la durée de l'Offre (soit une période de 25 jours de négociation) à acquérir la totalité des actions SAFA qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre en contrepartie de 80 euros par action SAFA apportée, étant précisé que l'Initiateur a mandaté Natixis Equity Markets – Corporate Broking, dans le cadre de l'Offre, afin de placer un ordre d'achat permanent.

La note conjointe sera tenue gratuitement à la disposition du public auprès de la Société et de Compagnie du Cambodge, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également disponible sur les sites Internet de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.fr) et de la Société (<http://www.safa-forestiere-agricole.com>) et auprès de Natixis Equity Markets – Corporate Broking et du CM-CIC Securities.

2.1.1 Procédure d'apport à l'Offre

Natixis Equity Markets – Corporate Broking, agissant en qualité d'acheteur et d'établissement payeur au nom et pour le compte de l'Initiateur, placera un ordre d'achat continu, à prix déterminé (à savoir 80 euros), pendant toute la durée de l'Offre, soit du 3 octobre 2012 au 6 novembre 2012.

Les actionnaires de SAFA peuvent apporter leurs actions à l'Offre pendant toute la durée de l'Offre.

Les actionnaires de SAFA dont les actions sont inscrites en compte auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprises d'investissement, etc.), et qui souhaitent présenter leurs actions à l'Offre, devront remettre à leur intermédiaire financier, dépositaire de leurs titres, au plus tard à la date

de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actions SAFA inscrites en compte au nominatif pur qui seront apportées à l'Offre devront préalablement être converties au nominatif administré pour être présentées à l'Offre. La transformation de titres au nominatif pur en titres au nominatif administré interviendra sur demande de tout actionnaire auprès de CM-CIC Securities, 6 avenue de Provence, 75009 Paris (tel : +33 (0)1 45 96 77 40), teneur de compte de SAFA, par envoi du modèle qui sera mis à leur disposition par CM-CIC Securities.

Les actions SAFA apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions SAFA apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à cette condition.

La cession par les actionnaires de SAFA de leurs actions et le règlement du prix corrélatif seront effectués au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de trois jours de négociation suivant chaque exécution, les frais de négociation (courtage et TVA) restant à la charge des actionnaires concernés.

Le transfert de propriété des actions SAFA apportées à l'Offre interviendra à la date d'inscription en compte de l'acheteur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, tous les droits attachés à ces actions, tels qu'existants à cette date, étant alors transférés à l'Initiateur.

2.1.2 Publication des résultats de l'Offre

Compagnie du Cambodge fera connaître le résultat de l'Offre dans les jours qui suivront la date de clôture de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des actions visées par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note, le Groupe Bolloré détient 507.567 actions de la Société, représentant 87,94% de son capital et ses droits de vote, sur la base d'un nombre total de 577.200 actions formant le capital de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement, indirectement ou de concert avec le Groupe Bolloré par l'Initiateur représentant 12,06% du capital et des droits de vote de SAFA, soit, à la date de la présente note, 69.633 actions de SAFA.

Il est par ailleurs précisé qu'afin de simplifier l'actionnariat de SAFA, M. Vincent Bolloré et certaines sociétés du Groupe Bolloré (Financière du Champ de Mars, Socarfi, Société Bordelaise Africaine, Financière V et Bolloré Participations) se sont engagés à apporter leurs actions SAFA à l'Offre, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver, conformément aux statuts de SAFA, du fait de leur fonction d'administrateur. Ce reclassement représente 19,69 % du capital de SAFA, soit environ 113.669 actions SAFA.

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 Calendrier indicatif de l'Offre

2 octobre 2012	Remise du rapport de l'expert indépendant
2 octobre 2012	Publication d'un communiqué de presse présentant le projet d'Offre sur les sites Internet de SAFA et Compagnie du Cambodge
2 octobre 2012	Envoi de la note d'information (i) aux actionnaires au nominatif pur et administré résidant en France ou aux Etats-Unis et (ii) à l'AMF (pour information)
3 octobre 2012	Ouverture de l'Offre
4 octobre 2012	Publication d'un communiqué de presse présentant le projet d'Offre dans un journal financier
6 novembre 2012	Clôture de l'Offre et derniers règlements-livraisons des titres présentés à l'Offre
9 novembre 2012 (au plus tard)	Annonce du résultat de l'Offre

2.4 Financement de l'Offre

2.4.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants et les frais de publicité et de communication ainsi que le montant des frais relatifs au financement de l'Offre, est estimé à 250.000 euros (hors taxes).

2.4.2 Mode de financement de l'Offre

L'apport à l'Offre des 69.633 actions SAFA détenues dans le public représente un montant de 5,6 millions d'euros. Ce montant est porté à 14,8 millions d'euros si l'on tient compte des 113.669 actions SAFA reclassées dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera financée par l'utilisation des disponibilités de Compagnie du Cambodge.

Le financement de cette Offre, compte tenu de son coût et de la taille de l'Initiateur, n'aura pas d'incidence significative sur les actifs, l'activité, les résultats ou les perspectives de l'Initiateur.

2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement (i) en France et (ii) aux Etats-Unis en vertu de la Section 14(e) du *U.S. Securities and Exchange Act of 1934* et la Règle 14E y afférente. Les actions SAFA ne sont pas et n'ont pas été enregistrées auprès de la *U.S. Securities and Exchange Commission*. Les actionnaires de SAFA situés ailleurs qu'en France et aux Etats-Unis ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La présente note et tout autre document relatif à l'Offre ne constitue pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente note doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

2.6 Régime fiscal de l'Offre

L'attention des porteurs d'actions SAFA est attirée sur le fait que le présent exposé est un résumé du régime fiscal applicable fondé sur les dispositions légales et réglementaires françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales et de leur interprétation par l'administration fiscale française. En particulier, une réforme de la fiscalité des plus ou moins-values est actuellement en cours de préparation et pourrait, si elle est adoptée, affecter le traitement fiscal de la cession des actions SAFA.

Cette description ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un porteur d'actions SAFA, il est recommandé aux porteurs d'actions SAFA de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet Etat. D'une manière générale, les actionnaires non résidents de France devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, tant en France que dans leur pays de résidence auprès de leur conseil fiscal habituel.

2.6.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

2.6.1.1 Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code général des impôts (« CGI »), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques, égales à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions SAFA apportées à l'Offre, sont imposables, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 19 %.

La plus-value est également soumise aux contributions sociales suivantes, non déductibles du revenu global imposable au titre de l'année de leur paiement, au taux global de 15,5 % :

- la contribution sociale généralisée au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social au taux de 5,4 % ; et
- les contributions additionnelles au prélèvement social de 5,4 % aux taux de 0,3 % et de 1,1 %.

Le taux global d'imposition s'élève donc à 34,5 %.

L'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions SAFA apportées à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes, à condition toutefois que ces moins-values résultent d'opérations imposables.

2.6.1.2 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

La loi de finances pour 2012 a introduit une contribution exceptionnelle temporaire à l'impôt sur le revenu à la charge des contribuables dont le revenu fiscal de référence (en ce compris les plus ou moins-values de cession de valeurs mobilières) excède les seuils indiqués ci-dessous :

- 3 % sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250 000 euros et inférieure ou égale à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros et inférieure ou égale à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune ;
- 4 % sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune.

Des modalités particulières de calcul sont prévues en cas de perception de revenus exceptionnels.

2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés

2.6.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille, égales à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, seront incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3 % majoré de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement ne pouvant excéder 763.000 euros par période de douze mois. Certaines personnes morales réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 millions d'euros sont également susceptibles, dans les conditions prévues à l'article

235 ter ZAA du CGI, d'être assujetties à la contribution exceptionnelle de 5 % qui s'applique au montant dû au titre de l'impôt sur les sociétés.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219 I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 %.

2.6.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux ans bénéficient, sous certaines conditions, d'une exonération d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 10 % du montant net des plus values.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219 I a *quinquies* précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer les règles qui leur sont applicables.

2.6.3 Non-résidents fiscaux français

Les plus-values sur les actions SAFA réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France et (ii) que le cédant n'ait pas détenu avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les actions sont vendues à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession. Les actionnaires non résidents de France visés au (i) et (ii) ci-dessus devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier en France auprès de leur conseil fiscal habituel.

Toutefois, les gains de cession de titres réalisés par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués dans un Etat ou territoire non coopératif tel que défini à l'article 238-0 A du CGI subissent, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de SAFA, un prélèvement de 50%, sous réserve des conventions fiscales applicables.

2.6.4 Autres actionnaires

Les titulaires d'actions SAFA soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou les sociétés non soumises à l'impôt sur les sociétés, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE

L'objet de cette section est de présenter les éléments d'appréciation du prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 80 euros par action SAFA (coupon détaché).

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Mediobanca di Credito Finanziario S.p.A., pour le compte de l'Initiateur, selon les principales méthodes usuelles d'évaluation, et sur la base d'informations publiques disponibles sur SAFA, son secteur d'activité et ses concurrents, ainsi que celles communiquées par le Groupe et le plan d'affaires préparé par SAFA afin de refléter ses derniers développements stratégiques. Il n'entrait pas dans la mission de Mediobanca de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs ou les passifs de SAFA.

Une synthèse de ces éléments d'appréciation est présentée ci-dessous :

3.1 Méthodologie

SAFA a été évaluée sur la base d'une approche multicritère et selon des méthodes et références de valorisation habituellement reconnues et appliquées dans les exercices d'évaluation d'entreprises.

SAFA a été évaluée selon deux méthodologies, à savoir sur la base (i) de son cours de bourse (on notera, néanmoins, que les très faibles volumes de transactions sur les actions SAFA limitent la pertinence de cette méthodologie) et (ii) d'une valorisation par calcul de l'actif net réévalué (« **ANR** ») qui vise à évaluer les différentes participations détenues par SAFA.

Le portefeuille de participations de SAFA se compose de :

- Une participation de 48,61% dans SAFACAM, société cotée à la bourse de Douala au Cameroun depuis 2008 qui exploite environ 9 000 hectares de plantations, dont environ 4 900 hectares de palmiers et 4 100 hectares d'hévéas ;
- Une participation de 13,62% dans la Société Centrale de Représentation (« **SCR** ») qui détient, via sa participation à hauteur de 18,40% dans la société SOCFRANCE, des participations dans deux holdings cotées du Groupe Bolloré. La société SOCFRANCE détient ainsi 64,59% de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et 6,84% de la Société Industrielle et Financière de l'Artois.

SAFACAM a été évaluée sur la base d'une approche multicritère :

- Son cours de bourse : il convient néanmoins de souligner que SAFACAM présente un flottant limité de 20% et de très faibles volumes échangés ;
- L'actif net réévalué sur la base de l'évaluation des actifs biologiques de SAFACAM réalisée dans le cadre des travaux IAS 41 pour la clôture des comptes semestriels au 30 juin 2012 ;
- L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (en anglais « **Discounted Cash Flow** » ou « **DCF** ») ;
- L'application des multiples boursiers d'un échantillon de sociétés cotées comparables. Comme expliqué ci-après, cette analyse a été réalisée à titre illustratif.

- L'application des multiples implicites issus des transactions comparables. Comme expliqué ci après, cette analyse a été réalisée à titre illustratif.

La valorisation de SAFACAM par la méthode DCF a été appréhendée en distinguant (i) l'activité de plantation d'huile de palme et (ii) l'activité de plantation d'hévéa (caoutchouc naturel). L'huile de palme de SAFACAM est destinée au marché national et bénéficie d'un prix de vente réglementé par le gouvernement du Cameroun en concertation avec les producteurs et les usineurs. Ce prix, demeuré stable depuis trois ans, est donc en grande partie déconnecté des cours mondiaux de l'huile de palme. A l'inverse, pour le caoutchouc, il n'existe pas de marché national et SAFACAM exporte la totalité de sa production, via des accords de distribution, et est donc exposée aux règles et aux prix du marché mondial. Compte tenu de la volatilité observée depuis 2010 sur le marché mondial du caoutchouc naturel, une analyse de sensibilité a été menée sur la base de différents cours du caoutchouc estimés pour l'année 2012 par les principaux producteurs de pneumatiques comme Michelin, Pirelli et Continental, l'industrie du pneumatique représentant environ deux tiers de la demande globale en caoutchouc naturel.

La participation dans SCR a été, quant à elle, évaluée par transparence sur la base de la capitalisation boursière des deux holdings cotées détenues indirectement via la société SOCFRANCE, à savoir la Compagnie des Tramways du Var et du Gard et la Société Industrielle et Financière de l'Artois, ajustée de la trésorerie nette logée dans SCR et SOCFRANCE.

Les méthodes suivantes ont été écartées pour SAFA et SAFACAM :

- La méthode des rendements paraît peu appropriée compte-tenu du contrôle exclusif exercé par le Groupe Bolloré sur SAFA et sur SAFACAM qui le met en position d'influer sur la politique de dividendes ;
- Ne faisant l'objet d'aucun suivi par des analystes, la méthode des cours cibles des analystes n'a pas pu être appliquée à SAFA et à SAFACAM ;
- S'agissant de holdings de participations cotées pour la plupart, une approche par les comparables boursiers ou par DCF au niveau de SAFA ne nous paraît pas pertinente et a donc été écartée. En revanche, s'agissant de valoriser l'activité plantations de SAFACAM, l'approche multicritère mentionnée ci-dessus a été mise en œuvre.

3.2 Principes Généraux

Les travaux d'évaluation reposent sur les principes suivants :

- La date de valorisation est au 30 juin 2012 sur la base des conditions de marché au 1^{er} octobre 2012, notamment en ce qui concerne les cours de bourse des sociétés comparables, les taux de change et les conditions de prix prévalant sur le caoutchouc naturel.
- SAFA a communiqué à Mediobanca un budget 2012 (établi en octobre 2011 dans le cadre du processus budgétaire du Groupe Bolloré) pour les activités de SAFACAM.
- Les travaux reposent sur (i) les comptes consolidés de SAFA audités et certifiés par les commissaires aux comptes en normes IFRS clôturés au 31 décembre 2011 et sur les comptes au 30 juin 2012, intégrant notamment une réévaluation des actifs biologiques selon la méthode IAS41, (ii) les comptes sociaux de SAFA au 31 décembre 2011 et au 30

juin 2012 et (iii) les comptes sociaux de SAFACAM au 31 décembre 2011 et au 30 juin 2012.

- Les travaux d'évaluation de SAFA s'inscrivent dans le cadre du projet d'offre volontaire de rachat portant sur le solde du capital de la Société non détenu par le Groupe Bolloré. Ils se placent donc dans une perspective de continuité d'exploitation.
- Les ajustements qui permettent de déterminer la valeur des capitaux propres de SAFA à partir de la valeur d'entreprise (« VE ») de SAFACAM obtenue par la méthode DCF ou par la méthode des multiples sont présentés ci-dessous :
 - Au niveau de SAFACAM, en ajoutant la trésorerie nette et les autres actifs et passifs au 30 juin 2012 à hauteur de 6,7 millions d'euros ;
 - Au niveau de SAFA, en intégrant 48,6% de la valeur de la participation ainsi calculée et en ajoutant la participation dans SCR, estimée à environ 3 millions d'euros et la trésorerie nette dans les comptes sociaux de SAFA d'environ 10,7 millions d'euros (après paiement du dividende de SAFACAM à SAFA au titre de l'exercice 2011).

3.3 Application des méthodes retenues

3.3.1 Analyse du cours de bourse de SAFA

3.3.1.1 Limites

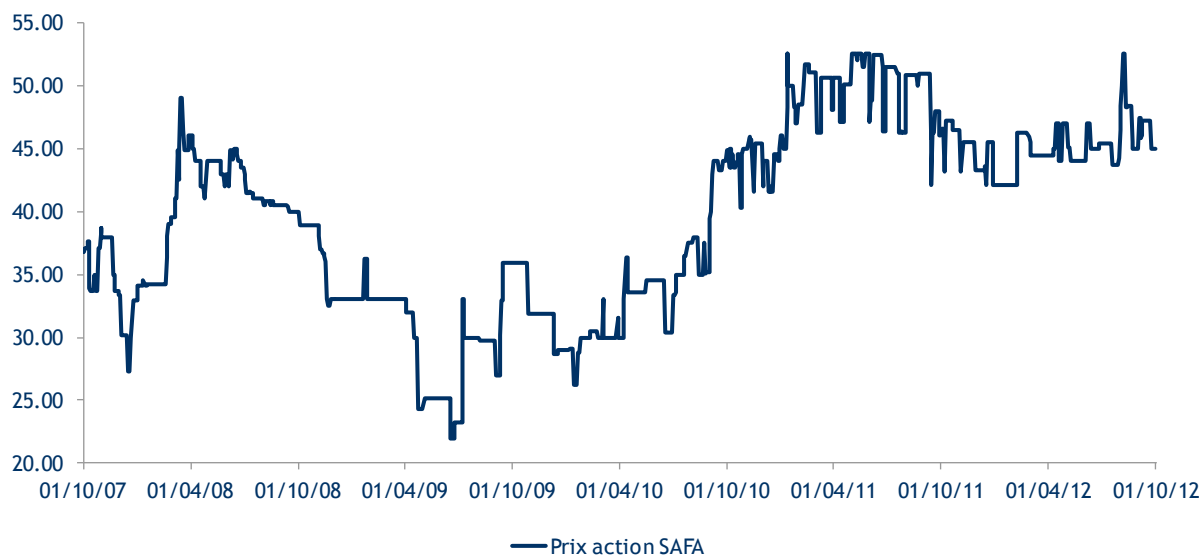
Cette méthode présente plusieurs limites :

- Le flottant de SAFA ne représente que 12,06% du capital soit environ 3,1 millions d'euros au cours du 1^{er} octobre 2012 ;
- De par son flottant étroit, le titre SAFA présente une liquidité limitée :
 - Depuis 1 an, le titre SAFA se traite en moyenne 1 jour de bourse sur 5 ;
 - Sur 1 an, en moyenne 44 titres (soit environ 2 000 euros) s'échangent chaque jour.
- SAFA ne fait pas l'objet d'un suivi par les analystes.

3.3.1.2 Analyse du cours de SAFA

SAFA est cotée à Paris sur le Marché Libre de NYSE-Euronext Paris.

Depuis 5 ans, le cours de SAFA a évolué comme suit.



Source: Datastream, prix en Euros par action

Sur un an, le cours de SAFA est en recul de 3,3% sous performant notamment le cours de Bolloré. Sur 1 mois, le cours de SAFA est en baisse de 5,2% contre une hausse de 6,6% pour le cours de Bolloré.

Historique	Spot Clôture	1 mois	60 jours	3 mois	6 mois	1 an
Performance absolue (%)	+0.0%	(5.2%)	(0.9%)	(0.9%)	+1.4%	(3.3%)
Performance relative vs. Bolloré (%)	(0.2%)	(11.8%)	(12.6%)	(17.9%)	(27.8%)	(28.7%)
Performance relative vs. Fin. de L'Odet (%)	+1.3%	(9.1%)	(10.8%)	(16.3%)	(28.2%)	(30.2%)

Source: Fininfo

Le cours moyen pondéré à 60 jours de bourse est de 46,5 euros contre un cours spot au 1^{er} octobre 2012 de 45,0 euros et une moyenne sur un mois de 46,6 euros.

Historique	Spot Clôture	1 mois	60 jours	3 mois	6 mois	1 an
Plus haut	45.0	47.5	52.5	52.5	52.5	52.5
Plus bas	45.0	45.0	43.7	43.7	43.7	42.1
Cours moyen pondéré	45.0	46.6	46.5	46.5	46.3	45.5
Capitalisation boursière moyenne (€m)	26.0	26.9	26.8	26.8	26.7	26.3
Volumes quotidiens moyens	0.0	32.9	99.4	91.7	61.2	44.2
Volume quotidien moyen (% du flottant)	0.00%	0.05%	0.14%	0.13%	0.09%	0.06%

Source: Fininfo

3.3.1.3 Achats par le Groupe Bolloré

Il n'y a pas eu d'achat par le Groupe Bolloré de titres SAFA au cours des 12 derniers mois. Le dernier achat par le Groupe Bolloré de titres SAFA remonte au 11 mai 2011 (2.450 titres acquis à 52 euros par action, prix le plus élevé payé depuis trois ans).

3.3.2 Valorisation multicritère de SAFACAM

3.3.2.1 Cours de bourse de SAFACAM

SAFACAM a été introduite à la bourse de Douala en juin 2008 au prix de 35.000 FCFA. Sa dernière cotation, à la date de l'évaluation, était de 88.001 FCFA, soit une capitalisation boursière de 56 millions d'euros. Le titre ne cote pas régulièrement et son flottant reste très limité (20%).

Le cours de SAFACAM a enregistré une très forte hausse depuis un an (cours multiplié par deux entre juin 2011 et juin 2012).

La société SAFA a procédé depuis décembre 2010 à quelques achats de titres SAFACAM au prix maximum de 40.170 FCFA pour des volumes cependant non significatifs (380 titres au total soit 0,09% du capital).

Sur la base de la capitalisation boursière actuelle de SAFACAM via l'approche ANR, la valeur implicite de SAFA ressort à 71,3€ par action.

3.3.2.2 Approche ANR sur la base de l'IAS 41

Dans le cadre des travaux de valorisation à la « juste valeur » des actifs biologiques détenus par SAFACAM selon la norme IAS41 pour les comptes consolidés de SAFA, le groupe détermine séparément pour chaque catégorie d'actif biologique la production attendue de cet actif sur sa durée de vie résiduelle (sans tenir compte de replantations). Cette production attendue est estimée sur la base des rendements réellement constatés en cours d'exercice en fonction de la maturité de l'actif

biologique et des surfaces en exploitation. La production est ensuite valorisée sur la base d'une moyenne des marges en rapport constatées sur les 10 dernières années. Le taux d'actualisation (coût moyen pondéré du capital calculé par un expert externe) après impôt retenu est de 14,8%.

L'ANR au 30 juin 2012 sur la base de la réévaluation des actifs biologiques réalisée dans le cadre de l'IAS 41 conduit à une valeur des capitaux propres de SAFACAM de 33,3 millions d'euros, soit une valeur de SAFA implicite de 52,6 euros par action.

3.3.2.3 Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation

La méthode des flux de trésorerie actualisés (« DCF ») consiste à actualiser les flux de trésorerie futurs au coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») afin d'en déduire la valeur d'entreprise. La dette nette est ensuite soustraite, ou la trésorerie nette ajoutée, à la valeur d'entreprise pour déduire la valeur des fonds propres. Le CMPC reflète la moyenne des rentabilités exigées par les investisseurs (dette et fonds propres) pour financer les activités de la cible.

(a) Plan d'affaires

Le plan d'affaires se place dans une perspective de continuité d'exploitation, dans les conditions actuelles ou attendues de marché (fiscalité, cadre réglementaire, situation politique et autres facteurs exogènes pouvant impacter les marchés sur lesquels SAFACAM est présente). Aucune acquisition ou cession d'actif significative n'a été prise en compte dans les projections du plan d'affaires. A ce titre, l'impact potentiel d'un projet de SAFACAM visant à accroître les surfaces exploitées n'a pas été pris en compte eu égard (i) au caractère préliminaire de ce projet, (ii) au calendrier de mise en œuvre d'une telle opération si elle devait aboutir (période de 8 ans minimum à compter de la plantation pour l'hévéa) et (iii) à l'absence de prévisions chiffrées à ce stade.

Le plan d'affaires 2011-2045 (correspondant à la durée de vie des plus jeunes plants actuels) discuté avec le management de Bolloré se fonde sur : le budget 2012 transmis par SAFACAM (ainsi que des scénarii alternatifs de prix du caoutchouc détaillés ci-après) et, pour les années suivantes, sur un prix tendanciel de vente à partir de 2015 (tant pour le caoutchouc que pour l'huile de palme), des hypothèses de coût unitaire normatif établies sur la base d'une analyse historique, des estimations de rendement et de production préparées dans le cadre des travaux des commissaires aux comptes pour l'évaluation en norme IAS41 des actifs biologiques et enfin des hypothèses de plan de replantations permettant de maintenir l'actif biologique.

Sensibilité sur le prix du caoutchouc naturel en 2013

Le budget 2012 de SAFACAM a été approuvé lors du conseil d'administration du 27 octobre 2011 sur la base d'un prix moyen du caoutchouc de 2,9\$/Kg (au taux de change actuel). Il n'a pas fait l'objet de révision depuis. Le cours de l'hévéa se situe aujourd'hui à 2,6\$/Kg. Il a été procédé à des analyses de sensibilité sur le prix du caoutchouc naturel retenu pour 2013 par rapport à un scénario de prix stable, en ligne avec celui du budget 2012, notamment en fonction des indications données (ou confirmées) par les principaux producteurs de pneumatiques Michelin, Pirelli et Continental lors des présentations de leurs résultats semestriels au 30 juin 2012, à savoir : 4,05\$/Kg pour Michelin¹, 3,6\$/Kg pour Pirelli², 3,7\$/Kg selon Continental³, soit 3,8\$/Kg en moyenne.

¹ Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Michelin en date du 27 juillet 2012.

² Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Pirelli en date du 26 juillet 2012.

Sensibilité sur le prix tendanciel du caoutchouc naturel et de l'huile de palme

En l'absence de visibilité sur le prix du caoutchouc naturel et de l'huile de palme à moyen et long terme, les business plans intègrent comme hypothèse à horizon 2015 un retour à un niveau de prix égal à la moyenne observée sur les 10 dernières années, soit la méthode retenue dans le cadre de l'exercice d'évaluation en norme IAS 41 (1,9\$/Kg). Des analyses de sensibilité ont cependant été menées sur la base d'un prix tendanciel plus en ligne avec le cours actuel et correspondant à une moyenne historique (2,6\$/Kg).

(b) Détermination du taux d'actualisation

Le calcul du taux d'actualisation (CMPC) est fondé sur les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 1,52% (BUND 10 ans) ;
- Une prime de risque marché actions de 8,92% (prime de risque Associés en Finance en septembre 2012) ;
- Une prime de risque spécifique complémentaire Afrique de 3,0% afin de refléter la concentration de l'exposition sur le marché africain. Cette prime additionnelle est inférieure aux hypothèses retenues dans *l'impairment test* (5%) ;
- Un bêta « déléveragé » de sociétés cotées actives dans les plantations d'huile de palme et/ou d'hévéas (GMG, SIPH et SIPEF) ;
- Un levier cible nul.

Sur la base de cette approche, le CMPC ressort à 13,8% (inférieur au taux de 14,8% retenu dans la valorisation IAS41 des actifs biologiques de SAFACAM).

(c) Valeur terminale

Au-delà du plan d'affaires (soit 2045), le calcul de la valeur terminale est basé sur la méthode « Gordon-Shapiro », supposant la croissance à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif. La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1%, en ligne avec les comparables boursiers. On notera que, compte-tenu de la durée du plan (plus de 30 ans), la valeur terminale ne représente qu'environ 1% de la valeur totale.

(d) Résultat de la méthode

La méthode DCF conduit à une valeur d'entreprise sur la base du scénario budget 2012 de SAFACAM (y compris analyse de sensibilité sur le prix tendanciel à moyen terme et sur la fiscalité) de 31,0 à 37,1 millions d'euros, ce qui correspond à une fourchette de 56,3 à 64,2 euros par action pour SAFA.

Les analyses de sensibilité sur le prix du caoutchouc pour 2013 mentionnées ci-dessus conduisent à une fourchette élargie de 58,5 à 66,6 euros par action pour SAFA.

³ Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Continental en date du 2 août 2012.

3.3.2.4 Multiplés boursiers

La méthode des multiples des sociétés cotées comparables consiste à déduire des informations publiques sur les sociétés comparables des multiples de valorisation. Ces ratios sont ensuite appliqués aux résultats de la société cible pour estimer la valeur de ses fonds propres.

(a) Définition de l'échantillon

Il n'existe pas de sociétés directement comparables à SAFACAM en termes de mix d'activité et de focus géographique.

Nous avons néanmoins analysé :

- un large échantillon de sociétés principalement actives dans les plantations et la production d'huile de palme. L'échantillon comprend un nombre significatif de sociétés cotées ayant principalement des activités en Malaisie et en Indonésie (TSH Resources, Kwantas, Kulim, Sampoerna Agro, BW Plantation, Kencana Agri, New Britain Palm Oil) ainsi que deux sociétés cotées en Europe (Sipef et MP Evans) ; et
- un échantillon plus restreint de sociétés actives dans la production de caoutchouc naturel (GMG et SIPH, ainsi que plus marginalement Sipef). On notera que ces sociétés, notamment européennes, font l'objet d'une couverture très réduite par les analystes.

Ainsi que nous le détaillons ci-après, la comparabilité de ces sociétés avec SAFACAM reste très limitée.

(b) Limites de l'approche

L'échantillon des sociétés actives dans les plantations et la production d'huile de palme présentent de nombreuses limites pour valoriser SAFACAM :

- Les producteurs asiatiques sont généralement mondiaux (environ 70% de la production mondiale de caoutchouc naturel est assurée par la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie) alors que SAFACAM reste un petit producteur local ;
- Ils sont très diversifiés géographiquement alors même que SAFACAM n'opère que sur le marché camerounais ;
- En outre, ces acteurs asiatiques bénéficient de la croissance de la consommation en Chine et en Indonésie. SAFACAM ne produit qu'à destination du marché intérieur dont la consommation ne connaît qu'une croissance limitée (3% par an) ;
- les prix de vente de ces producteurs correspondent au prix du marché mondial (en dollar) alors que SAFACAM intervient dans le cadre d'un marché au prix règlementé et stable, a priori non dépendant du cours du dollar ;
- les sociétés asiatiques sont principalement cotées en Malaisie et Indonésie alors que SAFACAM est cotée à Douala avec de faibles volumes et un nombre d'investisseurs internationaux très limités.

Pour les raisons présentées ci-dessus, cet échantillon n'a donc pas été retenu pour valoriser SAFACAM.

Les comparables de l'échantillon des planteurs et producteurs de caoutchouc présentent également de nombreuses différences avec SAFACAM :

- **GMG :**
 - GMG a une stratégie d'intégration verticale avec une très forte capacité et donc une exposition au processing ce qui le place plus haut dans la chaîne de valeur que SAFACAM (prime de 20% sur le prix du latex par rapport au caoutchouc naturel) ;
 - Il est adossé (à 51%) au plus gros distributeur chinois de caoutchouc, Sinochem, ce qui lui donne un avantage compétitif très fort ;
 - Il est coté sur le marché de Singapour avec une couverture relativement faible par les analystes ;
 - Compte tenu de ces éléments, le multiple GMG n'a pas été retenu.
- **SIPEF :**
 - SIPEF a une exposition marginale au caoutchouc (13% du chiffre d'affaires vs. 78% huile de palme) et une présence faible en Afrique (environ 6% en Côte d'Ivoire).
 - Compte tenu des spécificités des conditions de vente pratiquées sur son marché interne par SAFACAM et de la déconnection de ces dernières par rapport aux évolutions du marché mondial de l'huile de palme, le multiple SIPEF n'a pas été retenu.
- **SIPH :**
 - SIPH bénéficie d'une taille bien supérieure à SAFACAM (chiffre d'affaires de 422 M€ en 2011 vs. 17 M€ pour SAFA) ;
 - Ce groupe est très diversifié géographiquement, notamment via des acquisitions, alors que SAFACAM est concentrée sur le Cameroun ce qui en fait un actif plus risqué et avec un potentiel de croissance plus limité ;
 - SIPH maîtrise sa commercialisation alors que SAFACAM a confié la commercialisation de son caoutchouc à un distributeur unique (Sogescol) ;
 - Enfin, il bénéficie pour partie d'une intégration aval, notamment dans le traitement du latex, contrairement à SAFACAM.
 - Compte tenu de ces limites, cette méthode a été analysée à titre illustratif avec un focus sur les multiples SIPH du fait de la forte sensibilité du résultat de SAFACAM au cours du caoutchouc.

(c) Calcul des multiples

Il a été retenu un consensus bâti à partir des analystes de recherche sur SIPH pour les années 2012-2014.

D'autre part, les hypothèses suivantes ont été retenues pour le calcul des valeurs d'entreprise :

- cours de bourse au 1^{er} octobre 2012 ;
- nombre d'actions en circulation (les actions autodétenues étant supposées annulées) dilué des stock options dans la monnaie ; nous avons considéré que les options étaient dans / hors la monnaie en fonction du cours de bourse et que les fonds à recevoir par exercice des options étaient intégralement destinés au rachat d'actions par la société au même cours de bourse (« treasury method ») ;
- sociétés consolidées par mise en équivalence assimilées à de la trésorerie et venant donc en déduction de la dette financière ;
- provisions assimilées à de la dette : il s'agit en particulier des provisions pour pensions et autres engagements envers le personnel.

(d) Multiplés retenus

Nous avons analysé plus particulièrement les multiples d'EBITDA et d'EBIT (les multiples de résultat net ne sont pas applicables en l'absence de résultat net par activité au niveau de SAFACAM). On notera que les multiples d'EBIT nous paraissent plus pertinents afin de tenir compte de niveaux d'intensité capitalistique différents notamment selon le mode de propriété ou de production (plantations ou achats externes). Les multiples d'EBITDA ont cependant également été analysés.

En raison de la forte hausse récente des cours du caoutchouc, qui restent à des niveaux historiquement très élevés et qui sont de nature à perturber l'analyse des multiples actuels des acteurs exposés au prix du caoutchouc, nous avons également procédé à une analyse de multiples historiques (2006-2011) afin de permettre une valorisation sur la base de multiples normatifs.

Les multiples ont été appliqués au budget 2012 transmis par SAFACAM mais des analyses de sensibilité ont également été réalisées selon les différents scénarii de prix du caoutchouc en 2013 (en ligne avec les analyses de sensibilité réalisées dans la méthode DCF).

Afin de valoriser la capacité de résultat récurrent de SAFACAM dans un contexte de marché normalisé, nous avons également estimé son résultat « normatif » sur la base du résultat opérationnel moyen 2006-2012 (c'est-à-dire y compris une année exceptionnelle comme 2011).

Les multiples boursiers de SIPH sont présentés ci-dessous :

Société	Prix	Devise	Capi. b. ajustée	EV	CA		EBITDA		EBIT	
					12/13	13/14	12/13	13/14	12/13	13/14
SIPH	68.1	E	345	388	0.96x	0.93x	3.6x	3.7x	3.9x	4.0x

Source IBES et estimations Mediobanca

(e) Résultat de la méthode

Sur la base d'une approche des multiples EV/EBITDA et EV/EBIT 2012/2013 et 2013/2014, l'action SAFA est valorisée entre :

- 62,9 et 70,0 euros sur la base du budget 2012 SAFACAM ;
- 72,6 et 76,5 euros sur la base du scénario de prix de caoutchouc basé sur le consensus des pneumaticiens (3,8\$/Kg) ;
- 67,8 et 69,2 euros sur la base de l'approche normative (multiples historiques).

Ces fourchettes ne sont cependant présentées qu'à titre illustratif compte tenu des limites évoquées ci-dessus.

3.3.2.5. Transactions comparables

Nous avons analysé les transactions réalisées ces dernières années sur les plantations d'huile de palme et de caoutchouc, notamment par les opérateurs cotés dans ces deux secteurs. On notera cependant que (i) il existe généralement peu d'informations publiques disponibles sur ces opérations, (ii) elles sont essentiellement intervenues en Asie sur des plantations d'huile de palme et (iii) il est difficile d'apprécier les caractéristiques de ces plantations (niveau de maturité, investissements de replantations nécessaires, rendements,...). Cette analyse a donc été réalisée à titre illustratif.

La valeur médiane par hectare ressort entre 6.988\$ et 7.647\$. Sur cette base, les plantations de SAFACAM seraient valorisées entre 50 et 55 millions d'euros, et la valeur de SAFA ressortirait dans une fourchette entre 72,4 et 76,3 euros par action.

3.4 Synthèse des résultats d'évaluation

Le prix d'Offre de 80 euros par action SAFA se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

	Prix par action SAFA (€/action)	Prime offerte par le prix d'offre de 80 €/action
Valorisation multi-critères (méthodes retenues)		
DCF:		
Bas de fourchette	56.3	42.1%
Haut de fourchette	66.6	20.2%
ANR sur base comptable	52.6	52.2%
ANR sur base cours de bourse SAFACAM	71.3	12.3%
Cours de bourse:		
Spot au 01/10/2012	45.0	77.8%
Moyenne pondérée - 1 mois	46.6	71.6%
Moyenne pondérée - 60 jours	46.5	72.1%
Moyenne pondérée - 3 mois	46.5	72.1%
Moyenne pondérée - 6 mois	46.3	72.7%
Moyenne pondérée - 1 an	45.5	75.8%
Cours plus haut - 1 an	52.5	52.4%
Cours plus bas - 1 an	42.1	90.2%
Achat plus haut fait par le Groupe Bolloré	52.0	53.8%

Le prix d'Offre de 80 euros par action SAFA (après distribution du dividende au titre de l'exercice 2011) se situe au-dessus des fourchettes d'estimations retenues dans le cadre de l'évaluation multicritère.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le cabinet Didier Kling & Associés a été désigné par le Conseil d'administration de SAFA lors de sa séance du 31 août 2012 en qualité d'expert indépendant afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix dans le cadre de l'Offre initiée par l'actionnaire contrôlant, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, la Société, avant le lancement de celle-ci.

Dans la perspective d'un retrait des actions SAFA du Marché Libre au sens de l'article 4.2 de la note d'organisation du Marché Libre et des valeurs radiées du marché réglementé du 29 mars 2010 et dans l'éventualité de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait conformément aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant s'est vu confier pour mission complémentaire celle de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de cet éventuel retrait, conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF. Cette mission s'inscrit dans le prolongement de la mission précédente qui lui avait été confiée dans le cadre de la présente Offre.

Le rapport établi par l'expert indépendant est reproduit ci-après :

« Au conseil d'administration de la Société Anonyme Forestière et Agricole (ci-après « SAFA »),

Dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat (ci-après « l'Offre ») initiée par la société COMPAGNIE DU CAMBODGE, portant sur les actions de la société SAFA, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil d'administration de la société SAFA en date du 31 août 2012, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée dans la perspective d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire suite à l'Offre Volontaire de Rachat, en application de l'article 261-1-I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil ; l'initiateur qui détient 46,79 % du capital social ayant des représentants au conseil d'administration de la cible.

Il est également rappelé que la COMPAGNIE DU CAMBODGE est membre du groupe Bolloré qui est également actionnaire et administrateur de la société Mediobanca di Credito Finanziario S.p.A. (« MEDIOBANCA »), banque conseil de la présente opération.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société SAFA dans le cadre de la présente Offre s'établit à 80 euros par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après. Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par les sociétés COMPAGNIE DU CAMBODGE et SAFA et leur banque conseil, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous

n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation de l'Offre
4. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre de la banque conseil
5. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société COMPAGNIE DU CAMBODGE est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance de droit français au capital de 23.508.870 euros, dont le siège social est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton à Puteaux (92 800), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Eurolist de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079659.

La COMPAGNIE DU CAMBODGE est un holding coté, filiale du groupe Bolloré.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société SAFA est une société anonyme à conseil d'administration de droit français au capital de 4.040.400,00 euros, dont le siège est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton à Puteaux (92800), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 409 140 530, et dont les actions sont admises aux négociations sur le Marché Libre de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060295.

Elle est une filiale du groupe Bolloré détenue directement par la COMPAGNIE DU CAMBODGE à hauteur de 46,8%. L'ensemble des actionnaires faisant partie du groupe Bolloré représente 87,94% du capital de la société, les 12,06% restant constituent le flottant.

La société est un holding coté dont le portefeuille de titres est composé des principales participations suivantes :

- une participation de 48,61% dans la société SAFA Cameroun (« SAFACAM »), société cotée au Cameroun depuis 2008 qui exploite environ 9.000 hectares de plantations, dont environ 4.900 hectares de palmiers et 4.100 hectares d'hévéas ;
- une participation de 13,62% dans la société Centrale de Représentation « SCR », holding financier, sous le contrôle du groupe Bolloré.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs

L'opération envisagée s'inscrit dans la continuité des opérations de simplification de la structure du groupe Bolloré. Elle permettra notamment de bénéficier d'économies de gestion d'un holding coté, et facilitera d'éventuelles réorganisations de structure interne.

L'opération comporte deux étapes :

- la présente Offre de rachat volontaire sur SAFA constituera la première étape;
- elle sera suivie d'une offre publique de retrait obligatoire si le seuil de 95% des droits de vote détenus par le groupe Bolloré est atteint à l'issue de la 1^{ère} étape.

1.2.2 Termes

Les actionnaires de SAFA ont la possibilité d'apporter leurs actions en contrepartie de 80 euros par action SAFA.

Le nombre de titres visé par l'Offre s'établit, à la date du 28 septembre 2012, à 69.633 actions et représente environ 12% du capital de SAFA.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable, membre de la compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française membre du réseau Crowe Horwath International.

L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opération d'apports-fusions, arbitrage, évaluation financière, expertise indépendante et expertise judiciaire.

Le cabinet peut se prévaloir d'une expérience significative dans les missions d'opinion intéressant des sociétés cotées. Il dispose des moyens techniques nécessaires à ces missions notamment en étant abonné à plusieurs bases de données.

Cette mission a été réalisée par Didier Kling, associé signataire, qui a été assisté par d'autres associés Dominique Mahias et Christophe Bonte. Ont aussi assisté à cette mission Hugues Morize et Amal Taour.

La revue indépendante a été effectuée par Guillaume Giné, du cabinet Didier Kling & Associés.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 12 derniers mois

Des missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 12 derniers mois. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

- Septembre 2011 : offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire de la société ALDETA initiée par ALTA BLUE.
- Avril 2012 : offre publique de retrait de Paris Orléans initiée par Rothschild Concordia et PO Gestion.

2.3 Déclaration d'indépendance

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L.233-3 du Code du commerce, au cours des dix-huit derniers mois,
- N'ont procédé à aucune évaluation des sociétés SAFA ou COMPAGNIE DU CAMBODGE au cours des dix-huit derniers mois, précédant la date de leur désignation,
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération au sens de l'article L.233-3 du Code du commerce,
- Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec la banque conseil.

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling & Associés est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Didier Kling & Associés au titre de la présente mission s'élève à 45 000 € euros, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

2.6.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- prise de connaissance générale ;
- analyse et compréhension du projet d'Offre;
- analyse de l'environnement juridique.

II Préparation de l'évaluation

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de SAFA et la banque conseil de Compagnie du Cambodge ;

- analyse du business plan ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation retenues et écartées

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Méthodes d'évaluation écartées pour la valorisation de SAFA :

- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Méthode de l'actualisation des flux de futurs de trésorerie (DCF) ;
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

Méthodes d'évaluation retenues pour la valorisation de la société SAFA :

- Cours de bourse :
 - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
 - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse.
- Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).
 - Calcul de l'ANR de SAFA après analyse de la valeur des titres composant son portefeuille :
 - Participation de 48,61% dans la SAFA Cameroun « SAFACAM » : évaluation multicritères selon les méthodes usuelles les plus pertinentes (cours de bourse, DCF et comparables boursiers à titre indicatif) ;
 - Participation de 13,62% dans la Société Centrale de Représentation « SCR » : évaluation sur la base d'un actif net réévalué.

IV Synthèse sur l'appréciation du prix d'Offre :

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur
- Conclusion sur le caractère équitable du prix de l'Offre

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par la banque conseil

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de SAFA a nommé Didier Kling & Associés en qualité d'expert indépendant le 31 août 2012.

Notre mission s'est déroulée du 10 septembre au 1^{er} octobre 2012. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 10 au 14 septembre 2012 : prise de connaissance, analyse du contexte, et réunion avec la banque conseil (MEDIOBANCA) ;
- du 14 au 18 septembre 2012 : préparation de l'évaluation et réunion avec les représentants du groupe SAFA et la banque conseil ;
- du 19 septembre au 1^{er} octobre 2012 : analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de comparables, travaux de valorisation ;
- Du 25 septembre au 1^{er} octobre 2012 : réunion de présentation du résultat de nos travaux avec les représentants de SAFA et de la banque conseil, rédaction du rapport.

Nous avons par ailleurs échangé au cours de cette mission par des courriels et des échanges téléphoniques avec SAFA, et la banque conseil.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

SAFA

Monsieur Emmanuel Fossorier, Président du conseil d'administration

Groupe Bolloré

Monsieur Cédric de Bailliencourt, Directeur Financier

Monsieur Thibaut de Rivoire, Directeur du contrôle de gestion

MEDIOBANCA, *Banque conseil*

Monsieur Olivier Biraud

Monsieur Pierre Foucry

Monsieur Andrea Gasparini

2.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été principalement les suivantes :

- Etats financiers sociaux et consolidés de SAFA au titre des années 2009, 2010 et 2011 ainsi que le rapport semestriel au titre du 1^{er} semestre 2012,
- Etats financiers de SAFACAM au titre des années 2009, 2010 et 2011 ainsi que des données semestrielles au titre du 1^{er} semestre 2012,
- Budget 2012 de la société SAFACAM approuvé lors du conseil d'administration du 27 octobre 2011,

- Informations juridiques et financières de SAFACAM qui nous ont été transmises par la direction financière de SAFA,
- Etude mise en œuvre afin de valoriser les actifs biologiques (IAS 41) dans le cadre de l'arrêté des comptes de SAFA au 30 juin 2012 et détaillant des prévisions (production annuelle d'huile de palme et d'hévéa, chiffre d'affaires et résultat d'exploitation) sur les plantations actuelles jusqu'à la date de la fin d'exploitation (soit 2045),
- Informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials et Thomson One* : cours boursiers historiques des sociétés et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des comparables boursiers,
- Projet de note d'information préparée conjointement par COMPAGNIE DU CAMBODGE et SAFA relatif à l'Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix de l'Offre.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE

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

3.1 Données structurant l'évaluation de SAFA

3.1.1 Référentiel comptable

La société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2011.

L'information financière semestrielle au 30 juin 2012 a fait l'objet d'un rapport sans réserve par les commissaires aux comptes.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation du groupe SAFA correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation.

Il n'existe aucune action en auto-détention ni de valeurs mobilières ayant un caractère dilutif.

Le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 577 200 actions.

3.1.3 Trésorerie nette ajustée

De la société SAFA :

Pour notre valorisation par l'ANR, nous avons intégré dans la trésorerie nette de SAFA inscrite dans ses livres au 30 juin 2012, les créances exigibles (dont le dividende de SAFACAM au titre de 2011) et les dettes à court terme.

La trésorerie nette ajustée de SAFA s'élève ainsi à 10.688 milliers d'euros.

De la société SAFACAM, dont les titres sont détenus par SAFA et qui constituent son principal actif :

Pour la détermination de la valeur d'entreprise de la société SAFACAM, dont la participation de SAFA dans son capital constitue le principal actif, nous avons intégré dans la trésorerie nette de SAFACAM inscrit dans ses livres au 30 juin 2012 :

- la créance au titre des avances de trésorerie consentie à une partie liée au groupe Bolloré ;
- d'autres actifs financiers ;
- des provisions pour risques et charges réputées décaissables ;
- la dette fiscale au 30 juin 2012, comprenant une estimation de l'impôt sur les sociétés au titre de l'activité du 1^{er} semestre 2012, et la retenue à la source sur le dividende versé au titre de l'année 2011.

Nous avons ainsi retenu, pour la détermination de la valeur de 100% des capitaux propres de SAFACAM (100%), une trésorerie nette « ajustée » de 6 704 milliers d'euros.

3.1.4 Plan à moyen terme (« PMT »)

Il est précisé que SAFA, en sa qualité de holding, ne dispose pas de plan d'affaires à moyen terme.

Notre valorisation de SAFACAM par l'actualisation des flux futurs de trésorerie, s'appuie sur :

- le budget 2012 approuvé lors du CA du 27 octobre 2011, lequel n'a pas fait l'objet d'une révision depuis cette date;
- le plan à moyen terme de SAFACAM sur une durée de 5 ans (31 décembre 2013 au 31 décembre 2017) établi par nos soins.

Ce PMT a été élaboré à partir de l'analyse retenue par SAFA pour la détermination de la valeur de ses actifs biologiques (IAS 41), dans le cadre de la préparation de ses comptes consolidés.

Cette analyse détaille l'évolution des plantations actuelles selon leur maturité et modélise, jusqu'à la date de la fin d'exploitation des plantations actuelles (soit 2045) :

- la production annuelle d'huile de palme et de caoutchouc selon des hypothèses de taux d'extraction ;
- le chiffre d'affaires selon un prix moyen normatif ;
- le résultat d'exploitation selon des hypothèses de rendement.

Dans la période des prévisions à 5 ans, nous avons retenu ces hypothèses :

- en ajoutant des investissements de replantations ;
- en retenant nos propres hypothèses en matière d'évolution des prix de l'huile de palme et de caoutchouc.

Les prévisions d'exploitation de SAFACAM résultent notamment d'hypothèses relatives :

- aux productions annuelles d'huile de palme et de caoutchouc et à l'évolution du chiffre d'affaires ;
- au niveau du taux de marge d'EBITDA (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) ;

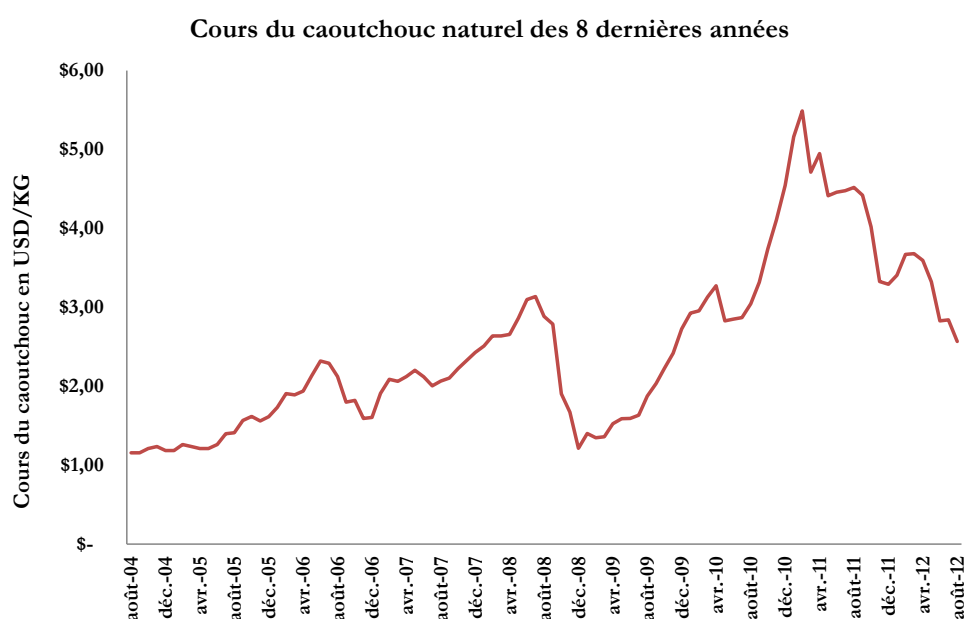
- aux amortissements et investissements.

3.1.5 Prix de marché (caoutchouc naturel et huile de palme)

Prix du caoutchouc naturel

L'activité du caoutchouc (hévéa) au Cameroun est uniquement destinée à l'exportation. Il n'existe pas de marché domestique. En conséquence, le prix du caoutchouc est soumis aux règles du marché mondial.

Les cours du caoutchouc naturel sont partiellement corrélés à ceux du pétrole et sont très dépendants de la santé du secteur automobile. Au cours de la période récente, les cours ont connu une forte hausse avec des niveaux très élevés atteints sur 2011. En effet, le cours moyen est passé de 3,26 \$/kg en 2010 à 4,39 \$/kg en 2011. A fin août 2012, le cours du caoutchouc naturel s'élève à 2,6 \$ /kg.



Il n'existe pas de notes d'analyse fiables sur les prévisions du cours de caoutchouc. Le secteur des pneumatiques représentant environ 65% des débouchés du caoutchouc naturel, certains producteurs pneumatiques publient des objectifs de cours.

Les fluctuations de prix de l'hévéa ont une incidence sur la valeur d'entreprise de SAFACAM.

Prix de l'huile de palme

Le secteur de l'huile de palme est un secteur majeur pour l'économie nationale. L'huile de palme constitue un produit de première nécessité utilisé dans l'alimentation, l'hygiène (savons) et les cosmétiques. Selon l'Union des Exploitants de Palmier à huile en 2011 (UNEXPALM), la production camerounaise d'huile de palme n'arrive pas à répondre à la demande nationale. Ce déficit est accentué par l'augmentation de la demande ainsi que celle des industries de savonnerie. La production de l'huile de palme par SAFACM est destinée au marché national uniquement.

Le prix de vente de l'huile de palme brute a été fixé par arrêté ministériel en 2008 à 450 KF CFA/T. Ce prix a été reconduit sur 2012.

Hypothèses retenues

Concernant le prix du caoutchouc au titre de 2012, nous avons retenu l'hypothèse intégrée dans le budget 2012 de SAFACAM, tel qu'approuvé lors du conseil d'administration du 27 octobre 2011, soit un prix moyen de caoutchouc de 2,9 \$/kg.

Le cours retenu pour le PMT (2013-2017) correspond à celui constaté à fin août 2012, soit 2,6 \$/kg, inflaté sur la durée du plan. En conséquence, le cours de caoutchouc retenu sur la période des prévisions anticipe une tendance à la hausse plus favorable que celle observée sur une longue période au travers des données historiques de l'activité de SAFACAM.

Concernant le prix de l'huile de palme, nous avons retenu un prix de vente de 445,76 K CFA/kg correspondant au prix moyen historique constaté au cours des années 2009 à 2011.

Un taux d'inflation de 2,15%, correspondant à la moyenne des taux d'inflation historiques observés sur 10 ans, a été appliqué sur la durée du plan d'affaires.

En définitive, notre scénario central est construit sur une hypothèse de cours des matières plus optimiste que celle du management de SAFA, elle-même fondée sur des anticipations de cours en ligne avec les données historiques.

Enfin, pour les besoins de l'évaluation, nous avons retenu une parité \$/€ de 0,77 correspondant au cours spot actuel et à la moyenne du cours sur un an.

En raison du caractère très structurant des hypothèses de cours du caoutchouc, nous avons effectué des analyses de sensibilité sur ce paramètre (-10%) ainsi que sur le cours du dollar (+/- 10%).

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthodes analogiques

Les méthodes de valorisation par analyse des « comparables boursiers » ou des transactions comparables consistent à appliquer aux agrégats de SAFA les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires, ou sur des transactions comparables.

Ces méthodes sont par nature inadaptées pour valoriser des sociétés holdings. Par conséquent, ces méthodes n'ont pas été mises en œuvre.

3.2.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de SAFA correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles actualisés au coût des capitaux engagés, à laquelle s'ajoute une valeur terminale.

La nature de l'activité de SAFA, société holding rend particulièrement complexe et peu pertinent l'exercice nécessaire de prévisions sur le moyen et long terme.

Nous n'avons donc pas retenu cette méthode.

3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

SAFA, sous le contrôle exclusif du groupe Bolloré, a historiquement distribué des dividendes sans définir une politique de distribution spécifique sur le plan d'affaires.

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

3.2.4 Méthode des cours cibles des analystes financiers

La société SAFA ne fait l'objet d'aucun suivi par des analystes financiers.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode du cours de bourse ;
- méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).

3.3.1 Méthode du cours de bourse

Les actions de SAFA sont cotées sur le Marché Libre de NYSE-Euronext à Paris.

3.3.1.1 *Analyse de la liquidité de l'action SAFA*

La répartition du capital de la société SAFA tel qu'elle figure dans la note d'opération est la suivante :

Nom du détenteur d'actions SAFA	Nombre d'actions	Pourcentage correspondant du capital et des droits de vote de la Société
Compagnie du Cambodge	270 084	46,79%
Financière du Champ de Mars	108 188	18,74%
Société Industrielle et Financière de l'Artois	69 159	11,98%
Bolloré SA	31 574	5,47%
Compagnie des Glénans	23 098	4,00%
Socarfi	5 395	0,93%
Société Bordelaise Africaine	29	0,01%
Financière V	20	0,00%
Bolloré Participations	20	0,00%
TOTAL "Groupe Bolloré"	507 567	87,94%
Vincent Bolloré	20	0,00%
Public ¹	69 613	12,06%
TOTAL	577 200	100,00%

¹ Par différence

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

	Titres échangés (moyenne)	Titres échangés (cumul)	Volumes cumulés ¹
Moyenne 10 jours	6	59	0,01%
Moyenne 1 mois	33	690	0,01%
Moyenne 6 mois	61	8 019	0,01%
Moyenne 1 an	44	11 545	0,01%

Source : Thomson 26/09/2012

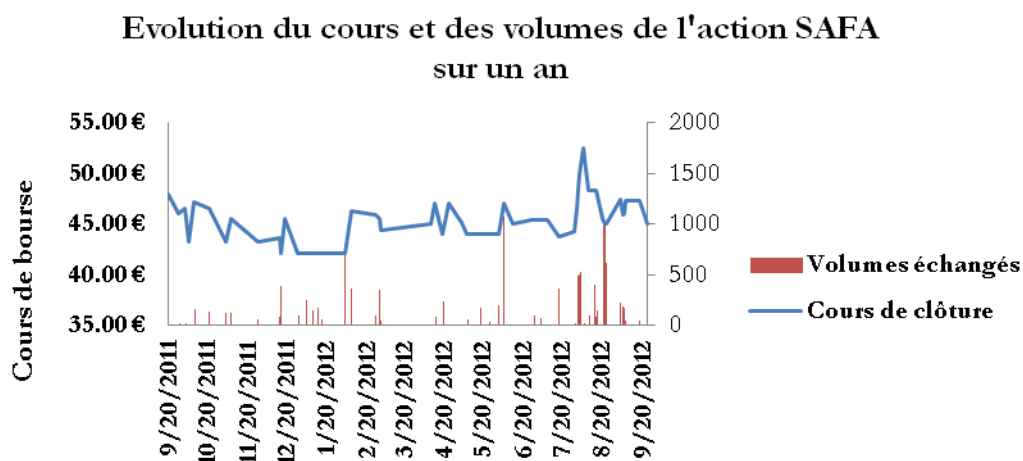
¹ Ratio entre le nombre échangés et le nombre total d'actions

Le nombre total de titres échangés représente, quelle que soit la période d'analyse retenue, 0,01% du nombre total de titres.

Au regard de ces données, nous pouvons donc considérer le titre SAFA comme très peu liquide ce qui est de nature à atténuer la pertinence de cette référence.

3.3.1.2 Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse sur une année est présentée ci-dessous :



Le tableau ci-dessous présente les différentes moyennes du cours de bourse sur la base du cours de clôture au 25/09/2012 (cours au 1/10/2012 identique).

	Valeur €/action
Au 01/10/2012	45,00
CMPV 1 mois	46,61
CMPV 3 mois	46,46
CMPV 6 mois	46,32
CMPV 1 an	45,51

CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes calculés à la date du 25/09/2012

Le prix d'Offre fait ressortir des primes par rapport à ces cours, se situant dans une fourchette de 71,63% à 77,78%.

3.3.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

Compte tenu de sa nature de société holding, nous avons considéré la méthode de l'ANR comme pertinente pour valoriser la société SAFA.

La méthode de l'ANR est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Elle consiste à évaluer, à la valeur de marché, les différents actifs et passifs inscrits au bilan de la société.

A titre indicatif, la valeur de la part du groupe dans les fonds propres consolidés au 30 juin 2012 de la société SAFA s'élève à 26,7 M€, soit une valeur de 46,2 euros par action.

3.3.2.1 *Présentation de la méthode*

La méthode de l'ANR consiste à évaluer séparément les principaux actifs de SAFA.

La somme des parties de SAFA est ainsi calculée comme la somme des éléments suivants :

- La valorisation de la participation directe de SAFA dans SAFACAM (48,61%);
- La valorisation de la participation directe de SAFA dans SCR (13,62%);
- La valorisation des autres actifs et passifs détenus par SAFA au 30 juin 2012.

Nous n'avons pas retenu de décote de holding en raison de l'absence de diversification du portefeuille d'investissements de SAFA, et du contrôle de celui-ci par le groupe Bolloré.

3.3.2.2 *Valorisation de la participation de SAFA dans SAFACAM*

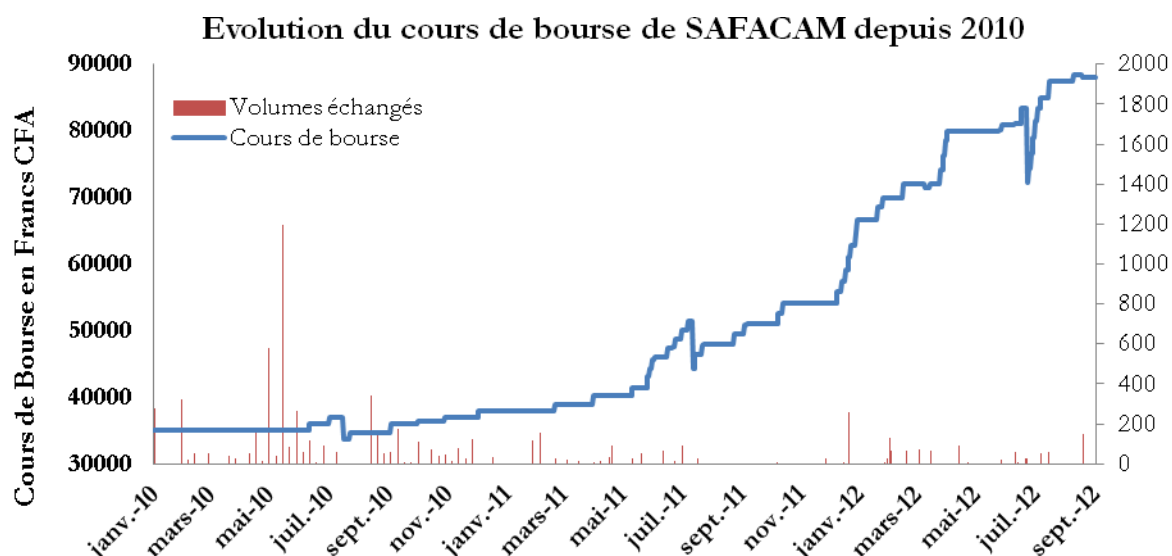
Nous avons retenu les méthodes suivantes pour la détermination de la valeur de SAFACAM :

- Le cours de bourse à titre principal ;
- L'actualisation des flux futurs de trésorerie à titre principal;
- Les multiples des sociétés comparables cotées à titre indicatif.

3.3.2.2.1 Valorisation de SAFACAM par le cours de bourse

La société SAFACAM, au capital de 414 000 titres, est cotée sur Douala Stock Exchange au Cameroun. Depuis le 9 juillet 2008. SAFA détient 48,61% du capital et le groupe Bolloré, dans son ensemble, 68,93%.

Le cours s'inscrit dans une tendance générale haussière depuis sa première cotation, plus particulièrement depuis début la fin du premier trimestre 2011.



871 titres ont été échangés depuis 1 an. Sur les périodes, 1 mois, 2 mois, 3 mois, le volume moyen échangé est inférieur à 5 actions par jour.

A notre connaissance, la société SAFACAM ne fait l'objet d'aucun suivi par des analystes financiers.

Dans ce contexte, l'efficacité du marché ne paraît pas avérée. Le cours de l'action constitue néanmoins, par nature, une référence pour l'appréciation de la valeur des fonds propres de SAFACAM.

Le tableau ci-dessous indique la valeur des capitaux propres de SAFACAM sur la base du cours au 1/10/2012 et de cours moyens pondérés à 1 mois, 2 mois et 3 mois :

	Valeur Francs CFA/action	Valeur des Capitaux propres (€)
Au 1/10/2012	88 001	55 540 603
CMPV 1 mois	88 000	55 539 972
CMPV 2 mois	87 008	54 913 870
CMPV 3 mois	85 461	53 937 652

CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes calculé à la date du 25/09/2012

La valeur de SAFACAM s'inscrit, selon cette méthode, dans une fourchette de 53,9 M€ à 55,5 M€, induisant une valeur de l'action SAFA entre 70,5 € et 71,8 €. Dans le cadre de notre rapport, nous retenons le cours de 88 000 F CFA ce qui induit une valeur par action de SAFA s'élevant à 71,8 €.

3.3.2.2.2 Valorisation de SAFACAM par l'actualisation des flux futurs de trésorerie

a) Présentation de la méthode

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

b) Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan de la société sur la période 2012-2017, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

$$\begin{aligned} & \text{EBITDA} \\ & - \text{Variation du BFR(+/-)} \\ & - \text{Investissements} \\ & - \text{Impôt} \\ & = \text{Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow} \end{aligned}$$

Le taux d'actualisation a été déterminé comme suit :

- Taux sans risque (base OAT 10 ans –source France Trésor)
- Prime de risque marché: Indice IDMidCaps (septembre 2012) confortée par la moyenne des taux retenus par les experts indépendants désignés dans le cadre des opérations d'offre publique entre le 20/06/2012 et le 4/09/2012 (source Observatoire ATH)
- Prime de risque pays : Zone Afrique centrée sur les pays à rating équivalent (source Damodoran)
- Béta : 1 en l'absence d'échantillon pertinent ;

Le coût moyen pondéré du capital correspond uniquement au coût des fonds propres en l'absence de dette et de levier cible.

Calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC)	
Béta Actif	1,0
Prime de risque	7,5%
Prime de risque spécifique	4,0%
Taux sans risque	2,25%
Coût des fonds propres	13,75%
WACC	13,75%

Dans ces conditions, le taux d'actualisation retenu s'élève à 13,75%.

Par ailleurs, selon le PMT qui sert de base à nos travaux d'évaluation, les principaux agrégats se caractérisent comme suit :

- Le chiffre d'affaires est en diminution sur les exercices 2012 à 2014 puis en augmentation à compter de l'exercice 2015. Cette évolution s'explique par le mix surface d'implantation/cours des matières premières.
- L'EBITDA, calculé sur la base du chiffre d'affaires, représente 53% de ce dernier.
- Les investissements retenus dans le plan d'affaires prennent en compte la replantation en remplacement des arbres en fin de maturité et les investissements industriels et sociaux (en % du CA sur la base des analyses historiques).

Enfin, la valeur terminale a été calculée selon le modèle de Gordon-Shapiro à partir d'un cash-flow disponible normatif, fondé notamment sur l'équilibre entre investissement normatif et dépréciation annuelle des actifs, et en retenant un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

c) Analyse des sensibilités

Nous avons orienté l'analyse de la sensibilité aux hypothèses vers deux axes :

- Le premier concerne la sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini ;
- Le second concerne la sensibilité au cours du caoutchouc et au cours du dollar.

Ces analyses font ressortir les valeurs suivantes :

Mesure de sensibilité aux hypothèses des taux WACC et de croissance à l'infini :

		WACC		
		13,50%	13,75%	14,00%
Taux de croissance	0,5%	70,3	69,8	69,3
	1,0%	71,3	70,8	70,5
	1,5%	72,4	71,8	71,3

Mesure de sensibilité aux hypothèses des cours du caoutchouc et du dollar :

		Cours du caoutchouc ¹	
		2,34	2,6
Parité USD/EUR	0,693	61,5	65,9
	0,770	65,9	70,8
	0,847	70,3	75,6

¹ \$/kg

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action SAFA entre 69,3 € (taux d'actualisation de 14% et croissance de 0,5%) et 72,4 € (taux d'actualisation de 13,5% et croissance de 1,5%).

L'analyse de sensibilité aux cours du caoutchouc et du dollar fait ressortir une valeur de l'action SAFA entre 61,5 € (parité \$/€ de 0,693 et cours de caoutchouc de 2,34 \$/kg) et 75,6 € (parité \$/€ de 0,847 et cours de caoutchouc de 2,6 \$/kg).

Par ailleurs, et à titre d'information, nous avons mené une analyse de sensibilité dans l'hypothèse où la Société bénéficierait d'un taux d'imposition réduit. En tenant compte d'un taux d'impôt minoré de 10%, la fourchette de valeur par action SAFA est bornée par une valeur basse de 64,0 € et une valeur haute de 81,1 €.

d) Synthèse des résultats

La valeur de l'action SAFA s'élève, selon les hypothèses centrales de cette méthode, à 70,8 € et s'inscrit dans une fourchette allant de 61,5 € à 75,6 €.

3.3.2.2.3 Valorisation indicative de SAFACAM par application de multiples de sociétés comparables cotées

La méthode des multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats de la société concernée les multiples des mêmes agrégats observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, pour déterminer, selon les agrégats choisis, la valeur de l'entreprise ou de ses fonds propres.

Nous avons retenu cette méthode à titre indicatif du fait de la difficulté à déterminer un échantillon de sociétés cotées dont les caractéristiques fondamentales seraient susceptibles de pouvoir être considérées comparables.

En effet, la société SAFACAM se caractérise notamment par les éléments suivants :

- Elle exploite près de 9 000 hectares de plantations de palmier (55%) et d'hévéas (45%) situés uniquement au Cameroun. Le mix produit est relativement équilibré.
- Concernant la production d'huile de palme, SAFACAM produit et commercialise sa production uniquement sur le marché national camerounais. Sur ce marché, le prix est réglementé par arrêté ministériel (450 KF FCA/T), prix autonome par rapport au cours mondiaux (en \$), et depuis 2010 significativement inférieur à ces derniers;
- Concernant l'activité « hévéa / caoutchouc », SAFACAM commercialise sa production via un distributeur unique et à destination d'un nombre restreint de clients ;
- Malgré l'apparent équilibre entre les deux activités, les résultats de SAFACAM sont particulièrement sensibles à l'activité « Hévéas » compte tenu de la forte volatilité du cours du caoutchouc naturel.

S'agissant des sociétés cotées agissant dans ces secteurs d'activité, il convient de souligner les limites suivantes :

- Elles sont de taille significativement plus importante et dépendent plus fortement d'une activité dominante (le caoutchouc ou l'huile de palme) ;
- Concernant l'activité « palmier / huile de palme », ces sociétés sont fortement implantées en Asie et bénéficient de la présence des investisseurs internationaux et du dynamisme du marché asiatique, notamment chinois. Les différents niveaux de résultats sont affectés par les variations des cours des matières premières et du dollar ;

- Concernant l'activité « hévéa / caoutchouc », les acteurs pré-identifiés, de taille très significativement supérieure (GMG Global, Sipef), ont une capacité de croissance et une répartition des risques probablement plus importantes que SAFACAM.

3.3.2.2.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

Nous avons retenu un échantillon composé de deux sociétés :

- La société SIPH cotée à Paris, filiale du groupe MICHELIN, a des plantations d'hévéas dans plusieurs pays d'Afrique et produit principalement du caoutchouc (94% du CA 2011, soit environ 397 M€ sur un chiffre d'affaires en 2011 s'élevant à 422M€). La société fait l'objet d'une couverture réduite par les analystes ;
- La société SOCFINAF cotée au Luxembourg, exploite 92 000 hectares de plantation (55% de palmiers et 45% d'hévéas), notamment au Liberia, en Côte d'Ivoire au Nigeria et au Cameroun. Nous n'avons pas connaissance de notes d'analystes sur la société.

	CA moyen (2008-2011)	(EBITDA /CA) moyen 2008-2011	(EBIT /CA) moyen 2008-2011
SAFACAM	19 M€	0,55	0,47
SIPH	299 M€	0,36	0,34
SOCFINAF	291 M€	0,49	0,44

Source Thomson : Datastream, IBES, Worldscope et plaquette annuelle

3.3.2.2.3.2 Choix des multiples

Nous avons retenu les multiples d'EBIT et d'EBITDA qui permettent d'extérioriser la rentabilité observée avant impact des charges financières.

Nous avons exclu les multiples de PER⁴ compte tenu des écarts de structure financière pouvant exister entre les sociétés comparables et les éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

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

	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	Moyenne 5 ans et 2 ans	N+1	N+2	Moyenne 5 ans et 2 ans	N+1	N+2
SIPH	X 3	nd	nd	X 3,2	X 2,9	X 4,9
SOCFINAF	X 3,4	nd	nd	X 4,6	nd	nd

Source Thomson : Datastream, IBES, Worldscope

Nous retiendrons un multiple de 3,2 de l'EBITDA et 4 de l'EBIT que nous appliquerons aux agrégats 2012 et aux agrégats normatifs tels qu'établis pour les besoins de l'évaluation par DCF.

La valeur de l'action SAFACAM par la méthode des comparables boursiers ressort ainsi, en moyenne, et à titre indicatif, à 66,3€.

PER : Price Earning Ratio

Un calcul de sensibilité selon les mêmes hypothèses que celles retenues pour l'appréciation de la valeur de l'action selon la méthode des DCF, met en évidence une fourchette de valeur, à titre indicatif, comprise entre 58,0€ et 69,8€.

3.3.2.2.4 Synthèse de la valorisation de la participation de SAFA dans SAFACAM

Les valeurs de l'action SAFA induites par la valorisation de SAFACAM sont récapitulées dans le tableau ci-dessous. Toutefois, il convient de noter, à titre indicatif, que la valeur de l'action SAFA s'élève à 66,3 € selon l'approche par les multiples boursiers :

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
DCF	61,5	70,8	75,6
Cours de bourse	na	71,8	na

3.3.2.3 Valorisation de la participation de SAFA dans la Société Centrale de Représentation (« SCR »)

3.3.2.3.1 Présentation de la société SCR

SAFA détient une participation de 13,62% dans la Société Centrale de Représentation « SCR », holding financier, contrôlé par le groupe Bolloré. Cette société détient - outre de la trésorerie, équivalents de trésorerie, actifs et passifs à court terme - une participation de 18,40% dans la société SOCFRANCE, elle-même holding financier sous contrôle du groupe Bolloré. Cette dernière détient, outre de la trésorerie, équivalents de trésorerie, actifs et passifs à court terme – deux participations, à savoir :

- 64,59% de la société Compagnie des Tramways du Var et du Gard, société cotée sous le contrôle du groupe Bolloré, laquelle détient notamment :
 - o 26,62% du holding financier coté Financière Moncey, contrôlé par le groupe Bolloré
 - o 14,02% du holding financier coté Compagnie des Tramways de Rouen – contrôlé par le groupe Bolloré.
- 6,84% de la Société Industrielle et Financière de l'Artois (SIF Artois), société cotée contrôlée par le groupe Bolloré. Cette société a une activité industrielle de fabrication et de commercialisation de terminaux spécialisés (IER) et une activité de holding financier au sein du groupe Bolloré.

3.3.2.3.2 Evaluation de la participation de SAFA dans SCR

Compte tenu de la nature de holding de SCR, nous avons procédé à l'évaluation de celle-ci sur la base de son actif net réévalué. Ce dernier a été déterminé, par cascade, sur la base des capitalisations boursières au 26 septembre 2012 (source Euronext) des sociétés présentées ci-dessus et du montant de la trésorerie (y compris les actifs équivalents et actifs et passifs à court terme) estimé au 30 juin 2012.

Sur la base :

- d'un montant de trésorerie de SOCFRANCE et de SCR de respectivement 1 400 k€ et 500 k€ ;

- d'une capitalisation boursière des sociétés Financière Moncey, Compagnie des Tramways de Rouen et SIF Artois s'élevant respectivement à 493,9 M€, 13,3 M€ et 703,0 M€ ;

la valeur de la participation de SAFA dans SCR s'établit à 3 550 milliers d'euros et représente un montant de 6,01€ par action SAFA. Une augmentation ou une baisse de 10% desdites capitalisations boursières porteraient la valeur par action de la participation de SAFA dans SCR à respectivement 6,59€ et 5,42 €.

3.3.2.4 Valorisation de la trésorerie nette et des autres actifs et passifs

Le montant figurant dans les livres de la société SAFA au 30 juin 2012, au titre de la trésorerie et des autres actifs et passifs, s'élève à 10 688 milliers d'euros et est composé de :

- 10767 K€ de trésorerie et équivalent
- (79 K€) de passif à court terme net.

S'agissant de trésorerie, le recours à la valeur comptable ressortant des livres de la Société nous semble pertinent.

4. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE DE LA BANQUE CONSEIL

Les travaux et conclusions de la banque conseil sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix de l'Offre, la banque conseil a retenu l'approche suivante pour valoriser l'action SAFA :

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

La banque conseil a écarté les méthodes d'évaluation suivantes :

- la méthode des rendements par actualisation des dividendes futurs ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consolidés.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes pour apprécier le prix offert.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Dans le cadre de son approche multicritère, la banque conseil a retenu les méthodes d'évaluation suivantes :

- Méthode du cours de bourse ;
- Méthode de l'actif net réévalué « ANR ».

Pour apprécier le prix proposé dans le cadre de l'Offre, la banque conseil a mis en œuvre une approche multicritères avec une méthode patrimoniale (méthode de l'ANR) et s'est référée au cours de bourse.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par la banque conseil nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 Référence au cours de bourse

La banque conseil a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par la banque reprend les cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an arrêtés au 1^{er} octobre 2012.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués et sur les différentes moyennes retenues. La banque souligne à juste titre les limites de cette méthode avec un flottant étroit (12,06%) et une liquidité du titre SAFA limitée.

4.2.2 La méthode de l'actif net réévalué « ANR »

La banque conseil a retenu la méthode de l'ANR pour apprécier le prix de l'Offre. Dans le cadre de cette méthode, la banque a évalué indépendamment les différents éléments composant le patrimoine de SAFA :

- les autres éléments d'actifs et de passifs ;
- la participation de 48,61% dans SAFACAM ;
- la participation de 13,62% dans SCR.

4.2.2.1 *Evaluation des autres éléments d'actifs et de passifs*

La valeur des autres actifs et passifs a été déterminée par référence aux valeurs ressortant des livres comptables de la société. Ces éléments n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

4.2.2.2 *Evaluation de la participation de SAFA dans SCR*

La participation dans SCR a été évaluée par la banque conseil sur la base de la capitalisation boursière des deux holdings cotés détenus indirectement via la société SOCFRANCE (Compagnie des Tramways du Var et du Gard et la Société Industrielle et Financière de l'Artois) ajustée de la trésorerie nette logée dans SCR et SOCFRANCE.

Cette approche est similaire à celle que nous avons retenue et conduit à une valeur proche de celle déterminée dans le cadre de nos propres travaux d'évaluation.

4.2.2.3 *Evaluation de la participation de SAFA dans SAFACAM*

4.2.2.3.1 *Choix des méthodes*

L'analyse multicritères effectuée par la banque conseil pour l'appréciation de la valeur de la participation de SAFA dans SAFACAM (participation de 48,61%) a été fondée sur les méthodes d'évaluation suivantes :

- le cours de bourse de SAFACAM ;
- l'actif net réévalué sur la base de l'évaluation des actifs biologiques de SAFACAM réalisée dans le cadre des travaux IAS 41 pour la clôture des comptes semestriels au 30 juin 2012 ;
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

La banque conseil a également présenté à titre illustratif les deux approches suivantes :

- l'application des multiples boursiers d'un échantillon de sociétés cotées comparables ;
- l'application des multiples implicites issus des transactions comparables.

4.2.2.3.2 Mise en œuvre de l'évaluation de SAFACAM par le cours de bourse

La banque conseil a retenu le cours de bourse tout en rappelant que SAFACAM présente un flottant limité de 20% et de très faibles volumes échangés.

La mise en œuvre de cette approche n'appelle pas de commentaire particulier de notre part et conduit à retenir une valeur proche de celle retenue dans la cadre de nos travaux d'évaluation.

4.2.2.3.3 Mise en œuvre de l'évaluation de SAFACAM par référence à IAS 41

Nous n'avons pas retenu dans nos travaux la valeur ressortant des actifs biologiques de SAFACAM, réalisée dans le cadre de la mise en œuvre de la norme comptable IAS 41, pour la clôture des comptes semestriels au 30 juin 2012.

Cette approche conduit à une valeur des capitaux propres de SAFACAM de 33 millions d'euros, soit une valeur induite de SAFA de 52,6 euros par action. Cette approche a le mérite d'apprécier la valeur des plantations actuelles mais, pour autant, elle ne permet pas d'apprécier pleinement le potentiel des surfaces d'exploitation dans la mesure où il n'est pas appréhendé de replantation pour les palmiers ou les hévéas en fin de vie. Enfin, cette méthode se limite à réévaluer les seuls actifs biologiques et ne conduit pas à revaloriser tous les éléments patrimoniaux, notamment les actifs incorporels.

On soulignera également que cette approche a été mise en œuvre :

- sur la base d'un taux d'actualisation de SAFACAM de 14,78%, soit un taux plus élevé que celui que nous avons retenu dans le cadre de notre approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- sur la base d'un prix du caoutchouc égal à la moyenne observée sur les 10 derniers années avec 1,9 \$/kg, soit un niveau de prix inférieur à celui que nous avons retenu dans le cadre de notre approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.2.2.3.4 Mise en œuvre de l'évaluation de SAFACAM par les multiples boursiers

En raison de l'absence de sociétés comparables à SAFACAM en termes de mix d'activités et de focus géographiques, la banque a présenté à titre illustratif une approche par les multiples boursiers conduisant à une valeur implicite par action de SAFA dans une fourchette allant de 63 à 77 euros.

Tout en soulignant les limites de cette approche, la banque conseil a mené l'analyse en considérant deux échantillons distincts :

- l'un composé de sociétés principalement actives dans les plantations et la production d'huile de palme ;
- l'autre, plus restreint, composé de sociétés actives dans la production de caoutchouc naturel (GMG et SIPH, ainsi que plus marginalement Sipef).

On soulignera que l'application des multiples boursiers (Ebit et Ebitda) conduit à une valeur par action de SAFA sensiblement supérieure à celles déterminées par la banque dans le cadre de son approche par les DCF.

Nous avons retenu dans notre approche un échantillon également restreint mais composé de SIPH et SOCFINAF. Notre étude conduit à des résultats inférieurs à ceux observés la banque conseil et a été présentée dans notre approche à titre indicatif.

4.2.2.3.5 Mise en œuvre de l'évaluation de SAFACAM par référence à des transactions comparables

Cette analyse a été réalisée par la Banque conseil à titre illustratif et la valeur induite de SAFA ressortirait dans une fourchette de 72 à 76 euros par action.

Dans le cadre de notre propre étude, nous n'avons pas jugé utile de retenir les résultats observés par référence à des transactions comparables dans la mesure où ces transactions concernent essentiellement des plantations sur des zones géographiques très différentes (Asie) et qu'il est particulièrement difficile d'apprécier les caractéristiques de celles-ci (notamment en termes de maturité ou de rendement).

4.2.2.3.6 Mise en œuvre de l'évaluation de SAFACAM par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles

La banque conseil a mis en œuvre cette méthode à partir d'un plan d'affaires 2013-2045.

Comme indiqué dans la note d'information, ce plan d'affaires se fonde :

- sur le budget 2012 transmis par SAFACAM avec des scénarii alternatifs de prix du caoutchouc et, pour les années suivantes, sur un prix tendanciel de vente à partir de 2015 (tant pour le caoutchouc que pour l'huile de palme),
- sur des hypothèses de coût unitaire normatif établies sur la base d'une analyse historique, des estimations de rendement et de production préparées dans le cadre des travaux des commissaires aux comptes pour l'évaluation conformément à la norme IAS41 relative aux actifs biologiques et enfin des hypothèses de plan de replantations permettant de maintenir l'actif biologique.

L'analyse a été mise en œuvre par la banque en distinguant différents scénarii pour le prix des matières sur la période des prévisions (2013-2045) :

- un prix du caoutchouc naturel au titre de l'année 2013 avec :
 - o un scénario de prix stable en ligne avec celui du budget 2012 (2,9 \$/Kg)
 - o un scénario en fonction des indications données par les principaux producteurs de pneumatiques (3,8 \$/kg).
- un prix tendanciel du caoutchouc naturel et de l'huile de palme à l'horizon 2015 et jusqu'en 2045 avec :
 - o un scénario avec un retour à un niveau de prix égal à la moyenne observée sur les 10 dernières années (1,9 \$/kg)
 - o un scénario plus en ligne avec le cours actuel et correspondant à une moyenne historique (2,6\$/Kg).

Dans les projections, il n'a pas été pris en compte de nouveaux investissements pour de nouvelles parcelles de plantation.

La méthodologie utilisée par la banque pour appréhender les flux de trésorerie actualisés est proche de celle que nous avons adoptée.

Le taux d'actualisation retenu par la banque conseil (13,8%) est quasiment identique à celui que nous avons déterminé (13,75%). Le cours du dollar retenu par la banque s'élève à 0,81 euros contre 0,77 euros dans notre propre analyse.

Toutefois, certaines modalités de mise en œuvre divergent en ce qui concerne :

- la durée de la période explicite des prévisions et la détermination de la valeur terminale ;
- les scénarii retenus concernant les prix des matières premières.

a) Durée des prévisions et détermination de la valeur terminale :

La banque a retenu comme durée de prévision une durée de 33 ans et correspondant à la durée de vie des plus jeunes plants actuels. Cette approche permet de s'appuyer sur les estimations de rendement et de production préparées pour l'évaluation en norme IAS41 des actifs biologiques. Cette approche conduit à une valeur terminale à l'issue de la période de prévisions (soit 2045) qui s'avère mécaniquement très faible (1% de la valeur des fonds propres de SAFACAM).

Sur un plan méthodologique et compte tenu des incertitudes inhérentes à un horizon lointain, nous avons considéré une durée plus courte avec une période explicite des prévisions de 5 ans ce qui a pour conséquence d'aboutir à une valeur terminale à l'issue de la période des prévisions (soit 2017) représentant 57% de la valeur des fonds propres de SAFACAM.

b) Les scénarii de prix des matières premières :

Le prix du caoutchouc étant un élément déterminant de la valeur par la méthode des flux de trésorerie actualisés, il nous est apparu important de montrer une analyse comparative des prix retenus sur différentes années des prévisions.

Analyse comparative du prix de l'huile de palme

Prix de l'huile de palme En Millier de FCFA/ T	Expert	Banque	
	indépendant	conseil	
		Haut	Bas
Budget 2012	450	450	450
2013e	460	450	450
2017e	490	500	450
Durée des prévisions	5 ans	33 ans	
Tx de croissance à l'infini	1% au-delà de 2017	1% au delà de 2045	

Analyse comparative du prix du caoutchouc naturel

Prix du caoutchouc naturel En \$ / kg	Expert indépendant		Banque conseil	
	Haut ⁽¹⁾	Bas ⁽²⁾	Haut ⁽³⁾	Bas ⁽⁴⁾
Budget 2012	2,9 \$/kg	2,9 \$/kg	2,9 \$/kg	2,9 \$/kg
2013e	2,6\$/kg	2,3 \$/kg	3,8 \$/kg	2,9 \$/kg
2017e	2,8 \$/kg	2,5 \$/kg	2,6 \$/kg	1,9 \$/kg
Durée des prévisions	5 ans		33 ans	
Tx de croissance à l'infini	1% au-delà de 2017		1% au delà de 2045	

(1) : Prise en compte du dernier cours connu à compter de 2013

(2) : Dernier cours connu avec un abattement de 10% à compter de 2013

(3) : Prix 2013 en ligne avec consensus 2012 des pneumaticiens et cours tendanciel à compter de 2015

(4) : Prix 2013 en ligne avec le budget 2012 et cours tendanciel à compter de 2015

Il apparaît que nous avons retenu un scénario plus optimiste que les anticipations du management de SAFA reprises par la banque conseil.

c) Taux d'impôt :

La banque présente les résultats déterminés selon la méthode des DCF, en prenant en compte des hypothèses de sensibilité de taux d'impôt (38,5% et 34%).

En synthèse, la valeur centrale que nous avons obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés de 70,8 euros par action SAFA s'avère supérieure aux valeurs extériorisées par la banque conseil et comprises entre 56,3 euros et 66,6 euros.

5. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-même et la banque conseil et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

En €/action	Banque Conseil	Expert Indépendant	Prime par rapport au prix de l'offre de 80€
Cours de bourse			
Cours de cotation	45,00	45,00	77,78%
CMPV 1 mois	46,60	46,61	71,64%
CMPV 3 mois	46,50	46,46	72,19%
CMPV 6 mois	46,30	46,32	72,71%
CMPV 12 mois	45,50	45,51	75,79%
Méthode de l'ANR			
DCF SAFACAM - Bas de fourchette	56,30	66,0	21,21%
DCF SAFACAM- Hypothèse centrale		70,8	12,99%
DCF SAFACAM - Haut de fourchette	66,60	76,0	5,26%
Cours de bourse SAFACAM	71,30	71,8	11,42%

CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- de 45,0 € à 46,61 € par action SAFA pour la méthode des cours de bourse, étant précisé que la pertinence de cette approche est atténuée par la faible liquidité observée sur le titre ;
- de 61,5 € à 75,6 € par action SAFA pour la méthode de l'Actif Net Réévalué (déterminé par référence à l'actualisation des flux de trésorerie futurs de SAFACAM) et qui constitue une référence à privilégier dans la mesure où celle-ci permet de mieux apprécier la rentabilité intrinsèque de la principale filiale de SAFA ;
- de 71,80 € par action SAFA pour la méthode de l'Actif Net Réévalué (sur la base du cours de bourse de SAFACAM), et qui constitue une référence qui ne peut valablement être écartée.

Nous observons que le prix de 80 € par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- présente des primes de 71,6% et de 77,8% en retenant la méthode du cours de bourse ;
- extériorise des primes de 5,8 % à 30% sur la méthode de l'Actif Net Réévalué.

Le prix de 80€ par action SAFA proposé pour la présente Offre, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires. »

Fait à Paris, le 2 octobre 2012
L'expert indépendant

Didier Kling
Cabinet Didier Kling & Associés

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SAFA

Les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 2 octobre 2012. Cinq membres étaient présents ou représentés.

La séance était présidée par Monsieur Emmanuel FOSSORIER en sa qualité de Président du Conseil d'administration. Le Président a rappelé les termes de l'Offre aux administrateurs, tels que repris dans la présente note conjointe à Compagnie du Cambodge et SAFA.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- du projet de note d'information conjointe contenant les caractéristiques de l'Offre et comprenant les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Mediobanca di Credito Finanziario S.p.A. ; et
- du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Didier Kling & Associés représenté par Monsieur Didier Kling, désigné par le Conseil d'administration de la Société.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre figure ci-après :

« Après en avoir débattu et connaissance prise du rapport de Mediobanca di Credito Finanziario S.p.A sur les termes de l'Offre et du rapport de Monsieur Didier Kling délivré en sa qualité d'expert indépendant et se prononçant sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, le Conseil d'administration constate notamment que :

- *le prix proposé de 80 euros par action de la Société fait ressortir une prime significative par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation pertinents ;*
- *les conditions financières de l'Offre sont intéressantes pour les actionnaires de la Société qui disposent ainsi d'une opportunité de liquidité immédiate à un prix attractif ;*
- *en cas de détention par le Groupe Bolloré de plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Compagnie du Cambodge envisage de mettre en œuvre une procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, conformément aux articles 237-14 et 237-16 du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 80 euros par action, correspondant au prix par action de l'Offre ; et*
- *la réalisation de l'Offre permettrait à la Société d'économiser les coûts de cotation boursière.*

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration conclut, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires, pour les motifs et selon les modalités et conditions exposées en séance et décrits dans la note d'information s'y rapportant.

En conséquence et compte tenu, notamment, de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre représente à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'administration de la Société décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil d'administration donne tous pouvoirs au Président-Directeur Général de la Société à l'effet de (i) finaliser la note d'information conjointe, (ii) finaliser et signer tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et (iii) plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures et faire tout le nécessaire dans le cadre de l'Offre. »

6. INFORMATIONS RELATIVES A SAFA

6.1 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

A la date de la présente note :

- Il n'existe aucun accords entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.
- Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

6.2 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu de l'article L. 233-12 du Code de commerce

La Société n'a pas connaissance, à la date de la présente note, d'autres actionnaires que ceux indiqués dans la Section 1.1.1.1.

6.3 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

A la date de la présente note, il n'existe aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.4 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.5 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société.

Les dispositions statutaires y afférentes sont les suivantes :

« Article 13- Conseil d'Administration

1. Composition

La Société est administrée par un Conseil d'Administration de trois membres au moins et de dix huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

2. Nomination des Administrateurs

Les Administrateurs sont nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire. La durée de leurs fonctions est de trois années.

Le nombre d'Administrateurs, personnes physiques, et de représentants permanents de personnes morales, âgés de 75 ans, ne pourra pas dépasser - à la date de la première Assemblée Générale

Ordinaire qui sera réunie après qu'ils auront atteint cet âge - le tiers, arrondi au chiffre immédiatement supérieur, des Administrateurs en fonction.

Lorsque cette proportion est dépassée, le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Le Conseil peut procéder à des nominations provisoires dans les cas et sous les conditions prévus par la loi.

3. Actions de garantie

Chaque Administrateur doit être propriétaire d'une (1) action au moins pendant toute la durée de son mandat.

4. Présidence du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration élit parmi ses membres un Président sous les conditions prévues par la loi. Son mandat peut être renouvelé conformément aux prescriptions légales.

Le Président du Conseil d'Administration exerce les missions qui lui sont conférées par la loi et notamment veille au bon fonctionnement des organes de la société. Il préside le Conseil d'Administration, en organise les travaux et s'assure que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Quelque soit la durée pour laquelle elles lui ont été conférées, les fonctions du Président prennent fin de plein droit, au plus tard, à l'issue de la première Assemblée Générale Ordinaire tenue après la date à laquelle il a atteint l'âge de 99 ans révolus.

Le Conseil peut désigner parmi ses membres, un ou plusieurs Vice Présidents chargés de présider les séances du Conseil en cas d'absence ou d'empêchement du Président.

A défaut, cette présidence incombe à un membre du Conseil spécialement désigné par ses collègues à chaque séance.

Le Conseil peut nommer également un secrétaire qui peut être pris en dehors des membres du Conseil. »

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

Les dispositions statutaires y afférentes sont les suivantes :

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

Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Les Assemblées Générales Extraordinaires délibèrent valablement dans les conditions prévues par la loi.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance dans le délai prescrit. »

6.6 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose de délégations toujours en cours de validité, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 10 juin 2011 et qui sont résumées dans le tableau ci-après :

<u>Première Résolution :</u>	
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	Les augmentations de capital ne pourront dépasser 2.000.000 euros . Montant nominal des valeurs constituant des titres d'emprunt ne pourra excéder 50.000.000 euros . <u>Validité de l'autorisation</u> : vingt-six mois à compter de la date de l'Assemblée générale extraordinaire (jusqu'au 10 août 2013).
<u>Deuxième Résolution :</u>	
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	Les augmentations de capital ne pourront dépasser 2.000.000 euros . <u>Validité de l'autorisation</u> : vingt-six mois à compter de la date de l'Assemblée générale extraordinaire (jusqu'au 10 août 2013).
<u>Troisième Résolution :</u>	
Délégation de pouvoir consentie au Conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation de capital limitée à 10% du capital visant à rémunérer des apports de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	<u>Validité de l'autorisation</u> : vingt-six mois à compter de la date de l'Assemblée générale extraordinaire (jusqu'au 10 août 2013).
<u>Quatrième Résolution :</u>	
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions réservées aux salariés	1% du capital. <u>Validité de l'autorisation</u> : vingt-six mois à compter de la date de l'Assemblée générale extraordinaire (jusqu'au 10 août 2013).

Aucune des délégations susmentionnées n'a été utilisée à la date de la présente note.

6.7 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

- 6.8 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

- 6.9 Intentions des membres du Conseil d'Administration de SAFA

Les membres du Conseil d'administration ont l'intention de conserver au moins une action de la Société, conformément aux statuts de la Société.

7. PROCEDURE MISE EN ŒUVRE RELATIVE AUX TITRES NON RECLAMES

Suite à une opération de conversion obligatoire au nominatif des titres de SAFA, au jour de la présente note, 4.175 actions n'ont pas été réclamées par leurs titulaires, au sens de l'article L. 228-6 du Code de commerce.

Dans le cadre de la procédure envisagée à l'article L. 228-6 du Code de commerce et conformément à l'article R. 228-11 dudit Code (dans sa rédaction en vigueur au 1^{er} octobre 2003), SAFA a procédé à la publication le 1^{er} octobre 2003, dans l'AGEFI, d'un avis mettant en demeure les intéressés de faire valoir leurs droits dans un délai de deux ans à compter de cette publication. Cet avis informait également les intéressés qu'à l'issue de ce délai de deux ans, les propriétaires d'actions au porteur ne pourraient plus prétendre qu'à la répartition en numéraire du produit net de la vente des titres SAFA non réclamés et que les fonds seraient tenus à la disposition des ayants droit durant dix ans sur un compte bloqué ouvert auprès du Crédit Industriel et Commercial – CIC, 6 avenue de Provence, 75452 paris Cedex 09.

Le Conseil d'administration a décidé en date du 2 octobre 2012 de procéder à la mise en vente des 4.175 titres non réclamés selon les modalités décrites ci-après.

Jusqu'au 23 octobre 2012, la Société saisira toute offre qui lui assurerait la possibilité de vendre ces titres SAFA pour un prix supérieur à celui de l'Offre sans condition ni délai.

Puis, au 24 octobre 2012, ceux des titres qui n'auraient pas ainsi été vendus seront adjugés à l'Initiateur dans le cadre d'un apport à l'Offre. Ainsi, les ayants-droits des titres non réclamés bénéficieront-ils des garanties d'une adjudication au meilleur offerant.

Conformément à l'article R. 228-11 du Code de commerce, et ce quelle que soit l'identité de l'acquéreur des titres non réclamés, SAFA conservera le produit net de la vente des titres à disposition des ayants droits pendant dix ans dans un compte bloqué auprès du Crédit Industriel et Commercial – CIC, 6 avenue de Provence, 75452 paris Cedex 09.