

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE
SOCIETE ANONYME FORESTIERE ET AGRICOLE – SAFA

INITIEE PAR LA SOCIETE
COMPAGNIE DU CAMBODGE

PRESENTEE PAR



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

TERMES DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT :

Prix : 80 euros par action Société Anonyme Forestière et Agricole – SAFA

Durée de l'offre : **10 jours de négociation**

AVIS IMPORTANT

A l'issue de la présente offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions SAFA qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre à la société Compagnie du Cambodge, moyennant une indemnisation de 80 euros par action SAFA, nette de tous frais.



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire du 27 novembre 2012, apposé le visa n° 12-574 en date du 27 novembre 2012 sur la présente note d'information conjointe. Cette note a été établie conjointement par Compagnie du Cambodge et SAFA et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.com), de SAFA (www.safa-forestiere-agricole.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais par les actionnaires de 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

47, Quai d'Austerlitz
75648 Paris Cedex 13
France

www.natixis.com

**Mediobanca Banca di Credito
Finanziario S.p.A.**

Succursale de Paris
43, rue de la Bienfaisance
75008 Paris
France

www.mediobanca.it

CM – CIC Securities

6, avenue de Provence
75009 Paris
France

www.cm-cics.com

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables des sociétés SAFA et Compagnie du Cambodge ont été déposées auprès de l'AMF. Ces informations qui font l'objet de deux documents d'information spécifiques établis par SAFA et Compagnie du Cambodge ont été mises à la disposition du public selon les mêmes modalités que la note d'information conjointe.

Table des Matières

1.	PRESENTATION DE L’OFFRE	3
1.1	Contexte et motifs de l’Offre	3
1.1.1	Contexte de l’Offre	3
1.1.2	Motifs de l’Offre.....	4
1.2	Intentions de l’Initiateur pour les douze mois à venir.....	5
1.2.1	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière.....	5
1.2.2	Intentions de l’Initiateur en matière d’emploi	5
1.2.3	Composition des organes sociaux et de la direction de SAFA.....	5
1.2.4	Intérêt de l’Offre pour les deux sociétés et leurs actionnaires – Synergies – Gains .	5
1.2.5	Fusion – Réorganisation juridique	6
1.2.6	Politique de distribution de dividendes	6
2.	CARACTERISTIQUES DE L’OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	6
2.1	Termes de l’Offre et du Retrait Obligatoire.....	6
2.2	Nombre d’actions susceptibles d’être apportées dans le cadre de l’Offre.....	6
2.3	Modalités de l’Offre et du Retrait Obligatoire.....	7
2.3.1	Modalités de l’Offre	7
2.3.2	Le Retrait Obligatoire.....	8
2.4	Calendrier indicatif de l’Offre	9
2.5	Restrictions concernant l’Offre à l’étranger.....	10
2.6	Régime fiscal de l’Offre et du Retrait Obligatoire.....	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
2.7	Financement et coûts de l’Offre et du Retrait Obligatoire.....	13
2.8	Accords susceptibles d’avoir une incidence significative sur l’appréciation ou l’issue de l’Offre	13
3.	ELEMENTS D’APPRECIATION DE L’OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	14
4.	RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	28
5.	COMPLEMENT AU RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L’OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D’UN RETRAIT OBLIGATOIRE	53
6.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE SAFA	56
7.	INFORMATIONS RELATIVES A SAFA (ARTICLE L.225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)	57
7.1	Restrictions à l’exercice du droit de vote et aux transferts d’actions	57
7.2	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.....	57
7.3	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	57
7.4	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d’actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	57
7.5	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts.....	57
7.6	Pouvoirs du Conseil d’administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat d’actions	59
7.7	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	59
7.8	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.....	59
7.9	Intentions des membres du Conseil d’administration de SAFA.....	60
8.	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT SAFA	60
9.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D’INFORMATION ..	60
9.1	Pour la société Compagnie du Cambodge.....	60
9.2	Pour la société SAFA.....	60
9.3	Pour la présentation de l’Offre et du Retrait Obligatoire.....	60

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, 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 de leurs actions SAFA au prix unitaire de 80 euros dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre** ») qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SAFA autres que celles détenues par Compagnie du Cambodge, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à Compagnie du Cambodge moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre (soit 80 euros par action), nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (l'« **Etablissement Présentateur** »), agissant par l'intermédiaire de sa succursale à Paris, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

L'Offre étant déposée d'un commun accord entre la Société et l'Initiateur, la présente note d'information est établie conjointement.

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 Historique de la participation du Groupe Bolloré dans 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.

Le 3 octobre 2012, Compagnie du Cambodge a lancé, conformément à la note d'organisation du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris en date du 29 mars 2010, une offre volontaire de rachat (l'« **Offre Volontaire de Rachat** ») sur les actions de la Société qu'elle ne détenait pas directement, indirectement ou de concert avec les sociétés du Groupe Bolloré (soit 69.633 actions représentant 12,06% du capital et des droits de vote de SAFA).

L'Offre Volontaire de Rachat s'est clôturée le 6 novembre 2012. A l'issue de l'Offre Volontaire de Rachat, Compagnie du Cambodge a acquis 176.649 actions SAFA (dont 63.000 actions acquises auprès d'actionnaires extérieurs au Groupe Bolloré) et détient donc, à la date de la présente note, directement, indirectement ou de concert avec les autres sociétés du Groupe Bolloré actionnaires de SAFA 570.567 actions SAFA représentant 98,85% du capital et des droits de vote de SAFA.

1.1.1.2 Répartition du capital et des droits de vote de SAFA

A la date de la présente note, la répartition du capital social et des droits de vote de SAFA est la suivante :

Actionnaires	Actions et droits de votes	Pourcentage du capital et des droits de vote
Compagnie du Cambodge	446.733	77,40%
Société Industrielle et Financière de l'Artois	69.159	11,98%
Bolloré SA	31.574	5,47%
Compagnie des Glénans	23.098	4,00%
Financière du Champ de Mars	1	0,00%
Financière V	1	0,00%
Bolloré Participations	1	0,00%
Sous-total du Groupe Bolloré	570.567	98,85%
Autres actionnaires	6.633	1,15%
TOTAL	577.200	100%

Compagnie du Cambodge est, pour le compte de l'ensemble des sociétés du Groupe Bolloré susvisées, le seul initiateur de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou de concert avec les autres sociétés du Groupe Bolloré actionnaires de SAFA, représentant 1,15% du capital et des droits de vote de SAFA, soit, à la date de la présente note, 6.633 actions de SAFA.

1.1.2 Motifs de l'Offre

La Société figure sur la liste des sociétés figurant le 1^{er} juillet 1998 au relevé quotidien du Hors Cote dont les titres ont été radiés d'un marché réglementé (communiqué 198C0583 du Conseil des marchés financiers en date du 1^{er} juillet 1998). Les actions SAFA sont négociées sur le Marché Libre de NYSE-Euronext Paris depuis le 4 janvier 1999 et, ayant cessé d'être négociées sur un marché réglementé, sont susceptibles de faire l'objet des procédures prévues au 3^o de l'article 33 de la loi n°96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financière (tel qu'explicité par l'article L. 433-4 I 1^o du Code monétaire et financier et l'article 236-3 du règlement général de l'AMF).

L'opération s'inscrit dans le cadre de la poursuite de la simplification des structures du Groupe Bolloré. Souhaitant acquérir le solde du capital de la Société et offrir une opportunité de retrait immédiate aux actionnaires minoritaires de SAFA à des conditions de prix attractives et dont le caractère équitable est attesté (voir le rapport de l'expert indépendant figurant à la Section 4 de la présente note), l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires de SAFA ne représentant pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de SAFA.

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 Volontaire de Rachat ainsi que sur le caractère équitable de ce prix en tant qu'indemnisation d'un éventuel retrait obligatoire, conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Pour la délivrance de l'appréciation du prix dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire, l'expert indépendant a effectué les diligences visées à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et dans 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). Le rapport délivré dans le cadre de la présente Offre le 9 novembre 2012 conclut au caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

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

La présente Offre, suivie par la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, vise à offrir 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.

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 dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire sont présentés en Section 3 de la présente note et le rapport de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire, est reproduit en Section 4 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 Politique de distribution de dividendes

1.2.6.1 Politique de dividende de SAFA

A l'issue de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire, 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.

1.2.6.2 Politique de dividende de Compagnie du Cambodge

L'Offre et le Retrait Obligatoire ne modifient pas la politique de dividende de Compagnie du Cambodge.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de Compagnie du Cambodge, a déposé le 9 novembre 2012 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions SAFA non encore détenues à ce jour directement ou indirectement par l'Initiateur ou de concert avec les autres sociétés du Groupe Bolloré actionnaires de SAFA.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de SAFA à acquérir, au prix de 80 euros par action, toute action SAFA qui serait présentée à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation. A la clôture de l'Offre, les actions SAFA visées par l'Offre qui n'auront pas été apportées à celle-ci seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre au profit de l'Initiateur, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 80 euros par action SAFA, nette de tous frais.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., en qualité d'Etablissement Présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées dans le cadre de l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note, le Groupe Bolloré détient 570.567 actions de la Société, représentant 98,85% de son capital et de 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 ou indirectement par l'Initiateur ou de concert avec les autres sociétés du Groupe Bolloré actionnaires de SAFA, représentant 1,15% du capital et des droits de vote de SAFA, soit, à la date de la présente note, 6.633 actions SAFA.

A la date de la présente note, et à 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 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire

2.3.1 Modalités de l'Offre

Le 9 novembre 2012, un projet d'Offre a été déposé et un projet de note d'information conjointe a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) sous le numéro D&I212C1486 le 9 novembre 2012.

Conformément aux dispositions des articles 231-16 III et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre, soumis à l'AMF préalablement à sa diffusion, a été diffusé par l'Initiateur et SAFA le 9 novembre 2012 selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF et mis en ligne sur leurs sites Internet respectifs (www.compagnie-du-cambodge.com pour l'Initiateur et www.safa-forestiere-agricole.com pour SAFA).

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre suivie du Retrait Obligatoire, emportant visa de la présente note, après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la note d'information conjointe est tenue gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés SAFA et Compagnie du Cambodge et auprès de l'Etablissement Présentateur, Natixis et CM - CIC Securities et est mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.com) et de SAFA (www.safa-forestiere-agricole.com).

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.com) et sont à la disposition du public. Des exemplaires de ces documents sont également disponibles gratuitement au siège social de Compagnie du Cambodge, de l'Etablissement Présentateur et de Natixis.

La note d'information conjointe visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SAFA (www.safa-forestiere-agricole.com) et sont mises à la disposition du public. Des exemplaires de ces documents sont également disponibles gratuitement au siège social de SAFA, de CM-CIC Securities et de Natixis.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents a été publié conjointement par l'Initiateur et SAFA selon les modalités prévues à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et NYSE-Euronext Paris publiera un avis annonçant les

modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, notamment la date de sa prise d'effet.

Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

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 apporter 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 au transfert de propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions SAFA apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à cette condition.

L'Offre s'effectuant par achat sur le marché, le règlement-livraison 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 prestataire de services d'investissement acheteur agissant pour le compte de Compagnie du Cambodge est Natixis, 47 Quai d'Austerlitz, 75648 Paris Cedex 13.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions SAFA visées par l'Offre qui n'auront pas été apportées à celle-ci seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre au profit de l'Initiateur, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 80 euros par action SAFA, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société un avis informant le public du Retrait Obligatoire.

Le montant de l'indemnisation sera versé le 14 décembre 2012 par Compagnie du Cambodge sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Natixis, centralisateur des opérations d'indemnisation. Euroclear France clôturera le code de négociation FR0000060295 des actions SAFA ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions SAFA. Natixis, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions SAFA de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Natixis pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire (soit le 14 décembre

2012) et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions SAFA seront radiées du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris dès le lendemain de la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

2.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE-Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture de l'Offre annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre. Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif :

9 novembre 2012	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF - Communiqué de presse conjoint publié par SAFA et Compagnie du Cambodge - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de SAFA (www.safa-forestiere-agricole.com) et de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.com) du projet de note d'information conjointe
27 novembre 2012	<ul style="list-style-type: none"> - Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe et publication de la déclaration de conformité par l'AMF
29 novembre 2012	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège social de Compagnie du Cambodge, de l'Etablissement Présentateur et de Natixis et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Compagnie du Cambodge (www.compagnie-du-cambodge.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et du document relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Compagnie du Cambodge - Mise à disposition du public au siège de SAFA, de l'Etablissement Présentateur et de Natixis et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SAFA (www.safa-forestiere-agricole.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et du document relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SAFA - Diffusion du communiqué conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SAFA et de Compagnie du Cambodge
30 novembre 2012	Ouverture de l'Offre
13 décembre 2012	Clôture de l'Offre
14 décembre 2012	<ul style="list-style-type: none"> - Publication du résultat de l'Offre par l'AMF - Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions SAFA du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris.

2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et 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, y compris, le cas échéant, en violation de la directive 2003/71/CE dite Prospectus, telle que transposée au sein de chaque Etat-Membre de l'Espace Economique Européen. Les actionnaires de SAFA situés ailleurs qu'en France 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'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.

La présente note ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente note, et aucun autre document relatif à la note ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de SAFA ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de Compagnie du Cambodge, à la discrétion de cette dernière.

La présente note ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2.6 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire

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, plusieurs mesures fiscales sont en cours de discussion devant le Parlement et pourraient, si elles sont adoptées de manière définitive, 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.

2.7 Financement et coûts de l'Offre et du Retrait Obligatoire

Le montant maximum de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire est de 530.640 euros, correspondant à l'acquisition de 6.633 actions SAFA au prix unitaire de 80 euros par action, étant précisé que la totalité des actions SAFA apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

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

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimée à environ 780.640 euros et sera financé par l'Initiateur 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.

2.8 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.

A l'exception de ce qui est indiqué dans la présente note, ni Compagnie du Cambodge ni SAFA n'ont connaissance d'intérêts pouvant influencer sensiblement sur l'Offre ou le Retrait Obligatoire.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le prix proposé par Compagnie du Cambodge dans le cadre de l'Offre est fixé à 80 euros par action SAFA (prix offert dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat) et l'indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire est fixée à un montant égal au prix de l'Offre, soit 80 euros par action SAFA, nette de tous frais.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et de l'indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire figurant ci-dessous ont été préparés par Mediobanca Banca 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 Bolloré et le plan d'affaires préparé par SAFA afin de refléter ses derniers développements stratégiques. Il n'entraîne 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 trois 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) ; (ii) du prix de 80 euros par action proposé par Compagnie du Cambodge dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat ouverte du 3 octobre au 6 novembre 2012 inclus au terme de laquelle la détention du Groupe Bolloré est passée de 87,94% à 98,85% du capital et des droits de vote SAFA et (iii) 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 ; et

- 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.

SAFA détient une participation minoritaire dans SCR, qui elle-même ne détient comme actif significatif que des participations indirectes et minoritaires (via une participation minoritaire SOCFRANCE) dans Compagnie des Tramways du Var et du Gard et dans Société Industrielle et Financière de l'Artois (respectivement 1,6% et 0,2% du capital – intérêts économiques). En dehors de ces participations, SCR et SOCFRANCE ne détiennent pas d'autres actifs significatifs susceptibles de valorisation. On notera que les VNC des participations de SCR dans SOCFRANCE et de SOCFRANCE dans Compagnie des Tramways du Var et du Gard et dans Société Industrielle et Financière de l'Artois sont négligeables. La participation de SAFA dans SCR a été, réévaluée par transparence sur la base de la capitalisation boursière de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et Société Industrielle et Financière de l'Artois ajustée de la trésorerie nette logée dans SCR et SOCFRANCE. Il n'a pas été procédé à une évaluation intrinsèque de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et de Société Industrielle et Financière de l'Artois pour lesquelles seul le cours de bourse a été retenu comme référence de valorisation. On notera cependant, que (i) il existe, malgré une liquidité limitée, une forte corrélation des cours de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et de Société Industrielle et Financière de l'Artois au cours des actions Bolloré qui constituent, indirectement, un des principaux actifs sous-jacents (voir graphique ci-dessous) ; (ii) les cours de ces sociétés retenus dans la valorisation se situent à leur plus haut niveau historique depuis 3 ans ; (iii) en dépit du fait qu'entre SAFA et Compagnie des Tramways du Var et du Gard et Société Industrielle et Financière de l'Artois, il existe deux holdings non cotés qui s'interposent dans lesquelles SAFA détient des participations minoritaires, nous n'avons pris aucune décote de liquidité dans la valorisation de SCR ; et (iv) les capitaux propres consolidés part du Groupe de Société Industrielle et Financière de l'Artois au 30/06/2012 s'élèvent à 695 millions d'euros par rapport à une capitalisation boursière de 825 millions d'euros, référence retenue dans l'évaluation de SCR par transparence¹.

¹ Compagnie des Tramways du Var et du Gard ne publie pas de comptes consolidés. Au 30/06/2012 les comptes sociaux affichaient des capitaux propres de 7,6 millions d'euros par rapport à une capitalisation boursière retenue dans le cadre de la valorisation de SAFA de 150 millions d'euros.



Source: Datastream au 5 octobre 2012, prix en Euros par action

A titre de sensibilité, s'il était retenu une valorisation de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et Société Industrielle et Financière de l'Artois correspondant à 1,2 ou 1,3 fois leur cours de bourse (étant précisé qu'historiquement de telles valeurs n'ont jamais été atteintes), l'impact sur la valorisation de SAFA serait respectivement de 1,3 et 2,0 euros par action.

Les méthodes suivantes ont été écartées pour SAFA et SAFACAM :

- La valeur nette comptable de SAFA qui ne reflète pas le potentiel de valorisation des plantations. Les capitaux propres de SAFA part du groupe au 31/12/2011 et au 30/06/2012 s'élèvent respectivement à 25,8 millions d'euros et à 26,7 millions d'euros, soit une fourchette de 44,8 à 46,2 euros par action SAFA ;
- 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 ; et
- 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 5 novembre 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 IAS 41, (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 de l'Offre 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 ; et
 - 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 4 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).

I. Valeur d'entreprise SAFACAM

II. Trésorerie nette de subvention d'investissement⁽¹⁾ : 9,5 m€ (nette de 6,9 m€ de dividende à payer)

III. Autres actifs financiers (obligations, bons, dépôts etc.) : 0,5 m€

IV. Autres provisions pour charges (exceptionnelles) < 1 an : -0,1 m€

V. Dettes fiscales (IS) au 30/06/2012 : -3,3⁽²⁾ m€

I. + II. + III. + IV. + V. = VI. Valeur des capitaux propres SAFACAM

VII. Trésorerie nette et équivalents : 10,7 m€⁽³⁾

VIII. Valeur SCR : 4,0 m€

48,61% de VI. + VII. + VIII. = Valeur des capitaux propres SAFA

Note (1) : Y compris prêt long terme rémunéré de SAFACAM à Socapalm

(2) : Impôt à payer au titre de l'activité du 1^{er} semestre 2012 plus retenue à la source sur dividende au titre de l'année 2011

(3) : Y compris dividende à recevoir de SAFACAM au titre de l'exercice 2011 et net du dividende payé par SAFA à ses actionnaires au titre de 2011

3.3 Application des méthodes retenues

3.3.1 Analyse du cours de bourse de SAFA au 1^{er} octobre 2012²

3.3.1.1 Limites

Cette méthode présente plusieurs limites :

² Veille de l'annonce de l'Offre Volontaire de Rachat lancée le 3 octobre 2012 visant les actions de SAFA à un prix de 80 euros par action.

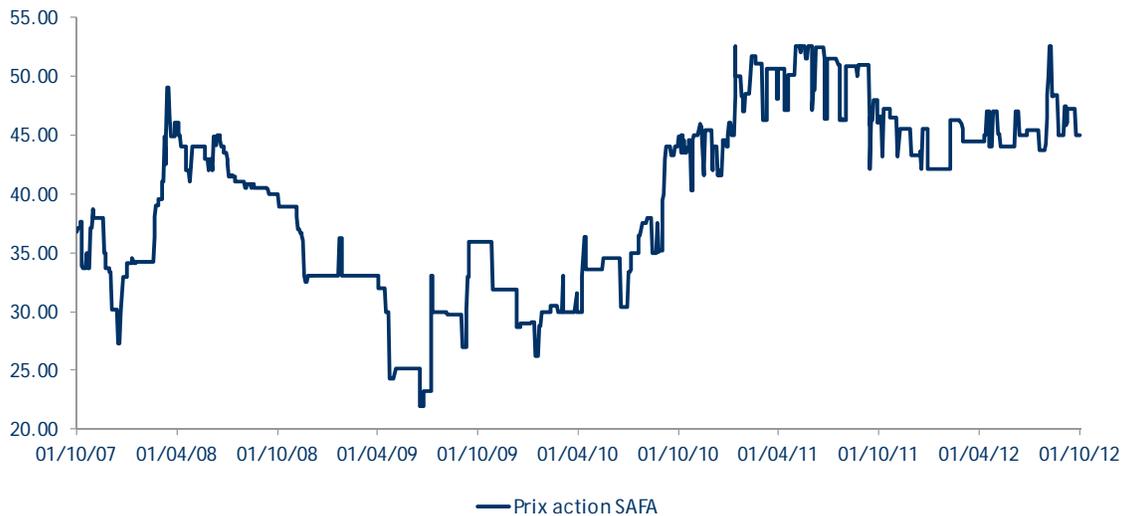
- A l'issue de l'Offre Volontaire de Rachat, le flottant de SAFA ne représente que 1,15% du capital soit environ 0,5 million d'euros au prix d'offre ;
- De par son flottant étroit, le titre SAFA présente une liquidité limitée :
Depuis 1 an, le titre SAFA se traite en moyenne 1 jour de bourse sur 5 ;
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.

L'analyse du cours de bourse détaillée ci-après a été réalisée sur la base du dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre Volontaire de Rachat soit au 1^{er} Octobre. Les cours au-delà de cette date n'ont pas été retenus dans la mesure où le cours de bourse SAFA a été fixé à 80 euros dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat.

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



Source: Datastream au 1^{er} octobre 2012, 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 au 1^{er} octobre 2012

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 au 1^{er} octobre 2012

3.3.1.3 Achats par le Groupe Bolloré

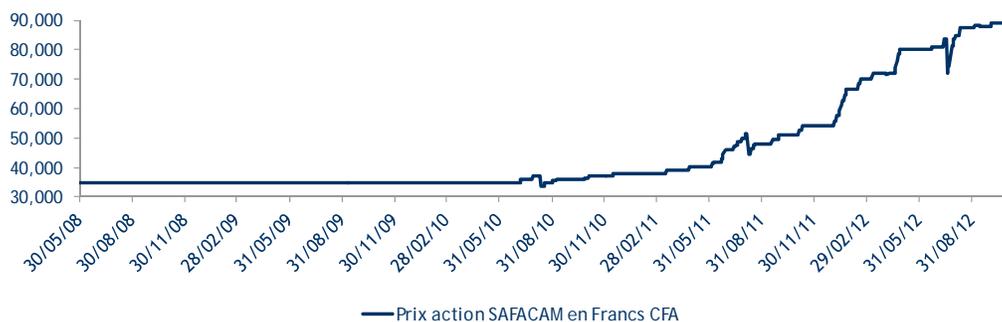
Les derniers achats par le Groupe Bolloré de titres SAFA au prix de 80 euros par action ont été effectués par Compagnie du Cambodge dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat ouverte du 3 octobre au 6 novembre 2012 inclus au terme de laquelle la détention du Groupe Bolloré est passée de 87,94% à 98,85% du capital et des droits de vote SAFA. Le dernier achat par le Groupe Bolloré de titres SAFA avant le début de l'Offre Volontaire de Rachat 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 89.000 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 été multiplié par deux entre juin 2011 et mai 2012 et la tendance haussière continue. Cette hausse s'explique principalement par la hausse du niveau de dividende SAFACAM, offrant un rendement élevé.



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 72,7 €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 IAS 41 pour les comptes consolidés de SAFA, le Groupe Bolloré 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 53,4 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 IAS 41 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 approuvé³ 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. 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 Michelin⁴, 3,6\$/Kg pour Pirelli⁵, 3,7\$/Kg selon Continental⁶, soit 3,8\$/Kg en moyenne.

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 1,04 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 IAS 41 des actifs biologiques de SAFACAM).

³ Approbation lors du conseil d'administration du 27 octobre 2011.

⁴ Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Michelin en date du 27 juillet 2012.

⁵ Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Pirelli en date du 26 juillet 2012.

⁶ Source : Présentation des résultats semestriels 2012 de Continental en date du 2 août 2012.

On notera qu'une variation de +/- 0,5% du CMPC a un impact de +/- 2% sur la valeur des actions SAFA. Compte tenu de ce faible impact, nous avons focalisé l'analyse de sensibilité du DCF aux variations du cours du caoutchouc.

(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 41,0 millions d'euros, ce qui correspond à une fourchette de 57,1 à 65,6 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 59,4 à 68,0 euros par action pour SAFA.

	Cours tendanciel caoutchouc (dès 2015) : hypothèse IAS41	Cours tendanciel caoutchouc (dès 2015) : moyenne historique à 2,6\$/kg	Cours tendanciel huile de palme (dès 2015) : hausse à 500 k FCFA/T
Prix tendanciel caoutchouc: 1,9 \$/Kg Prix tendanciel palmiers: 450 k FCFA/T		Prix tendanciel caoutchouc: 2,6 \$/Kg Prix tendanciel palmiers: 450 k FCFA/T	Prix tendanciel caoutchouc: 1,9 \$/Kg Prix tendanciel palmiers: 500 k FCFA/T
Prix caoutchouc 2013			
En ligne avec le budget 2012 (2,9 \$/Kg)	57,1	62,9	60,6
Consensus Michelin/Pirelli/Continental (3,8 \$/Kg)	59,4	65,2	62,8

Note : Données en Euro par action

L'intégration de l'abattement fiscal lié à la possibilité pour SAFACAM de bénéficier du régime privilégié fiscal d'investissement (taux d'IS de 34% à partir de 2013) aurait un impact positif supplémentaire compris entre 2,6 et 2,8 euros par action SAFA.

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 ; et
- 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. 26 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) ;
 - SIPH 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 5 novembre 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 2012 (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.	VE	CA		EBITDA		EBIT	
					12/13	13/14	12/13	13/14	12/13	13/14
SIPH	60.8	E	308	351	0.87x	0.84x	3.2x	3.3x	3.5x	3.6x

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 :

- 60,7 et 67,1 euros sur la base du budget 2012 SAFACAM ;
- 69,5 et 73,0 euros sur la base du scénario de prix de caoutchouc basé sur le consensus des pneumaticiens (3,8\$/Kg) ;
- 68,2 et 69,6 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 (qualité des surfaces, niveau de maturité, investissements de replantations nécessaires, rendements,...). Cette analyse a donc été réalisée à titre illustratif.

Date	Acheteur (pays)	Cible (pays)	Participation (%)	VE/ Hectares (\$)
21/02/12	GMG Global (Singapour)	SIAT SA (Belgium)	35%	13,396
12/10/11	TAHPS Group Berhad (Malaysia)	Yee Seng Plantations (Malaysia)	100%	8,591
13/07/11	PT Karya Manunggal Sawitindo (Indonesia)	PT GY Plantation (Indonesia)	53%	1,802
30/03/11	Wilmar International (Singapour)	Benso Oil Palm Plantation (Ghana)	77%	n/a
23/11/10	Jotech (Malaysia)	Magreen Progress (Malaysia) / Cergas Fortune (Malaysia)	100%	9,945
31/08/10	PT Agro Maju Raya (Indonesia)	PT Surya Panen Subur (Indonesia)	100%	9,101
13/08/10	Wilmar (SI)	Kencana (SI)	20%	8,880
07/05/10	Barito (IN)	Mandiri (IN)	100%	3,676
18/03/10	SIPEF (BE)	Agro Muko (IN)	7%	6,983
18/03/10	MP Evans (UK)	Agro Muko (IN)	5%	6,988
25/02/10	New Britain (NG)	CTP (NG)	80%	8,243
08/01/10	TSH (MA)	Bulungan Citra (IN)	100%	4,167
26/05/08	TSH (MA)	Sinora (MA)	13%	1,172
29/04/08	SIPH (FR)	Cavalla (LI)	60%	1,962
31/03/08	Kulim (MA)	Sindora (MA)	62%	16,706
18/03/08	IOI (MA)	Several companies	65%	15,772
(2) 31/12/07	Socfinal (LU)	Socfin KCD (CA)	100%	2,455
(2) 15/11/07	Socfinal (LU)	Brabanta (RDC)	100%	5,400
19/09/07	IOI (MA)	Several companies	67%	3,501
26/05/07	Indofood (SI)	London Sumatra (IN)	64%	12,402
26/05/07	Indofood (SI)	London Sumatra (IN)	36%	13,572
16/01/07	TSH (MA)	SPMN (IN)	90%	4,667
(1) 27/11/06	Synergy drive (MA)	Merged companies (MA)	100%	12,425
05/07/06	SIPH (FR)	Wisasa (IN)	100%	4,077
Moyenne				7,647
Mediane				6,988

Note : (1) Les chiffres correspondent à la médiane des opérations Synergy Drive / Golden Hope, Synergy Drive / Kumpulan, Synergy Drive / Sime Darby, Synergy Drive / Mentakab, Synergy Drive / Guthrie Ropelet Synergy Drive / Highlands Lowlands

Note : (2) La valeur d'entreprise correspond à la somme des capex futurs du projet de plantation
Source: Presse, estimations Mediobanca

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 73,3 et 77,2 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	57.1	40.1%
Haut de fourchette	68.0	17.7%
ANR sur base comptable	53.4	49.7%
ANR sur base cours de bourse SAFACAM	72.7	10.1%
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 ⁽¹⁾	80.0	0.0%

Note(1): dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat

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 et en ligne avec le prix de l'Offre Volontaire de Rachat.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport établi par l'expert indépendant est reproduit ci-après. Ce rapport est complété par un rapport en date du 21 novembre 2012 établi par l'expert indépendant et reproduit en Section 5 de la présente note.

« 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 la Société Anonyme Forestière et Agricole le 31 août 2012 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, laquelle fait suite à l'offre volontaire de rachat initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE du 3 octobre 2012 au 6 novembre 2012 (l'« Offre Volontaire de Rachat ») :

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE ANONYME FORESTIERE ET AGRICOLE INITIEE PAR COMPAGNIE DU CAMBODGE

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

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (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-II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »). Concernant notre désignation dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat, celle-ci a été effectuée en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil d'administration de la société SAFA de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil ; certains membres du directoire ou du conseil de surveillance de COMPAGNIE DU CAMBODGE étant également membres du conseil d'administration de SAFA.

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

RAPPEL DE LA CONCLUSION FORMULEE SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT DES ACTIONS SAFA PAR LA SOCIETE COMPAGNIE DU CAMBODGE.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société SAFA dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat s'établissait à 80 euros par action. Dans le cadre de cette opération, nous avons émis un rapport d'expertise indépendante en date du 2 octobre 2012, qui figure dans la note d'opération établie conjointement par SAFA et COMPAGNIE DU CAMBODGE, disponible sur les sites Internet des deux sociétés (respectivement www.safa-forestiere-agricole.com et www.compagnie-du-cambodge.com).

Le 2 octobre 2012, au terme de diligences mises en œuvre 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) :

- Nous avons déterminé des valeurs :
 - o « 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 avons observé que le prix de 80 € par action offert dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat :
- présentait « des primes de 71,6% et de 77,8% en retenant la méthode du cours de bourse » ;
 - extériorisait « des primes de 5,8 % à 30% sur la méthode de l'Actif Net Réévalué ».
- Nous avons conclu que le prix de 80 € par action SAFA proposé pour l'Offre Volontaire de Rachat, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, était équitable pour les actionnaires minoritaires.

EXPERTISE INDEPENDANTE DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVI D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE.

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, SAFA et MEDIOBANCA, 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 présentatrice
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 de l'Offre

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.

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 COMPAGNIE DU CAMBODGE. Préalablement à l'Offre Volontaire de Rachat ayant pris fin le 6 novembre 2012, SAFA était détenue par COMPAGNIE DU CAMBODGE à hauteur de 46,79% et l'ensemble des actionnaires faisant partie du Groupe Bolloré représentait 87,94% du capital de la société, les 12,06% restant constituant le flottant.

L'Offre Volontaire de Rachat a conduit au rachat des titres complémentaires permettant aux sociétés du Groupe Bolloré actionnaires de SAFA (dont COMPAGNIE DU CAMBODGE) de dépasser le seuil des 95% du capital et des droits de vote de la société SAFA.

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 suit l'Offre Volontaire de Rachat des titres SAFA initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE du 3 octobre 2012 au 6 novembre 2012, pour laquelle une note d'information a été établie conjointement par les deux sociétés concernées. Cette note inclut un rapport d'expertise indépendante délivré par nos soins concluant sur un avis d'équité de l'Offre.

1.2.2 Termes

L'initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de SAFA à acquérir au prix de 80 euros par action les actions SAFA qui seront présentées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait pendant une période de 10 jours de négociation.

Le nombre de titres visé par l'Offre s'établit, à la date du 6 novembre 2012, à 6.633 actions et représente environ 1,15% 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 24 derniers mois

Des missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'AMF ont été réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 24 derniers mois. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

- Janvier 2011 : offre publique d'achat simplifiée des titres de la société Fala initiée par LESAFFRE & CIE.
- Mai 2011 : offre publique alternative simplifiée d'achat ou d'échange de titres EDF Energies Nouvelles initiée par EDF.
- Juillet 2011 : offre publique de retrait de la société EDF Energies Nouvelles initiée par EDF.
- 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 de 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, à l'exception de l'évaluation réalisée dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat des titres SAFA initiée le 2 octobre 2012, opération qui constituait un préalable à la présente Offre,
- 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. 223-3 du Code de commerce,
- Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec MEDIOBANCA.

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 mission d'expertise indépendante dans le cadre de (i) l'Offre Volontaire de Rachat et (ii) l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire 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 faisant suite à l'Offre Volontaire de Rachat ;
- 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 MEDIOBANCA ;
- 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 valeurs
- Conclusion sur le caractère équitable du prix de l'Offre

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par MEDIOBANCA

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, pour l'émission de l'avis d'équité dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat puis du 24 octobre au 9 novembre 2012, dans le cadre de la présente Offre. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 10 au 14 septembre 2012 : prise de connaissance, analyse du contexte, et réunion avec MEDIOBANCA ;
- du 14 au 18 septembre 2012 : préparation de l'évaluation et réunion avec les représentants du groupe SAFA et MEDIOBANCA ;
- 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 MEDIOBANCA, rédaction du rapport dans le cadre de l'Offre Volontaire de Rachat ;
- du 24 octobre au 9 novembre 2012 : entretiens avec les représentants de SAFA et ses conseils, mise à jour des travaux d'évaluation, rédaction du rapport dans le cadre de la présente Offre.

Nous avons par ailleurs échangé au cours de cette mission par l'intermédiaire de courriels et d'échanges téléphoniques avec SAFA et ses conseils.

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,

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 Volontaire de Rachat,
- Projet de note d'information préparée conjointement par COMPAGNIE DU CAMBODGE et SAFA relatif à la présente 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, 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 conseil d'administration 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 :

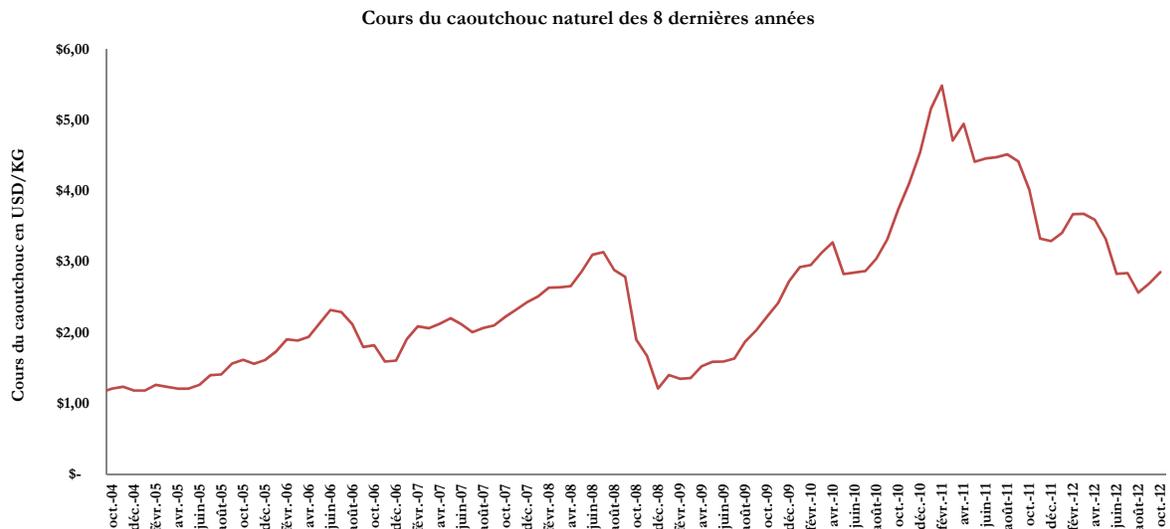
- aux productions annuelles d'huile de palme et de caoutchouc et à l'évolution du chiffre d'affaires ;
- au niveau du taux de marge d'EBITDA (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) ;
- aux amortissements et investissements.

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 octobre 2012, le cours du caoutchouc naturel s'élève à 2,85 \$/kg.



Il n'existe pas de notes d'analyse fiables sur les prévisions du cours du 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 d'huile de palme par SAFACAM 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 octobre 2012, soit 2,85 \$/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 à fin octobre 2012 ainsi qu'à la moyenne du cours sur un mois et 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	446 733	77,40%
Société Industrielle et Financière de l'Artois	69 159	11,98%
Bolloré SA	31 574	5,47%
Compagnie des Glénans	23 098	4,00%
Financière du Champ de Mars	1	0,00%
Financière V	1	0,00%
Bolloré Participations	1	0,00%
TOTAL "Groupe Bolloré"	570 567	98,85%
Public ¹	6 633	1,15%
TOTAL	577 200	100,00%

¹ Par différence

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée sur des périodes closes avant l'Offre Volontaire de Rachat.

	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

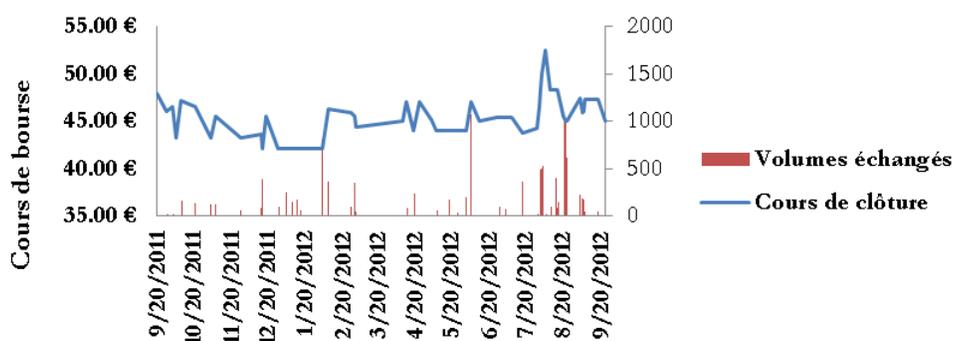
Le nombre total de titres échangés représente, quelle que soit la période d'analyse retenue, 0,01% du nombre total de titres.

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, antérieurement à l'Offre Volontaire de Rachat, sur une année est présentée ci-dessous :

Evolution du cours et des volumes de l'action SAFA sur un an



Le tableau ci-dessous présente les différentes moyennes du cours de bourse sur la base du cours de clôture au 25/09/2012 (cours inchangé au 1/10/2012, veille de l'Offre Volontaire de Rachat).

	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

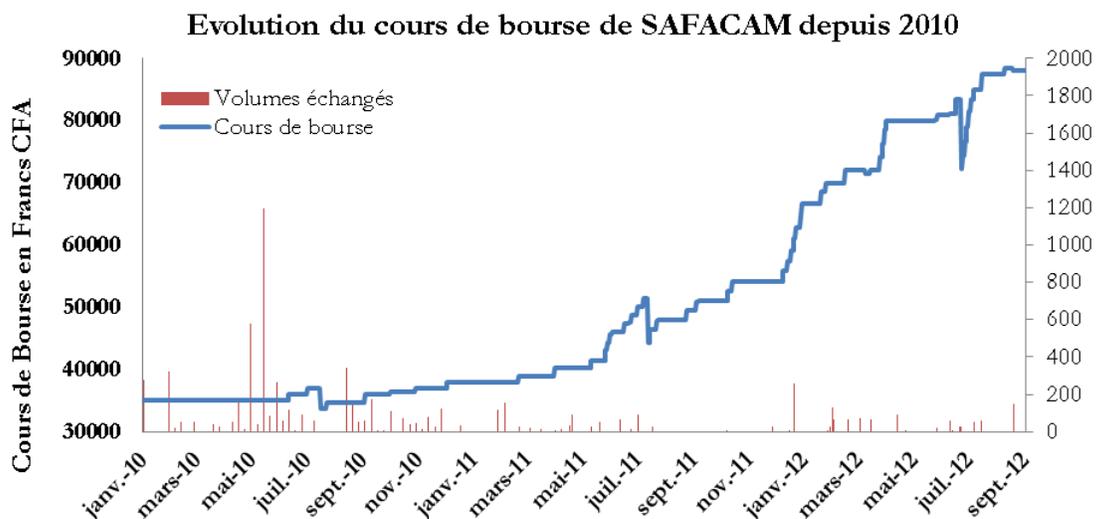
Nous avons retenu les méthodes suivantes pour la détermination de la valeur de SAFACAM :

- 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. Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse jusqu'à la date de l'Offre Volontaire de Rachat.



871 titres ont été échangés depuis 1 an jusqu'au 1^{er} octobre 2012. 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. Les cours au-delà de cette date n'ont pas été retenus dans la mesure où le prix de l'Offre Volontaire de Rachat des titres SAFA était de nature à induire une valorisation de l'action SAFACAM et influencer ainsi sur les cours du titre :

	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 70,8 € et 72,2 €. 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 72,2 €.

A titre indicatif, le cours de l'action SAFACAM s'établit au 02/11/2012, à 86 330 CFA/action. Sur la base de ce dernier cours, la valeur induite par action de SAFA s'élève à 71,3 €.

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 :

- EBITDA
- Variation du BFR(+/-)
- Investissements
- Impôt
- = Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow

Le taux d'actualisation a été déterminé comme suit :

- Taux sans risque (TEC 10 –source France Trésor – moyenne octobre 2012 confirmée en valeur spot fin octobre 2012)
- Prime de risque marché: Moyenne Indice IDMidCaps (septembre-octobre 2012) et moyenne des taux retenus par les experts indépendants désignés dans le cadre des opérations d'offre publique entre le 20/06/2012 et le 18/09/2012 (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)	
Bêta Actif	1
Prime de risque	7,58%
Prime de risque spécifique	4,00%
Taux sans risque	2,17%
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 :

Taux de croissance	WACC		
	13,50%	13,75%	14,00%
0,5%	75,6	75,1	74,5
1,0%	76,8	76,2	75,6
1,5%	78,0	77,4	76,7

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

		Cours du caoutchouc*	
		2,57	2,85
Parité USD/EUR	0,693	66,1	70,9
	0,770	70,9	76,2
	0,847	75,7	81,5

* \$/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 74,5 € (taux d'actualisation de 14% et croissance de 0,5%) et 78,0 € (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 66,1 € (parité \$/€ de 0,693 et cours de caoutchouc de 2,57 \$/kg) et 81,5 € (parité \$/€ de 0,847 et cours de caoutchouc de 2,85 \$/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 68,5 € et une valeur haute de 84,9 €.

d- *Synthèse des résultats*

La valeur de l'action SAFA s'élève, selon les hypothèses centrales de cette méthode, à 76,2 € et s'inscrit dans une fourchette allant de 66,1 € à 81,5 €.

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 422 M€). 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 PER⁷ 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 SAFA induite par la valorisation de SAFACAM par la méthode des comparables boursiers ressort ainsi, en moyenne, et à titre indicatif, à 69,1 €.

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 65,9 € et 74,6 €.

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 69,1 € selon l'approche par les multiples boursiers :

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
DCF	66,1	76,2	81,5
Cours de bourse	na	72,2	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, équivalent 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 v 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 2 novembre 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 543,1 M€, 16,5 M€ et 825,2 M€.

la valeur de la participation de SAFA dans SCR s'établit à 3 978 milliers d'euros et représente un montant de 6,9 € par action SAFA. Une augmentation ou une baisse de 10% des dites capitalisations boursières porterait la valeur par action de la participation de SAFA dans SCR à respectivement 7,5 € et 6,2 €.

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 MEDIOBANCA

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

Pour apprécier le prix de l'Offre, MEDIOBANCA a retenu l'approche suivante pour valoriser l'action SAFA.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

MEDIOBANCA 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, MEDIOBANCA 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, MEDIOBANCA 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 MEDIOBANCA nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 Référence au cours de bourse

MEDIOBANCA 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 (1,15%) et une liquidité du titre SAFA limitée.

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

MEDIOBANCA 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 MEDIOBANCA 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 MEDIOBANCA 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.

MEDIOBANCA 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

MEDIOBANCA 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 53,4 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 14,8%, 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 60,7 à 73,0 euros.

Tout en soulignant les limites de cette approche, MEDIOBANCA 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 MEDIOBANCA 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 MEDIOBANCA à titre illustratif et la valeur induite de SAFA ressortirait dans une fourchette de 73,3 à 77,2 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

MEDIOBANCA 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 IAS 41 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 MEDIOBANCA (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 des prévisions 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 IAS 41 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 58% 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 indépendant		Banque 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	2,85 \$/kg	2,57 \$/kg	3,8 \$/kg	2,9 \$/kg
2017e	3,1 \$/kg	2,79 \$/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 MEDIOBANCA.

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 76,2 euros par action SAFA s'avère supérieure aux valeurs extériorisées par MEDIOBANCA et comprises entre 57,1 euros et 68 euros.

5 CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-même et MEDIOBANCA 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 induite par l'offre de 80€ (versus valeur expert indépendant)
Cours de bourse			
Cours de clôture	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	57,10	66,1	21,03%
DCF SAFACAM- Hypothèse centrale		76,2	4,99%
DCF SAFACAM - Haut de fourchette	68,00	81,5	-1,84%
Cours de bourse SAFACAM	72,70	72,2	10,80%

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 66,1 € à 81,5 € 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 72,2 € par action SAFA pour la méthode de l'Actif Net Réévalué (sur la base du cours de bourse de SAFACAM), 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 5,0 % à 10,8% sur les valeurs ressortant de la mise en œuvre de la méthode de l'Actif Net Réévalué, respectivement calculées par référence à l'actualisation des flux de trésorerie (valeur centrale) et par référence au cours de bourse SAFACAM.

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

Fait à Paris, le 9 novembre 2012
L'expert indépendant

Didier Kling
Cabinet Didier Kling & Associés »

5. COMPLEMENT AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

Le rapport de l'expert indépendant reproduit ci-après doit être lu en complément du rapport établi par l'expert indépendant le 9 novembre 2012.

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

En complément de notre rapport du 9 novembre 2012, relatif à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE sur les actions de la société SAFA, nous vous apportons les précisions suivantes :

1. METHODES D'EVALUATION RETENUES

Dans le § 3.3 de notre rapport relatif aux méthodes d'évaluation retenues, nous n'avons pas explicitement mentionné la valorisation par référence à l'Offre de Rachat Volontaire de Rachat initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE sur les titres SAFA ouverte du 3 octobre au 6 novembre 2012. Ayant permis au Groupe Bolloré d'acquérir près de 11% du capital, cette transaction, décrite dans la partie introductive de notre rapport, constitue une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'action SAFA.

2. VALORISATION DE L'ACTION SAFA INDUITE PAR LA METHODE DE L'ACTIF NET REEVALUE

Nous avons mentionné au § 3.3.2.2.4 « *Synthèse de la valorisation de la participation de SAFA dans SAFACAM* », que les valeurs de l'action SAFA induites par la valorisation de SAFACAM sont récapitulées dans le tableau ci-dessous.

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
DCF	66,1	76,2	81,5
Cours de bourse	na	72,2	na

Les résultats présentés ci-dessus s'entendent après prise en compte :

- de la valeur de la participation de SAFA dans SCR ;
- de la valeur de la trésorerie nette et des autres actifs et passifs

telles que présentées respectivement aux § 3.3.2.3 et § 3.3.2.4.

3. VALORISATION DE LA PARTICIPATION DE SAFA DANS LA SOCIETE SCR

Comme indiqué dans le § 3.3.2.3. de notre rapport, la valeur de la participation de SAFA dans SCR s'établit à 6,9 € par action SAFA. Sur la base de nos travaux, la participation de SAFA dans SCR (QP de 13,62%) a été appréciée par référence au cours de bourse des principaux actifs sous-jacents (§ 3.3.2.3.1) :

- Financière Moncey (26,62%) et Compagnie des Tramways de Rouen (14,02%), détenues par la Compagnie des Tramways du Var et du Gard, elle-même détenue par Socfrance à hauteur de 64,59% ;

- Société Industrielle et Financière de l'Artois, détenue par Socfrance à hauteur de 6,84%.

Cette approche qui présente l'avantage d'être fondée sur des informations publiques disponibles a été mise en œuvre sur la base des cours de bourse en date 2 novembre 2012.

Le §3.3.2.3.2 de notre rapport rappelle les capitalisations boursières retenues dans le cadre de notre approche. Si l'on se réfère à l'actif net comptable des entités, on observe à titre indicatif les primes suivantes :

En million d'€	Capitaux propres Groupe		Capitalisation boursière 02-nov-12	Prime et/ou décote induite (par rapport à l'ANC)	
	déc-11	juin-12		déc-11	juin-12
Financière Moncey ⁽¹⁾	489	554	543	11%	-2%
Compagnie des Tramways de Rouen ⁽²⁾	7	7	17	124%	135%
Société Industrielle et Financière de l'Artois ⁽¹⁾	613	695	825	35%	19%

(1) : Capitaux propres ressortant des comptes consolidés

(2) : Capitaux propres ressortant des comptes sociaux

Le §3.3.2.3.2 de notre rapport souligne qu'une variation de 10% des cours de bourse des actifs sous-jacents ferait varier de 0,6 euro la valeur de l'action SAFA. Compte tenu du poids relatif de cet actif dans la valeur de SAFA, du caractère minoritaire de ces participations et de la difficulté de mettre en œuvre une méthode complémentaire pertinente, l'approche retenue nous paraît appropriée.

Sur la référence au cours de bourse des actifs-jacents de SCR, la banque conseil souligne également à juste titre les éléments suivants :

- il existe, malgré une liquidité limitée, une forte corrélation des cours de Compagnie des Tramways du Var et du Gard et de Société Industrielle et Financière de l'Artois au cours des actions Bolloré qui constituent, indirectement, un des principaux actifs sous-jacents ;
- les cours de ces sociétés retenus dans la valorisation se situent à leur plus haut niveau historique depuis 3 ans.

Il convient de souligner qu'il n'a pas été appliqué de décote de holding sur les valeurs retenues.

4. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Le tableau ci-dessous, qui reprend celui figurant au § 5 de notre rapport « CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE » complété de la référence à l'Offre de Rachat Volontaire initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE sur les titres SAFA ouverte du 3 octobre au 6 novembre 2012, présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-même et MEDIOBANCA 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 induite par l'offre de 80€ (versus valeur expert indépendant)
Cours de bourse			
Cours de clôture	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	57,10	66,1	21,03%
DCF SAFACAM- Hypothèse centrale		76,2	4,99%
DCF SAFACAM - Haut de fourchette	68,00	81,5	-1,84%
Cours de bourse SAFACAM	72,70	72,2	10,80%
Offre de Rachat Volontaire par le groupe Bolloré <i>du 3 octobre 2012 au 6 novembre 2012</i>	80,00	80,00	0%

CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

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

- est identique à celui offert dans le cadre de l'Offre de Rachat Volontaire initiée par COMPAGNIE DU CAMBODGE sur les titres SAFA ouverte du 3 octobre au 6 novembre 2012 ;
- présente des primes de 71,6 % et de 77,8 % en retenant la méthode du cours de bourse ;
- extériorise des primes de 5,0 % à 10,8 % sur les valeurs ressortant de la mise en œuvre de la méthode de l'Actif Net Réévalué, respectivement calculées par référence à l'actualisation des flux de trésorerie (valeur centrale) et par référence au cours de bourse SAFACAM.

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

Fait à Paris, le 21 novembre 2012
L'expert indépendant

Didier Kling
Cabinet Didier Kling & Associés

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SAFA

Les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 9 novembre 2012 afin, notamment de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente l'Offre suivie du Retrait Obligatoire conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF. 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 suivie du Retrait Obligatoire aux administrateurs, tels que repris dans la présente note établie conjointement par 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 établi conjointement par Compagnie du Cambodge et la Société et comprenant les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et de l'indemnité versée en contrepartie du Retrait Obligatoire établis par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. ; et
- du rapport du cabinet Didier Kling & Associés, expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration de la Société et chargé de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire.

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 (i) du projet de note d'information établie conjointement par Compagnie du Cambodge et la Société, qui inclut notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre et de l'indemnisation du Retrait Obligatoire préparés par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A et (ii) de l'avis du cabinet Didier Kling & Associés délivré en sa qualité d'expert indépendant, le Conseil d'administration constate notamment que :

- *l'expert indépendant confirme le caractère équitable du prix de 80 euros par action SAFA dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation du même montant dans le cadre du Retrait Obligatoire ;*
- *les conditions financières de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire sont intéressantes pour les actionnaires de la Société qui disposent ainsi d'une opportunité de liquidité immédiate à un prix attractif ; et*
- *la réalisation de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire permettra à la Société d'économiser les coûts liés à la cotation boursière et de simplifier la structure de détention de son capital.*

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration conclut, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, que l'Offre suivie du Retrait Obligatoire 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 le projet de note d'information s'y rapportant.

En conséquence et compte tenu, notamment, de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre suivie du Retrait Obligatoire représente à un prix attractif, le Conseil d'administration de la Société décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, d'émettre un avis favorable à l'Offre suivie du Retrait Obligatoire et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse leurs actions seront transférées à Compagnie du Cambodge dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Le Conseil d'administration prend acte du fait que les actions SAFA seront radiées du Marché Libre de NYSE-Euronext Paris dès le lendemain de la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif ».

Les membres du Conseil d'administration ont indiqué qu'ils n'apporteront pas leurs actions SAFA à l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A SAFA (ARTICLE L.225-100-3 DU CODE DE COMMERCE)

Conformément aux articles 3 et 8 de l'instruction de l'AMF n° 2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition, les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce, le cas échéant actualisés à la date de la présente note, tels que la Société en a connaissance, sont présentés ci-dessous, à l'exception des éléments relatifs au capital de SAFA, à la Section 1.1.1 de la présente note.

7.1 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.

7.2 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.

7.3 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.

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

Néant.

7.5 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. »

7.6 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.

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

Néant.

7.8 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.

7.9 Intentions des membres du Conseil d'administration de SAFA

Les membres du Conseil d'administration ont indiqué qu'ils n'apporteront pas leurs actions SAFA à l'Offre.

8. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT SAFA

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de SAFA seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il est prévu que ces informations soient mises à la disposition du public le 29 novembre 2012.

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

9.1 Pour la société Compagnie du Cambodge

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Cédric de Bailliencourt
Président du Directoire de Compagnie du Cambodge

9.2 Pour la société SAFA

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Emmanuel Fossorier
Président du Conseil d'administration et Directeur Général de SAFA

9.3 Pour la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., établissement présentateur de l'offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Olivier Biraud
Dirigeant de la succursale de Paris de Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A.