

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**

SAGA

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

BOLLORÉ

PRESENTEE PAR



MEDIOBANCA
Banca di Credito Finanziario S.p.A.

**NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS
BOLLORÉ ET SAGA**

TERMES DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT : 80 EUROS PAR ACTION SAGA

DUREE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT : 10 JOURS DE NEGOCIATION

AVIS IMPORTANT

A l'issue de la présente offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions SAGA S.A. qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait à la société Bolloré S.A., moyennant une indemnisation de 80 euros par action SAGA S.A.



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 a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 25 mai 2010, apposé le visa n°10-141 en date du 25 mai 2010 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Bolloré S.A. conjointement avec la société SAGA S.A. 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'Autorité des marchés financiers 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 est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur celui du Groupe Bolloré (www.bollore.com) et sur celui de la société SAGA S.A. (www.saga.fr). Elle est également disponible sans frais sous format papier auprès de :

Bolloré

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

SAGA

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

Mediobanca

43, rue de la Bienfaisance
75008 Paris
France

Société Générale

32, rue du Champ de Tir
44312 Nantes
France

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables des sociétés Bolloré S.A. et SAGA S.A. 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 publique de retrait selon les mêmes modalités.

Table des Matières

I.	Présentation de l’Offre	2
A.	Contexte de l’opération et intentions de l’Initiateur	3
	1. Contexte de l’opération	3
	2. Répartition du capital et des droit de vote de SAGA	3
	3. Intentions de l’Initiateur pour les douze mois à venir	4
B.	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l’appréciation de l’Offre ou sur son issue – Intérêts des personnes physiques ou morales participant à l’Offre	5
	1. Accords auxquels Bolloré ou SAGA sont parties	5
	2. Autres accords dont Bolloré ou SAGA ont connaissance	5
	3. Intentions d’apporter à l’Offre Publique de Retrait.....	5
	4. Intérêt des personnes physiques et morales participant à l’Offre.....	6
C.	Caractéristiques de l’Offre	6
	1. Termes de l’Offre	6
	2. Nombre d’actions susceptibles d’être apportées à l’Offre.....	6
	3. Modalités de l’Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire	7
	4. Calendrier indicatif de l’Offre	9
	5. Restrictions concernant l’Offre Publique de Retrait à l’étranger	9
	6. Régime fiscal français de l’Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire	10
	7. Coût d’acquisition et modalités de financement de l’Offre.....	14
D.	Avis du conseil d’administration de SAGA	14
II.	Éléments d’appréciation du prix de l’Offre Publique de Retrait et du montant de l’indemnisation du Retrait Obligatoire	15
A.	Méthodologie	16
B.	Principes Généraux	17
C.	Application des méthodes retenues	18
	1. Analyse du cours de bourse de SAGA	18
	2. Actualisation des flux futurs de trésorerie d’exploitation	20
	3. Multiples boursiers	23
D.	Synthèse des résultats d’évaluation	27
III.	Rapport de l’Expert Indépendant	27
A.	Rapport de l’expert indépendant	28
B.	Annexe au rapport de l’expert indépendant	37
IV.	Personnes qui assument la responsabilité de la note d’information	43
A.	Pour la présentation de l’Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire	43
B.	Pour Bolloré S.A.	43
C.	Pour SAGA S.A.	43

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** »), Bolloré, société anonyme dont le siège social est situé à Odet, 29500 Ergué-Gabéric, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124, au capital de 395.218.416 euros divisé en 24.701.151 actions ordinaires de 16 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et admises aux négociations sur le marché réglementé Eurolist de NYSE-Euronext Paris S.A. (compartiment A sous le numéro de code ISIN FR0000039299) (ci-après l'« **Initiateur** » ou « **Bolloré** ») a déposé une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie immédiatement d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » ; le Retrait Obligatoire et l'Offre Publique de Retrait sont définis comme l'« **Offre** ») aux termes de laquelle elle propose de manière irrévocable aux actionnaires de SAGA, société anonyme dont le siège social est situé 31-32, quai de Dion-Bouton 92811 Puteaux, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 027 529, au capital de 41.370.392 euros divisé en 5.910.056 actions de 7 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et admises aux négociations sur le marché réglementé Eurolist de NYSE-Euronext Paris S.A. (compartiment B sous le numéro FR0000185522) (ci-après « **SAGA** » ou la « **Société** »), d'acquérir leurs actions dans les conditions décrites ci-après.

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions SAGA existantes non détenues par Bolloré, soit, à la date de dépôt de la présente note d'information, un total de 11.288 actions (y compris les 33 actions détenues par les autres administrateurs de SAGA dont Financière de l'Odet).

Le prix de l'Offre Publique de Retrait est de 80 euros par action SAGA.

Les actions SAGA, autres que celles détenues par Bolloré, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire le 11 juin 2010, au profit de Bolloré moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait.

Les termes et conditions de l'Offre sont décrits à la section I.C ci-après.

L'Offre étant déposée d'un commun accord entre Bolloré et SAGA, la présente note d'information a été établie conjointement.

Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale de Paris, est l'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** ») et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Bolloré dans le cadre de l'Offre.

A. Contexte de l'opération et intentions de l'Initiateur

1. Contexte de l'opération

Bolloré (alors « Albatros Investissement ») a pris le contrôle de la société SAGA en 1997. Bolloré avait alors lancé une offre publique d'achat simplifiée réalisable par garantie de cours. A la suite de cette offre Bolloré a procédé à des acquisitions de titres SAGA sur le marché, étant précisé que Bolloré n'a pas acquis de titres SAGA au cours des 12 derniers mois précédant la date du dépôt de la présente note d'information. A la date de la présente note d'information, Bolloré détient 5.898.768 actions (dont une action prêtée à un administrateur de SAGA) et droits de vote de SAGA, représentant 99,81% de son capital et de ses droits de vote.

L'Offre permettra à Bolloré de détenir l'ensemble des actions de SAGA. Cette opération a pour finalité de simplifier les structures du Groupe Bolloré. Cette simplification aura pour effet de réduire les coûts comme ceux liés à la cotation de SAGA.

Dans le cadre de la présente opération, l'Établissement Présentateur a procédé à l'évaluation des actions SAGA. Banque Degroof & Philippe en qualité d'expert indépendant, a apprécié l'évaluation des actions SAGA, et s'est prononcée sur le caractère équitable du prix de l'Offre Publique de Retrait et de l'indemnisation des actionnaires minoritaires (identique au prix de l'Offre Publique de Retrait) dans le Retrait Obligatoire. La synthèse de l'évaluation établie par l'Établissement Présentateur et le rapport intégral de l'expert indépendant sont reproduits aux chapitres II et III ci-après.

2. Répartition du capital et des droit de vote de SAGA

A la date de la présente note d'information, la répartition du capital social et des droits de vote de SAGA est la suivante :

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Bolloré	5.898.768*	99,81	5.898.768*	99,81
Financière de l'Odet	10	NS	10	NS
<i>Sous-total du Groupe Bolloré</i>	<i>5.898.778</i>	<i>99,81</i>	<i>5.898.778</i>	<i>99,81</i>
Public	11.278	0,19	11.278	0,19
Total général	5.910.056	100,00	5.910.056	100,00

* Y compris une action prêtée à un administrateur de SAGA.

Le nombre de droits de vote est identique à celui des actions. Il est précisé que Bolloré n'a acquis aucun titre SAGA au cours des 12 derniers mois.

3. Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

3.1. Intentions relatives à la politique industrielle et financière

La société visée étant déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'est pas anticipé, à la suite de l'Offre, de changement dans la politique industrielle et financière au sein du Groupe Bolloré.

3.2. Intentions concernant la direction et les organes de contrôle

Aucune modification significative des organes sociaux et de la direction de SAGA n'est à ce jour envisagée par l'Initiateur.

3.3. Orientation de l'Initiateur en matière d'emploi

En termes de politique sociale, l'Offre s'inscrit dans la continuité de l'activité, dans une logique de croissance et de poursuite du développement du Groupe Bolloré. Elle ne devrait donc pas avoir par elle-même d'incidence significative sur les effectifs du Groupe Bolloré et de SAGA. Le Groupe Bolloré continuera à s'appuyer sur les effectifs de SAGA pour mettre en œuvre la gestion opérationnelle de ses activités et de sa stratégie.

Conformément aux dispositions de l'article L. 2323-22 du Code du travail, un exemplaire de la note d'information sera transmis au comité d'entreprise de SAGA dans les trois jours suivant sa mise en ligne sur le site de l'AMF, et Bolloré se tiendra à la disposition du comité d'entreprise de SAGA si ce dernier souhaite l'entendre dans le cadre de l'Offre.

3.4. Intérêt de l'Offre pour l'Initiateur, SAGA et les actionnaires de SAGA

L'Offre permettra de simplifier les structures du Groupe Bolloré ce qui aura pour effet de réduire les coûts comme ceux liés à la cotation de SAGA. En outre, l'Offre permettra de simplifier à l'avenir le fonctionnement de SAGA.

L'Offre constitue une opportunité de liquidité pour les détenteurs d'actions SAGA et leur permet de céder leurs titres.

Le prix de 80 euros par action SAGA proposé fait ressortir une prime de 85,6% par rapport au cours du 5 mai 2010, dernier cours avant l'annonce de l'opération. L'Offre fait ressortir une prime de 95,0% par rapport au cours moyen pondéré des 60 derniers jours de bourse et de 90,8% par rapport au cours moyen pondéré sur les douze derniers mois.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique de Retrait sont précisés au chapitre II ci-dessous.

Il est également rappelé qu'en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, SAGA a procédé à la désignation de Banque Degroof & Philippe en qualité d'expert indépendant. Le rapport de l'expert indépendant, qui conclut au caractère

équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre, est reproduit au chapitre III ci-dessous.

3.5. Politiques de distribution de dividendes

Les politiques de distribution de dividendes de SAGA et de Bolloré dépendront de leurs capacités distributives et de leurs besoins de financement, sans que cela constitue un engagement sur le principe ou sur la quotité des distributions futures de dividendes.

L'Assemblée générale ordinaire de SAGA sera appelée à statuer le 22 juin 2010 sur les comptes de l'exercice 2009 et devra se prononcer sur le paiement d'un dividende au titre de l'exercice 2009 d'un montant de 1,90 euros par action SAGA.

L'Assemblée générale ordinaire de SAGA et la mise en paiement du dividende se rattachant à l'exercice 2009 interviendront après la mise en oeuvre du Retrait Obligatoire. Le prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et l'indemnisation accordée dans le cadre du Retrait Obligatoire tiennent compte du fait que l'intégralité du dividende de SAGA relatif à l'exercice 2009 sera perçue par Bolloré.

3.6. Perspective ou non d'une fusion

Aucun projet de fusion entre Bolloré et SAGA n'est actuellement à l'étude. Toutefois, Bolloré n'exclut pas de proposer une opération de fusion avec SAGA dans un souci de simplification des structures juridiques, étant précisé que le prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et l'indemnisation accordée dans le cadre du Retrait Obligatoire ne préjugent pas des conditions qui pourraient être retenues dans la mise en oeuvre d'une fusion ultérieure entre Bolloré et SAGA.

B. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue – Intérêts des personnes physiques ou morales participant à l'Offre

1. Accords auxquels Bolloré ou SAGA sont parties

Ni Bolloré ni SAGA ne sont parties à un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de la présente Offre ou sur son issue.

2. Autres accords dont Bolloré ou SAGA ont connaissance

Ni Bolloré ni SAGA n'ont connaissance d'un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de la présente Offre ou sur son issue.

3. Intentions d'apporter à l'Offre Publique de Retrait

Les administrateurs de SAGA, dont Financière de l'Odé, ont indiqué leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait.

Au total, les déclarations d'apport portent sur 33 actions SAGA (parmi lesquelles figurent les 10 actions SAGA détenues par Financière de l'Odé).

4. Intérêt des personnes physiques et morales participant à l'Offre

A l'exception de ce qui est indiqué dans la présente note d'information, ni Bolloré ni SAGA n'ont connaissance d'intérêts pouvant influencer sensiblement sur l'Offre.

Par ailleurs, Vincent Bolloré et Antoine Bernheim (respectivement Président-Directeur Général de Bolloré et Vice-Président du conseil d'administration de Bolloré) sont administrateurs de Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., dont Financière de l'Odé, principal actionnaire de Bolloré, est indirectement actionnaire à hauteur de 4,99%. Cette relation n'est pas de nature à exercer une influence sur l'Offre. Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A, désigné conseil pour l'opération, percevra à ce titre une rémunération en ligne avec les pratiques de marché.

C. Caractéristiques de l'Offre

1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 236-3, 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., Établissement Présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 6 mai 2010 auprès de l'AMF un projet d'offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions SAGA non détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de SAGA à acquérir, au prix de 80 euros par action, toutes les actions SAGA qui seront présentées à l'Offre Publique de Retrait pendant une période de 10 jours de négociation.

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

2. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la date de la présente note d'information, le capital social de SAGA est composé de 5.910.056 actions et il est rappelé qu'à cette même date, l'Initiateur détient directement 5.898.768 actions SAGA (dont une action prêtée à un administrateur de SAGA), représentant 99,81% du capital et des droits de vote de SAGA.

L'Offre porte sur la totalité des actions SAGA émises et encore non détenues par l'Initiateur, à savoir 11.288 actions SAGA (dont 33 actions appartenant aux autres administrateurs de SAGA parmi lesquels figure Financière de l'Odé) représentant 0,19% du capital et des droits de vote de SAGA.

A la date de la présente note d'information, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun titre donnant ou pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de SAGA, autres que les actions SAGA visées ci-dessus.

3. Modalités de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire

3.1. L'Offre Publique de Retrait

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 6 mai 2010 et un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 6 mai 2010 sous la référence n° 210C0391.

Conformément aux articles 231-16 et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint a été diffusé par Bolloré et SAGA le 6 mai 2010 et a été publié sous forme d'avis financier par le journal Les Échos en date du 10 mai 2010. En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information a été, dès le 6 mai 2010, tenu gratuitement à la disposition du public auprès de Bolloré, de SAGA, de la succursale de Paris de l'Établissement Présentateur et de la Société Générale et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF, de Bolloré (www.bolloré.com) et de SAGA (www.saga.fr).

L'AMF a, le 25 mai 2010, déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a publié à cet effet une déclaration de conformité emportant visa de la présente note d'information sur son site internet.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de SAGA seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF, de Bolloré et de SAGA et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais auprès de Bolloré, de SAGA, de la succursale de Paris de l'Établissement Présentateur et de la Société Générale. 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 sera publié dans un journal économique de diffusion nationale.

Un avis annonçant l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait sera publié par l'AMF préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment sa date de prise d'effet sera publié par NYSE-Euronext Paris S.A.

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

Pour répondre à l'Offre Publique de Retrait, les propriétaires des actions SAGA inscrites en compte nominatif pur devront demander au préalable, dans les plus brefs délais, l'inscription de leurs actions en compte nominatif administré chez un intermédiaire habilité.

Les titres apportés à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit. Bolloré se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions détaillées dans la note d'information, devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de l'Offre Publique de Retrait, un ordre de vente irrévocable conforme à l'un des modèles mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Le règlement-livraison dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres trois jours de bourse après chaque négociation. Les frais de négociation resteront à la charge des actionnaires de SAGA apportant leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. Le prestataire de services d'investissement habilité acheteur agissant pour le compte de Bolloré est Natixis Securities (« **Natixis Securities** »), 47, quai d'Austerlitz, 75648 Paris Cedex 13.

3.2. Le Retrait Obligatoire

Bolloré a également demandé à l'AMF l'autorisation de procéder au Retrait Obligatoire des actions SAGA dès la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions SAGA visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auraient pas été apportées à celle-ci seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait au profit de Bolloré, moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait, nette de tous frais. En conséquence, les actions SAGA seront radiées du Compartiment B du marché d'Euronext Paris S.A. le jour du Retrait Obligatoire.

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

Le montant de l'indemnisation par action, identique au prix par action de l'Offre Publique de Retrait soit 80 euros par action SAGA, sera versé le 11 juin 2010 par Bolloré sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Natixis Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation. Euroclear France clôturera le code de négociation FR0000185522 des actions SAGA ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions SAGA. Natixis Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation, 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 SAGA de l'indemnité leur revenant. Les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres seront conservés par Natixis Securities pendant dix ans à compter du 11 juin 2010 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'État.

4. Calendrier indicatif de l'Offre

6 mai 2010	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF. Communiqué de presse conjoint diffusé par SAGA et Bolloré. Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), Bolloré (www.bollore.com) et SAGA (www.saga.fr) du projet de note d'information conjointe.
10 mai 2010	Avis financier conjoint relatif au dépôt publié par SAGA et Bolloré dans Les Échos.
25 mai 2010	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe.
27 mai 2010	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), Bolloré (www.bollore.com) et SAGA (www.saga.fr) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de Bolloré et SAGA. Avis financier conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information et des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières publié par SAGA et Bolloré dans Les Échos.
28 mai 2010	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait.
10 juin 2010	Clôture de l'Offre Publique de Retrait.
11 juin 2010	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions de NYSE-Euronext Paris S.A.

5. Restrictions concernant l'Offre Publique de Retrait à l'étranger

L'Offre Publique de Retrait est faite exclusivement en France.

L'Offre Publique de Retrait n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires des actions SAGA en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre Publique de Retrait sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre, la diffusion de la présente note d'information, l'Offre Publique de

Retrait et l'acceptation de l'Offre Publique de Retrait peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions hors de France. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Bolloré, SAGA, leurs filiales et dirigeants respectifs ne sauraient en aucun cas être tenus responsables à ce titre.

Notamment, concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre Publique de Retrait n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes américaines ou « *US person* » (au sens du règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933), et aucune acceptation de cette Offre Publique de Retrait ne peut provenir des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la note d'information ou à l'Offre Publique de Retrait ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre Publique de Retrait dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait non valable. Tout actionnaire qui apportera ses titres à l'Offre Publique de Retrait sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas une personne américaine ou « *US person* » (au sens du règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres depuis les États-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États, ainsi que le District de Columbia.

6. Régime fiscal français de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, et au mieux de notre connaissance, le régime fiscal applicable à l'Offre Publique de Retrait et au Retrait Obligatoire sont décrits ci-après.

L'attention des personnes cédantes est toutefois appelée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un résumé du régime fiscal qui peut leur être applicable et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

En outre, les non-résidents fiscaux français devront se conformer à la législation en vigueur dans leur État de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet État.

En outre, le régime fiscal décrit ci-après correspond à celui en vigueur ce jour : ce régime pourrait être modifié par de prochaines évolutions législatives ou réglementaires que les investisseurs devront suivre avec leur conseil fiscal habituel.

6.1. Actionnaires personnes physiques résidents 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

Le régime ci-après s'applique aux personnes physiques 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. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations de bourse sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal pour connaître le régime qui leur est applicable.

a) Cas général

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code général des impôts (« CGI »), les plus-values de cession de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal de ces titres, réalisées par les personnes physiques susvisées sont imposables à l'impôt sur le revenu, dès le premier euro, si le montant annuel des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés (à l'exclusion des cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions, institué par la loi n° 92-666 du 16 juillet 1992, « PEA ») réalisées par l'ensemble des membres du foyer fiscal excède un seuil actuellement fixé à 25 830 euros.

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 30,1% tenant compte :

- de l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 18% ;
- de la contribution sociale généralisée de 8,2%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu (« CSG ») ;
- de la contribution pour le remboursement de la dette sociale de 0,5%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu (« CRDS ») ;
- du prélèvement social de 2%, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- de la contribution additionnelle au prélèvement social de 2%, perçue au taux de 0,3% (article L14-10-2° du Code de l'action sociale et des familles) non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- de la contribution additionnelle au prélèvement social de 2%, perçue au taux de 1,1%, instituée par la loi 2008-1249 du 1^{er} décembre 2008 en vue du financement de la généralisation du revenu de solidarité active (RSA, article L262-24, III du Code de l'action sociale et des familles) non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;

Le taux global d'imposition s'élève donc à 12,1% si le montant global des cessions de valeurs mobilières reste inférieur à 25.830 euros et à 30,1% si le montant global des cessions est supérieur à 25.830 euros.

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 que le montant des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés excède le seuil de 25.830 euros visé ci-avant au cours de l'année de réalisation de ces moins-values.

En revanche, s'agissant des prélèvements sociaux, ces moins-values seront imputables, sans condition de seuil, sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année ou des dix années suivantes (article L. 136-6-I du Code de la sécurité sociale).

b) Actions détenues dans le cadre d'un PEA.

Les actions SAGA constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, les plus-values dégagées sur des actions détenues dans le cadre d'un PEA sont exonérées d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux au jour de leur réalisation. Il est précisé qu'au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie également d'une exonération d'impôt sur le revenu mais reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social de 2% et aux contributions additionnelles de 0,3% et de 1,1% à ce prélèvement de 2%, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces contributions variera en fonction de la date à laquelle ce gain aura été acquis ou constaté.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan ou de rachat du contrat de capitalisation est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières, de droits sociaux ou de titres assimilés applicable au titre de l'année de réalisation de la moins-value (actuellement fixé à 25.830 euros) ait été dépassé au titre de l'année considérée.

6.2. Personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés

a) Cession de titres de portefeuille

Les plus-values réalisées et les moins-values nettes subies à l'occasion de la cession d'actions SAGA, par des personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun, égales à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des titres apportés à l'Offre, sont incluses dans leur résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, c'est-à-dire en principe au taux actuel de l'impôt sur les sociétés de 33^{1/3%}, augmenté, le cas échéant, de

la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI) assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions des 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% dans la limite de 38 120 euros du bénéfice imposable par période de 12 mois et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

b) Régime spécial des plus-values à long terme

Aux termes de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans bénéficient du taux d'impôt sur les sociétés de 0% pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007, moyennant 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 5% du résultat net des plus-values de cession.

Pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participation, notamment, les titres (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui (i) revêtent ce caractère sur le plan comptable et (ii) sous réserve d'être inscrites en comptabilité au compte des titres de participation ou à un sous-compte spécial du compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, 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 des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI.

Sont notamment exclus du régime des plus values à long terme, les titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8 millions d'euros remplissant les conditions pour bénéficier du régime des sociétés mères et filiales autres que la détention de 5% au moins du capital de la société émettrice.

Les moins-values subies lors de la cession des actions SAGA et relevant du régime des plus et moins-values à long terme de l'article 219 I-a quinquies du CGI ne sont imputables que sur les plus-values à long terme de même nature réalisées au cours du même exercice fiscal. L'imputation sur les plus-values à long terme réduit la quote-part imposable de 5% du résultat net susmentionnée.

6.3. Autres actionnaires

a) Actionnaires personnes physiques et morales résidents de France soumis à un régime fiscal différent

Les personnes physiques et morales résidentes de France autres que celles visées ci-dessus et répondant à l'Offre Publique de Retrait ou dont les actions sont cédées dans le cadre du Retrait Obligatoire devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

b) Actionnaires non-résidents de France

Les plus-values réalisées à l'occasion de cessions à titre onéreux de valeurs mobilières effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe dont le cédant dispose en France (article 244 bis C du CGI) et sous réserve, lorsque le cédant est une personne physique, que lui-même n'ait pas détenu directement ou indirectement avec son conjoint, ses ascendants ou descendants, les ascendants ou descendants de son conjoint, des droits sociaux donnant droit à plus de 25% des bénéfices de la société dont les titres sont cédés, à un montant quelconque au cours des 5 années précédant la cession (article 244 bis B du CGI).

Les actionnaires non-résidents de France, notamment dans la mesure où leur situation peut dépendre des conventions fiscales bilatérales, devront d'une manière générale s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

6.4. Actions SAGA qui feront l'objet du Retrait Obligatoire

Il est rappelé que le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre Publique de Retrait. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

7. Coût d'acquisition et modalités de financement de l'Offre

Le montant de l'Offre Publique de Retrait et de la mise en oeuvre du Retrait Obligatoire (hors commissions et frais de courtage) est de 903.040 euros, correspondant à l'acquisition de 11.288 actions SAGA au prix unitaire de 80 euros, étant précisé que la totalité des actions SAGA apportées à l'Offre Publique de Retrait ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Ce montant sera financé par les ressources propres de Bolloré.

Le montant total de tous frais, coûts et dépenses engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (y compris les honoraires et frais de ses conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants, ainsi que les honoraires relatifs aux relations publiques, à la communication et aux frais de courtage) est estimé à environ 200.000 euros (hors taxes).

D. Avis du conseil d'administration de SAGA

Le conseil d'administration de SAGA s'est réuni le 6 mai 2010, sous la présidence de Monsieur Gilles Alix, afin d'examiner les conditions et modalités du projet d'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire visant les titres SAGA et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF.

Trois membres du conseil d'administration étaient présents et trois étaient représentés.

Tous les membres du conseil d'administration présents se sont vus remettre en entrant en séance le projet de note d'information conjointe.

Le Président a exposé au conseil d'administration les modalités de l'Offre.

L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents ou représentés et aucune opinion divergente n'a été formulée.

Le texte de cet avis, extrait du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration, est reproduit ci-après :

« Le conseil d'administration a ensuite pris connaissance (i) du projet de note d'information conjointe, qui inclut notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique de Retrait et de l'indemnisation du Retrait Obligatoire préparés par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. et (ii) de l'avis de l'expert indépendant Banque Degroof & Philippe.

Le conseil d'administration, au vu de ces documents et de l'avis de l'Expert Indépendant qui confirme le caractère équitable du prix de 80 euros par action SAGA dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et de l'indemnisation du même montant du Retrait Obligatoire, et après en avoir délibéré, a décidé d'approuver le projet d'Offre qu'il considère conforme aux intérêts de SAGA ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

Dans ces conditions, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de ses membres, de recommander à tous les actionnaires de SAGA d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que les actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Bolloré dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Le conseil d'administration prend acte de ce que les actions SAGA seront radiées de NYSE-Euronext Paris S.A. dès le lendemain de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

Le conseil d'administration a mandaté son Président-Directeur Général à l'effet de signer la note d'information conjointe préparée en accord avec la société Bolloré et qui sera soumise au visa de l'AMF. »

Les membres du conseil d'administration présents ou représentés ont fait part de leur intention d'apporter leurs titres SAGA à l'Offre Publique de Retrait.

II. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU MONTANT DE L'INDEMNISATION DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le prix proposé par Bolloré dans le cadre de l'Offre est de 80 euros par action SAGA (Bolloré percevant l'intégralité du dividende de SAGA se rattachant à l'exercice 2009). Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ci-après ont été préparés par Mediobanca

Banca di Credito Finanziario S.p.A, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de Bolloré sur la base des informations communiquées par cette dernière et selon les principales méthodes usuelles d'évaluation.

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

A. Méthodologie

La Société 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. La sélection ci-dessous des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de la Société, de sa taille, et de son secteur d'activité :

- Analyse du cours de bourse de SAGA et achats de titres SAGA par le Groupe Bolloré ;
- Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (en anglais « DCF » ou « Discounted Cash Flow ») ;
- Application des multiples boursiers d'un échantillon de sociétés cotées comparables ;

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- Les méthodes patrimoniales, par la constatation de la situation nette comptable et la méthode de l'actif net réévalué (« ANR »), n'ont pas été considérées pertinentes dans le cadre de nos travaux. La situation nette comptable de SAGA ne reflète pas les perspectives de croissance et de rentabilité du groupe. Concernant l'ANR, il est difficile d'évaluer séparément chacun des éléments d'actifs de SAGA, tant dans le segment du commission de transport et logistique France (activité à très faible intensité capitalistique), que dans les activités portuaires et logistiques africaines. Nous avons néanmoins retenu une approche par la somme des parties qui permet d'attribuer une valeur à chacune des activités / participations de SAGA. On peut noter que les capitaux propres comptables consolidés part du groupe de SAGA au 31/12/09 s'élèvent à 154,9 millions d'euros, soit 26,2 euros par action¹ ;
- Ne faisant l'objet d'aucun suivi par des analystes, la méthode des cours cibles des analystes n'a pas pu être appliquée à SAGA ;
- La méthode des transactions passées comparables n'a pas été retenue car il n'existe pas, dans l'environnement de marché actuel, de références de transactions sur des sociétés comparables à SAGA en termes de taille, d'exposition géographique, de profil de risque et de perspectives de croissance. Les multiples des transactions comparables dans le secteur du transport et de la logistique au sens large ont été cependant analysés à titre illustratif (on notera à cet égard que l'échantillon analysé des transactions dans le secteur transport logistique fait ressortir des multiples

¹ L'actif net total s'élève à 35,3 euros par action.

historiques d'EBITDA et d'EBIT de respectivement 10,1x et 13,2x (en médiane) vs. 11,3x et 15,6x en moyenne chez les comparables boursiers en 2010) ;

- L'actualisation des flux de dividendes futurs, ou méthode des rendements, paraît peu appropriée compte-tenu du contrôle exclusif exercé par Bolloré sur SAGA qui le met en position d'influer sur la politique de dividendes du groupe SAGA.

La valorisation de SAGA (en dehors de l'analyse du cours de bourse) a été appréhendée sur la base d'une Somme des Parties en distinguant i) l'activité Transport et Logistique Afrique (manutention portuaire), ii) la Commission de Transport et Logistique Internationale, iii) la participation de 23,7% nette de minoritaires dans SETV (concession du port autonome d'Abidjan) mise en équivalence dans les comptes, iv) les autres participations et actifs financiers détenus par SAGA, et v) la holding qui supporte les frais de siège.

Les activités de Transport et Logistique Afrique ainsi que Commission de Transport et Logistique Internationale ont été valorisées par les méthodes DCF et Comparables Boursiers tandis que la Holding et la participation dans SETV ont été évaluées uniquement par l'approche DCF du fait de l'absence de comparables boursiers. La valeur des autres participations et actifs financiers (33 millions d'euros) a été déterminée principalement sur la base de leur valeur nette comptable au 31.12.2009, certains actifs ayant toutefois fait l'objet d'une réévaluation.

B. Principes Généraux

Les travaux d'évaluation reposent sur les principes suivants :

- La date de valorisation est au 31 décembre 2009 sur la base des conditions de marché au 15/04/2010.
- La Société a communiqué à Mediobanca un Budget 2010 (établi dans le cadre du processus budgétaire du Groupe Bolloré) pour les activités (i) Transport et Logistique Afrique et (ii) Commission de Transport et Logistique Internationale (y.c. Holding) et un business plan 2011-2014 élaboré par la Direction Financière de SAGA. Ces projections n'ont pas été prolongées au-delà de 2014. En ce qui concerne SETV, un business plan sur la durée de la concession (soit jusqu'en 2029) a été transmis. Ces business plans sont ceux retenus dans le cadre du test d'impairment sur la valeur d'utilité des unités génératrices de trésorerie (UGT).
- Les travaux reposent sur les agrégats financiers par activité préparés sur la base des comptes audités et certifiés par les Commissaires aux Comptes en normes IFRS clôturés au 31 décembre 2009 ; ces agrégats ont été retraités des éléments non cash (ex : stock options Bolloré), faisant l'objet d'un traitement spécifique (protocole bancaire) ou, dans le cadre de l'approche par les multiples, non récurrents.
- Les travaux d'évaluation de SAGA s'inscrivent dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait et de Retrait Obligatoire portant sur le solde du capital de la

Société non détenue 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 SAGA à partir de la valeur d'entreprise (« VE ») obtenue par la méthode DCF ou par la méthode des multiples boursiers s'élèvent à -41.5 millions d'euros. Ils sont calculés :
 - en ajoutant la trésorerie nette au 31/12/2009 (78 millions d'euros) ;
 - et en déduisant :
 - les provisions à caractère de dette, incluant notamment les engagements envers le personnel et les provisions pour risques et charges (hors risques filiales) pour 30,7 millions d'euros ;
 - les provisions au titre du protocole bancaire de 4,6 millions d'euros ;
 - la valeur des intérêts minoritaires estimée en appliquant à la quote part de résultat net attribuable aux minoritaires les P/E des sociétés comparables (« freight forwarders » ou « stevedores » suivant la division à laquelle la filiale peut être rattachée). Les principaux intérêts minoritaires se situent au niveau de la société Africa Logistics Côte d'Ivoire. On notera que la valeur induite retenue pour les intérêts minoritaires est supérieure à la valeur comptable au 31/12/2009 (84 millions d'euros vs. 54 millions d'euros).

Tableau de passage Valeur d'entreprise à Valeur des capitaux propres	M€
Trésorerie nette à fin année	78
Provisions et Protocole bancaire	(35)
Minoritaires hors SETV et AIC	(84)
Total ajustements	(42)

C. Application des méthodes retenues

1. Analyse du cours de bourse de SAGA

1.1. Limites

Cette méthode présente plusieurs limites :

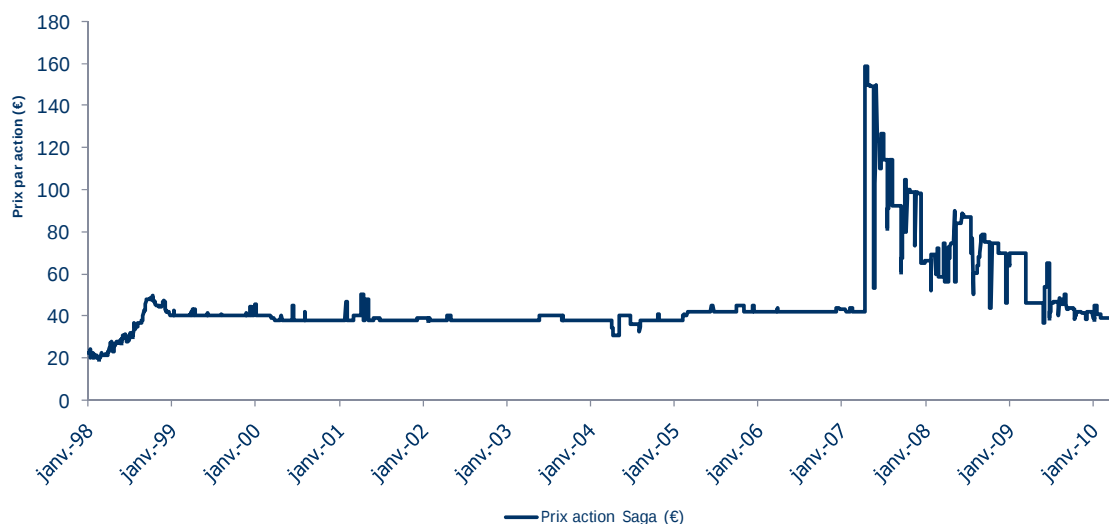
- le flottant de SAGA ne représente que 0,19% soit moins de 0,5 million d'euros au cours du 28/04/ 2010 ;
- de par de son flottant étroit, le titre SAGA présente une liquidité extrêmement limitée :
 - depuis 1 an, le titre SAGA se traite en moyenne 1 jour de bourse sur 5 ;

- sur 1 an, en moyenne 36 titres (soit environ 1 500 euros) s'échangent chaque jour ;
- SAGA ne fait plus l'objet d'un suivi par les analystes depuis 1998. Comme le titre Bolloré est également peu suivi, le titre SAGA ne fait pas l'objet d'un suivi indirect par les analystes.

1.2. Analyse du cours de SAGA

SAGA est cotée compartiment B Eurolist de la bourse de Paris.

Depuis sa prise de contrôle par le Groupe Bolloré, le cours de SAGA a évolué comme suit.



Source: Datastream

Sur 1 an, le cours de SAGA est en recul de 6,1% sous performant notamment sa maison mère Bolloré. Sur 1 mois, le cours est en hausse de 0,7% vs. une hausse de 2,1% pour le cours de Bolloré.

Performances relatives	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans	3 ans
Saga	+0,7%	+10,2%	+2,6%	(6,1%)	(52,2%)	(71,1%)
Bolloré	+2,1%	+11,2%	+8,5%	+30,1%	(12,6%)	(21,0%)
Saga vs Bolloré	(1,4%)	(0,9%)	(5,9%)	(36,2%)	(39,6%)	(50,1%)

Source: Fininfo

Le cours moyen pondéré à 60 jours de bourse est de 41,0 euros vs. un cours spot au 05/05/2010 de 43,1 euros et une moyenne 1 mois de 41,8 euros.

Statistiques Saga	05 / 05 / 10	1 mois	60 jours	3 mois	6 mois	1 an	2 ans	3 ans
+ Bas (€)	39,2	39,2	39,1	39,1	36,6	36,6	36,6	36,6
+ Haut (€)	43,1	43,1	43,1	43,1	45,0	65,0	90,1	149,9
Moyenne pondérée - cours moyen pondéré journalier (€)	43,1	41,8	41,0	41,0	41,0	41,9	55,0	66,7
Moyenne pondérée - cours moyen pondéré journalier hors achats Bolloré (€)	43,1	41,8	41,0	41,0	41,0	41,9	45,7	66,1
Capitalisation boursière (m€)	254,7	249,0	242,4	242,4	241,8	257,4	327,2	424,7
Volumes totaux	28	115	161	161	536	1 772	3 533	5 244
Nombre de titres échangés / jour	28	23	20	20	28	36	41	33
Nombre de titres échangés / jour hors achats Bolloré	28	23	20	20	28	36	24	24
Montant des échanges journaliers (€)	1 152	961	826	826	1 157	1 517	2 232	2 228
Montant des échanges journaliers (€) hors achats Bolloré	1 152	961	826	826	1 157	1 517	1 095	1 598
Périodicité de la quotation en jours de bourse	ns	2/9	1/7	1/8	1/7	1/5	1/6	1/5
Périodicité de la quotation hors achats Bolloré	ns	2/9	1/7	1/8	1/7	1/5	1/6	1/5
Volume journalier moyen (% total capital)	0,0005%	0,0004%	0,0003%	0,0003%	0,0005%	0,0006%	0,0007%	0,0006%
Volume journalier moyen (% total capital) hors achats Bolloré	0,0005%	0,0004%	0,0003%	0,0003%	0,0005%	0,0006%	0,0004%	0,0004%
Volume journalier moyen (% flottant estimé)	0,2481%	0,2038%	0,1783%	0,1783%	0,2499%	0,3204%	0,3598%	0,2959%
Volume journalier moyen (% flottant estimé) hors achats Bolloré	0,2481%	0,2038%	0,1783%	0,1783%	0,2499%	0,3204%	0,2120%	0,2140%

Source: Fininfo

1.3. Achats par le Groupe Bolloré

Il n'y a pas eu d'achat par le Groupe Bolloré de titres SAGA au cours des 12 derniers mois. Le dernier achat remonte au 7 octobre 2008 (100 titres acquis à 44 euros/action). L'achat le plus important en volume au cours des 3 dernières années (1 351 titres) remonte au 11 septembre 2008 (70 euros/action, prix le plus élevé payé depuis trois ans).

2. **Actualisation des flux futurs 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.

2.1. 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 SAGA est présente). Aucune acquisition ou cession d'actif significative n'a été prise en compte dans les projections du plan d'affaires.

Nous avons réalisé quatre actualisations de flux fondées sur les plans d'affaires préparés par le Groupe Bolloré relatifs à i) la Commission de Transport et Logistique Internationale, ii) le Transport et Logistique Afrique, iii) SETV, et iv) la Holding.

Les principales hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires par division de la Société sont récapitulées ci-après. Ces hypothèses ont été confrontées aux consensus des analystes financiers pour les sociétés comparables à SAGA.

Transport et Logistique Afrique

Le plan d'affaires envisage une reprise de la croissance du chiffre d'affaires de la branche Transport et Logistique Afrique à partir de 2011 puis un retour à un niveau plus normatif en 2014 (CAGR 2010-2014 de l'ordre de 3%) accompagnée d'une remontée des marges d'EBITDA dès 2010 à des niveaux en ligne avec les performances historiques.

On notera que si SAGA a mieux résisté en 2009 que les grands gestionnaires de port cotés, ses performances 2008 et celles projetées pour 2010 et 2011 sont néanmoins sensiblement inférieures à celles de ses comparables cotés, tant en croissance de chiffre d'affaires que de marges.

Commission de Transport et Logistique Internationale

Le plan d'affaires de la branche Commission de Transport et Logistique Internationale anticipe une forte reprise en termes d'activité en 2010 et 2011 puis un retour à un niveau plus normatif en 2014 (CAGR 2009-2014 supérieur à 8%) avec des niveaux de marges opérationnelles en ligne avec 2009.

On notera que SAGA a mieux résisté que ses grands concurrents cotés en terme de marge malgré un recul comparable du chiffre d'affaires. Si l'effet de reprise attendu sur le chiffre d'affaires en 2010 et 2011 est en ligne voire dans le haut de fourchette du consensus boursier sur les comparables, cet effet est moindre au niveau du résultat opérationnel 2010 en raison d'un effet de base plus élevé. A partir de 2011, l'évolution attendue des marges est en ligne avec les pairs cotés, la marge projetée en fin de plan restant à une légère décote par rapport à la moyenne des comparables (comme constaté historiquement en 2007 et 2008).

SETV

Après une reprise significative en 2010 et 2011, le business plan de SETV anticipe un retour à une croissance normative (2% environ). Le niveau de marge opérationnelle attendu est supposé relativement stable par rapport aux performances 2009.

Holding

Les résultats de la Holding sont constitués principalement de frais administratifs liés à la gestion courante de SAGA, aux loyers reçus ainsi qu'à des coûts de personnel de la direction de SAGA

2.2. Détermination du taux d'actualisation

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

- Un taux sans risque de 3,1% (Bund 10 ans) ;
- Prime de risque marché actions de 6,54% (prime de risque Associés en Finance) ;
- Un bêta de 0,7 pour l'activité Transport et Logistique Afrique (et SETV) et de 1,1 pour l'activité Commission de Transport et Logistique Internationale, calculés sur la base des bêtas des comparables boursiers.
- Une prime de risque spécifique complémentaire pour les activités Transport et Logistique Afrique de 3,0% afin de refléter la concentration de l'exposition de cette division à certains pays africains ce qui n'est pas le cas des comparables retenus pour la détermination du bêta. Cette prime additionnelle est cohérente avec les hypothèses retenues dans l'impairment test et avec l'approche des analystes sur la société CFAO qui a également une forte exposition Afrique ;
- Une prime de risque spécifique supplémentaire pour SETV de 5,0% (en ligne avec les hypothèses retenues dans l'impairment test), soit 3% de risque pays « Afrique » et 2% de risque « green field »² ; et
- Un levier cible nul.

Sur la base de cette approche, le CMPC ressort à :

- 10,5% pour le Transport et Logistique Afrique ;
- 8,6% (CMPC utilisé par les brokers sur les comparables cotés) à 10,2% pour la Commission de Transport et Logistique Internationale ;
- 12,5% pour SETV ;
- 10,3% pour les frais de groupe (moyenne entre Commission de Transport et Logistique Internationale d'une part et Transport et Logistique Afrique d'autre part).

2.3. Valeur terminale

Au-delà des plans d'affaires (soit 2014), le calcul de la valeur terminale est basé sur la méthode « Gordon-Shapiro », supposant la croissance à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif.

²

L'existence d'une prime de risque additionnelle pour les projets « green field » et sa quantification sont mises en évidence par des articles de recherche en finance.

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 2,5%, en ligne avec les comparables boursiers « Freight Forwarders » (2,3%) et « Stevedores » (2,6%) et plus élevé que celui retenu par SAGA dans l'impairment test (2,0%). On notera que la valeur terminale représente environ 70% de la valeur totale pour le Transport et Logistique Afrique (et la Holding) et 75% pour la Commission de Transport et Logistique Internationale.

Pour le DCF de SETV, aucune valeur terminale n'a été retenue au-delà de la fin de la concession considérant qu'il ne peut y avoir de valeur de rente à l'infini sur un contrat de concession (remise en concurrence des contrats de concession à l'échéance).

2.4. Résultat de la méthode

La méthode DCF conduit à une valeur d'entreprise de SAGA de 370 millions d'euros, y compris les autres actifs et participations financières (évalués à 33 millions d'euros principalement sur la base de leur valeur nette comptable au 31/12/2009).

La valeur centrale des capitaux propres ressort à 328 millions d'euros, ce qui correspond à 55,5 euros par action environ. Il a également été mené une analyse de sensibilité aux principaux paramètres financiers du DCF (croissance terminale, CMPC) présentée ci-dessous :

Analyse de sensibilité	Bas de fourchette	Milieu de fourchette	Haut de fourchette
CMPC			
Commission de transport et logistique internationale	10,2%	9,4%	8,6%
Transport et logistique Afrique	11,0%	10,5%	10,0%
SETV (23.73% net des minoritaires)	13,0%	12,5%	12,0%
Frais de groupe-Holding	10,8%	10,3%	9,8%
Croissance Terminale	2,0%	2,5%	3,0%
Valeur d'Entreprise (millions d'€)	330	370	425
Trésorerie, Provisions et Intérêts Minoritaires	(42)	(42)	(42)
Valeur des capitaux propres (millions d'€)	289	328	384
Valeur par action (€)	48,8	55,5	64,9

Sur la base de cette méthode, l'action SAGA est valorisée entre 48,8 et 64,9 euros.

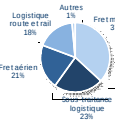
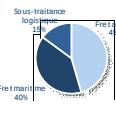
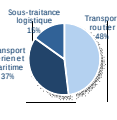
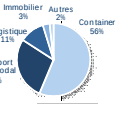
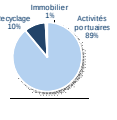
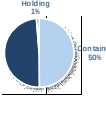
3. **Multiples boursiers**

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.

3.1. Définition de l'échantillon

Ont été analysés les multiples des groupes dont l'activité principale est similaire ou connexe de celle de SAGA, à savoir :

- Echantillon "Freight Forwarders" (DSV, Kuehne & Nagel, Panalpina) pour la division Commission de Transport et Logistique Internationale : malgré une taille plus réduite, un segment de clientèle plus spécifique (PME française) et un réseau moins large et plus spécialisé que ses grands concurrents cotés, nous avons valorisé cette division de SAGA par référence aux grands acteurs du secteur considérant que SAGA s'insérerait et bénéficierait du soutien du réseau plus large de l'activité BLX du Groupe Bolloré.
- Echantillon "Stevedores" (HHLA, DP World, Forth Ports, Eurokai) pour l'activité Transport et Logistique Afrique: Il convient de rappeler que l'activité principale de cette division de SAGA est la manutention à bord et sur terre de conteneurs et marchandises. Les groupes comparables sont, en revanche, des spécialistes dans la gestion des ports souvent dans différentes géographies. Par rapport à ces comparables cotés, l'activité de SAGA dans le Transport et Logistique Afrique présente un risque plus élevé car moins diversifié et plus exposé sur l'Afrique uniquement, et un profil de rentabilité nettement plus faible. Il a donc semblé raisonnable d'appliquer une décote aux multiples de l'échantillon des « Stevedores ».
- Les données clés des sociétés des deux échantillons boursiers sont présentées dans le tableau ci-dessous

Indicateur	K&N 	Panalpina 	DSV 	HHLA 	DP World 	Forth Ports 	Eurokai 	
Pays / Devise	Suisse / En mCHF	Suisse / En mCHF	Danemark / En mDK	Allemagne / En m€	Émirats Arabes Unis / En m\$	Royaume-Uni / En m£	Allemagne / En m€	
Chiffre d'affaires 2009	14 336	5 958	36 085	991	2 821	174	604	
Répartition du CA 2009					Gestionnaire de terminaux et de la logistique portuaire			
EBIT 2009	594	30	1 703	160	600	41	50	
Marge (% du CA)	4,1%	0,5%	4,7%	16,2%	21,3%	23,7%	8,3%	
Valeur d'entreprise	12 926	1 547	29 594	2 625	11 666	904	734	
Capitalisation boursière	13 499	2 128	21 915	2 005	8 964	630	356	

Source : Rapports annuels et IBES (Datastream)
Note : Capitalisation boursière au 15/04/2010

3.2. Calcul des multiples

Pour les sociétés de l'échantillon retenu, Mediobanca a retenu le consensus IBES pour les années 2010-2012.

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

- cours de bourse au 15/04/2010 ;
- 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.

3.3. Multiples retenus

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT 2010, 2011 et 2012 ont été analysés. L'application du PER n'a pu être retenue en raison de l'absence de données par division au niveau du résultat net.

Concernant la division Commission de Transport et Logistique Internationale, il a semblé plus pertinent de retenir principalement les multiples 2011 et 2012 comme base de référence. En effet les performances de l'activité de Commission de Transport et Logistique Internationale de SAGA, favorablement impactée par les bons résultats en Afrique et poussée par le réseau BLX, ont été moins affectées par la crise en 2009 que celles de ses concurrents cotés. A l'inverse, les taux de croissance des EBIT 2010 mettent en évidence un retournement des résultats attendus des concurrents nettement plus fort que chez SAGA dont la base de comparaison est plus haute en 2009. Il en résulte un biais dans l'application des multiples 2010 qui reflètent une anticipation de retournement des résultats opérationnels, et donc de croissance, significativement plus forte chez les concurrents cotés de SAGA par rapport à cette dernière.

Concernant la division Transport et Logistique Afrique, pour les raisons évoquées plus haut, il a été appliqué une décote aux multiples de l'échantillon des « Stevedores ». Cette décote a été estimée sur la base de l'impact de l'inclusion d'une prime de risque spécifique dans le calcul du CMPC sur la valeur d'entreprise des activités africaines calculée selon la méthode du DCF. Il en ressort une décote de 35%.

Les multiples boursiers sont présentés ci-dessous :

Multiples Boursiers (moyenne des échantillons)	2010	2011	2012
<u>EV/EBITDA</u>			
Echantillon Freight Forwarders	11,3x	9,4x	8,4x
Echantillon Stevedores (avant décote)	8,3x	7,2x	6,5x
<u>EV/Résultat Opérationnel</u>			
Echantillon Freight Forwarders	15,6x	12,3x	10,6x
Echantillon Stevedores (avant décote)	14,6x	12,0x	10,5x

Source IBES

3.4. Résultat de la méthode

Sur la base de cette méthode, l'action SAGA est valorisée entre 51,8 et 65,4 avec un milieu de fourchette à 58,4 euros.

	Bas de fourchette	Milieu de fourchette	Haut de fourchette
Valeur d'Entreprise (millions d'€)	348	387	428
Trésorerie, Provisions et Intérêts Minoritaires	(42)	(42)	(42)
Valeur des capitaux propres (millions d'€)	306	345	386
Valeur par action (€)	51,8	58,4	65,4

Note : Bas et haut de fourchette déterminés sur la base respectivement des valeurs minimum et maximum obtenus par l'application des multiples EBIT et EBITDA aux divisions Commission de Transport et Logistique Internationale et Transport et Logistique Afrique sur les années retenues.

D. Synthèse des résultats d'évaluation

Le prix d'Offre de 80 euros par action SAGA (Bolloré percevant l'intégralité du dividende de SAGA se rattachant à l'exercice 2009) se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

	Valeur (euros/action)	Prime
Valorisation multi-critères		
Valeur centrale DCF	55,5	44,1%
Bas de fourchette DCF	48,8	63,8%
Haut de fourchette DCF	64,9	23,2%
Valeur centrale Multiples Boursiers	58,4	37,0%
Bas de fourchette Multiples Boursiers	51,8	54,3%
Haut de fourchette Multiples Boursiers	65,4	22,3%
Cours de bourse (1)		
Cours au 05/05/2010 (2)	43,1	85,6%
Moyenne pondérée - 1 mois	41,8	91,5%
Moyenne pondérée - 60 jours	41,0	95,0%
Moyenne pondérée - 3 mois	41,0	95,0%
Moyenne pondérée - 6 mois	41,0	95,1%
Moyenne pondérée - 1 an	41,9	90,8%
Cours plus haut - 1 an	65,0	23,1%
Cours plus bas - 1 an	36,6	118,6%
Autres références à titre illustratif		
Capitaux propres part du groupe au 31/12/09 par action	26,2	205,2%
Achat Bolloré le plus significatif en termes de volume et de prix depuis 3 ans (le 11/09/08)	70,0	14,3%
Dernier achat Bolloré (le 07/10/08)	44	81,8%

(1) Cours de bourse pondéré par le volume quotidien (source : Fininfo).

(2) Cours de clôture à la veille de l'annonce de l'opération

Le prix d'Offre de 80 euros par action SAGA (Bolloré percevant l'intégralité du dividende de SAGA se rattachant à l'exercice 2009) se situe au-dessus des fourchettes d'estimations retenues dans le cadre de l'évaluation multicritère.

III. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Banque Degroof & Philippe, désignée par SAGA en qualité d'expert indépendant, a confirmé le caractère équitable du prix par action de 80 euros proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et de l'indemnisation remise dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Le rapport de l'expert indépendant et son annexe sont reproduits ci-après.

A. Rapport de l'expert indépendant

« A l'attention du Conseil d'Administration de SAGA.

CONTEXTE DE L'OPERATION

Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (OPR-RO) initiée par BOLLORE sur les actions de SAGA, BANQUE DEGROOF & PHILIPPE a été désignée le 9 avril 2010 par SAGA en tant qu'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, aux fins de donner un avis sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix de 80€ offert par BOLLORE sur les actions de la société SAGA.

Cette expertise a pour objectif de permettre au Conseil d'administration de SAGA d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé.

PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Présentation de la BANQUE DEGROOF & PHILIPPE

BANQUE DEGROOF & PHILIPPE est une société anonyme au capital de 19.520.000 €, dont le siège social est situé 1, rond-point des Champs-Élysées à PARIS, détenue à 100% par BANQUE DEGROOF SA (Belgique) dont le siège social est 44, rue de l'Industrie – 1040 Bruxelles. Son business model est centré sur le conseil (M&A) et la gestion patrimoniale (24 Milliards d'euros d'A.U.M.).

BANQUE DEGROOF & PHILIPPE est issue de la fusion-absorption par ALTRA Banque de PHILIPPE PATRIMOINE en mai 2008.

BANQUE DEGROOF & PHILIPPE emploie 46 personnes, c'est une banque de siège, possédant quatre agences non domiciliatrices, à Grenoble, Bordeaux, Toulouse et Lille.

BANQUE DEGROOF & PHILIPPE est un Etablissement de Crédit agréé pour toutes les opérations de banques.

Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 12 derniers mois

La Banque n'a pas réalisé de mission d'expertise indépendante au cours des 12 derniers mois. Elle a néanmoins été Banque présentatrice de deux opérations de marché :

- OPAS visant les actions de la société Mandarine Holding (anciennement IMECOM Group SA) initiée par MANDARINE Group (2008) ;

- OPAS visant les actions de la société EGTN initiée par CAP Holding (2009).

Déclaration d'indépendance

Conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons être dans une situation de parfaite indépendance vis-à-vis des sociétés BOLLORE et SAGA et attestons de l'absence de relations contractuelles avec ces sociétés, l'une des filiales du Groupe BOLLORE ou les sociétés de contrôle de la société BOLLORE, dans les 18 mois précédant la rédaction de la présente attestation d'équité.

Nous attestons également être en situation de parfaite indépendance vis-à-vis de MEDIOBANCA, conseil du Groupe BOLLORE dans cette opération.

Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BANQUE DEGROOF & PHILIPPE au titre de sa mission s'élèvera à 35.000€ HT.

Diligences mises en œuvre

Nous avons réalisé notre mission conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de l'Instruction d'application du 25 juillet 2006, et des Recommandations modifiées du 19 octobre 2006.

Nos travaux ont consisté à :

- Prendre connaissance de l'activité de la société ;
- Analyser le contexte de l'offre ;
- Analyser le rapport d'évaluation établi par MEDIOBANCA ;
- Vérifier le bien fondé des méthodes d'évaluation retenues;
- Evaluer la Société SAGA,
- Nous entretenir avec les dirigeants de SAGA ainsi qu'avec les responsables de MEDIOBANCA,
- Apprécier le caractère équitable du prix de 80€ par action SAGA proposé aux minoritaires.

Nous avons travaillé sur la base des documents et informations qui nous ont été transmis par l'Evaluateur, MEDIOBANCA, ainsi que par SAGA. Nous avons notamment pris connaissance des comptes sociaux et consolidés audités de SAGA au 31 décembre 2009, des données historiques et prévisionnelles pour les sociétés entrant dans le périmètre de cette opération.

Nous n'avons pas procédé à un audit des documents à caractère financier qui nous ont été communiqués, ni validé les données historiques et prévisionnelles établies par SAGA.

Nous n'avons cependant pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause la pertinence globale de ces documents au regard des informations transmises.

Le présent avis est présenté dans l'ordre suivant :

- 1 - Economie générale de l'opération
- 2 - Analyse du rapport d'évaluation de SAGA par MEDIOBANCA et évaluation de BANQUE DEGROOF & PHILIPPE
- 3 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.

1. ÉCONOMIE GENERALE DE L'OPERATION

1.1 Contexte de l'opération

Le Groupe BOLLORE exerce ses activités dans plusieurs métiers diversifiés à savoir, les films plastiques, les batteries et véhicules électriques, le transport et la logistique, la distribution d'énergie, les terminaux et systèmes spécialisés, la communication et les médias. Le Groupe détient par ailleurs d'importantes plantations dans le monde.

BOLLORE détient 99,81 % de SAGA et entend opérer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur le solde des titres.

1.2 Présentation de SAGA

Détenue par divers groupes avant 1996 et en difficulté financière, SAGA fut reprise à cette époque conjointement par le Groupe BOLLORE – au travers d'ALBATROS Investissement – et par CMB (Compagnie Maritime Belge)/SAFREN, et cogérée par les deux groupes jusqu'en 1997, date à laquelle le Groupe BOLLORE porta sa participation à 98 % du capital. A ce jour, et suite à plusieurs opérations, l'ensemble de la participation est regroupée sous BOLLORE.

Outre le siège (Holding, assistance technique) les activités de SAGA s'organisent autour de trois pôles :

- Transport et Logistique Afrique - Chiffre d'Affaires 2009 : 454,9 M€

Cette division recouvre le « Stevedoring », c'est-à-dire le chargement et le déchargement de navires, et la manutention sur terre. Ce sont des plateformes logistiques combinant les moyens de transport et les services douaniers.

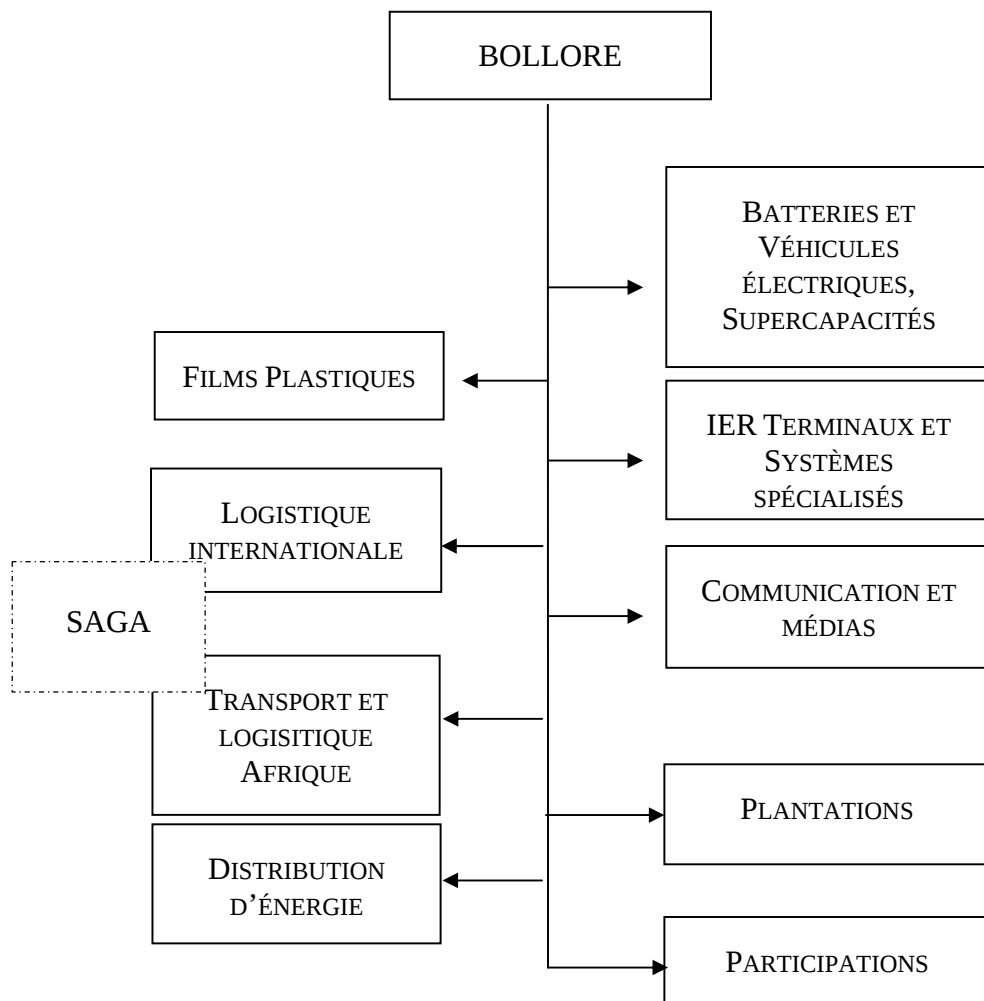
SAGA est présente dans neuf pays africains (Côte d'Ivoire, Guinée, Cameroun, Togo, Burkina Faso, Benin, Congo, Gabon, Sénégal)

- Commission de Transport et Logistique Internationale - Chiffre d'Affaires 2009 : 315,7 M€

Cette activité regroupe les métiers de commissionnaire de transport, de transitaire, et de commissionnaire en douane. Cette division s'intègre dans le réseau constitué par SDV Logistique Internationale du Groupe BOLLORE dont l'activité se déploie sur les cinq continents, dans 89 pays.

- Société d'Exploitation du Terminal de VRIDI (SETV) – Chiffre d’Affaires 2009 : 76,1 M€

Cette société a pour objet la gestion et l’exploitation du Terminal à conteneurs de VRIDI (concession signée en octobre 2003 avec le port autonome d’Abidjan). SETV est mise en équivalence dans les comptes de SAGA à hauteur de 39 %, la détention de SAGA, hors minoritaires, étant de 23,73 % (cf. organigramme économique simplifié ci-après).



2. ANALYSE DU RAPPORT D'ÉVALUATION DE MEDIOBANCA – ÉVALUATION DE BANQUE DEGROOF & PHILIPPE

2.1 Choix des méthodes

MEDIOBANCA a valorisé SAGA sur la base d'une somme des parties (« SOP »), après avoir écarté certaines méthodes d'évaluation.

2.1.1 Méthodes écartées

L'Évaluateur a rejeté les quatre méthodes suivantes :

- Méthode des rendements (distributions de dividendes), jugée inadaptée en raison du degré de contrôle de BOLLORE sur SAGA ;
- Transactions comparables : après vérifications, nous avons également constaté l'absence de comparables significatifs, tant au niveau de la taille des activités de SAGA que de son implantation géographique ;
- Evaluation des analystes : compte tenu de l'absence de suivi de la valeur par les analystes (pourcentage de détention par BOLLORE), MEDIOBANCA n'a pu retenir cette méthode.
- ANR : cette méthode consiste à corriger l'actif net comptable de la société concernée des plus ou moins values latentes que recèle son bilan, tout en tenant compte de l'impact fiscal éventuel. Cette méthode est plus adaptée à l'évaluation de holdings de participations. MEDIOBANCA a constaté l'impossibilité de retenir cette méthode dans le cas de SAGA.

Nous partageons l'analyse de MEDIOBANCA et approuvons le rejet de ces méthodes.

2.1.2 Méthodes retenues

Comme indiqué ci-dessus, MEDIOBANCA a retenu la méthode somme des parties (SOP) pour évaluer SAGA. Cette méthode consiste à évaluer les différentes branches d'activité d'une entreprise séparément. Chaque activité peut-être évaluée en utilisant une ou plusieurs méthodes appropriées : DCF, multiples, ANR, transactions comparables, A ce titre, les méthodes suivantes ont été appliquées :

- DCF (Discounted Cash Flow – Actualisation des flux de trésorerie futurs) : cette méthode consiste à actualiser les flux générés par l'exploitation de la société. L'analyse s'appuie sur des prévisions de cash-flow disponibles sur une période de plusieurs exercices. Les flux générés sont actualisés sur la base d'un taux (CMPC – Wacc) incluant un taux sans risque, une prime de risque de marché et une pondération liée au risque de la société concernée.
MEDIOBANCA a retenu des hypothèses de Wacc que nous avons examinées.

Concernant les plans d'affaires sur la base desquels MEDIOBANCA a appliqué ses calculs de DCF, nous avons vérifié leur bien-fondé au cours d'entretiens avec les directions de SAGA et de BOLLORE. Les hypothèses d'évolution des chiffres qui nous ont été présentées nous apparaissent cohérentes, notamment avec les données historiques.

- Multiples boursiers de sociétés comparables : cette méthode compare des multiples généralement observés auprès de sociétés opérant sur des secteurs d'activité comparables (cf. infra §2.2.2).
- Analyse du cours de bourse : il s'agit d'analyser l'évolution du cours de l'action sur différentes périodes. MEDIOBANCA a retenu des périodes courant de 1 mois à deux ans. L'Evaluateur souligne l'insuffisance de flottant et le manque de liquidité de l'action. Nous approuvons ce constat, et considérons que cette méthode, bien que pertinente et nécessaire dans l'absolu ne peut en l'espèce avoir qu'une valeur indicative. Nous notons que MEDIOBANCA rappelle pour mémoire les dernières transactions de BOLLORE.

2.2 Analyse des méthodes retenues

Afin d'appliquer la méthode SOP, MEDIOBANCA évalue séparément les actifs suivants :

- Transport et Logistique Afrique ;
- Commission de Transport et Logistique Internationale ;
- SETV ;
- Autres actifs,
- Holding / Frais de siège.

Certains éléments sont, conformément aux pratiques habituelles, ajoutés ou retranchés de la valeur d'entreprise constatée afin d'en déterminer le prix : il s'agit, pour l'essentiel, de la trésorerie nette, des provisions pour risques et charges et pour avantages au personnel, des intérêts minoritaires. Le solde des montants dus au titre d'une clause de retour à meilleure fortune, arrivant à échéance en 2010 et liée à la restructuration financière de SAGA, a par ailleurs été retenue intégralement (4,6M€).

Nous n'avons pas de remarque à formuler sur les principes retenus par l'Evaluateur.

2.2.1 DCF

Compte tenu des particularités de la société SAGA, la méthode des DCF ressort comme la mieux adaptée.

Nous avons vérifié les hypothèses de valorisation retenues par MEDIOBANCA. Les DCF ont été réalisés sur la base des plans d'affaires établis par le Groupe BOLLORE, avec les dirigeants duquel nous nous sommes entretenus. Le taux de croissance à l'infini retenu par MEDIOBANCA (2,5%) ressort en ligne avec les comparables. Concernant l'évaluation du

terminal de Vridi, le DCF a été établi jusqu'à l'échéance de la concession (2029), conformément à la méthode retenue dans les impairment tests par les auditeurs.

S'agissant des taux d'actualisation utilisés (Wacc), les hypothèses retenues sont conformes aux références communément admises pour :

- Taux sans risque (3,14% - Bund 10 ans) ;
- Coût de la dette (3,7% - réel exercice 2009) ;
- Prime de risque marché actions (6,54% - source Associés en Finance).

Nous notons que les taux de croissance à l'infini utilisés pour la détermination de la valeur terminale sont légèrement supérieurs à ceux retenus par le Groupe BOLLORE dans le cadre de leurs impairment tests.

L'Evaluateur a retenu une prime spécifique de risque pays de 3% pour les activités africaines. Il nous a paru nécessaire d'effectuer un test de sensibilité, eu égard aux notations des pays de la zone Afrique dans lesquels SAGA est présent.

On trouvera ci-dessous un récapitulatif des principales notations des pays concernés :

Pays	Coface			OCDE (02/04/10)	S&P (19/04/10)
	Rating pays	Environnement des affaires	Croissance prévisions 2010		
Bénin	B	C	3,0%	6	B
Burkina Faso	C	C	5,8%	7	B
Congo	C	D	8,0%	7	-
Cameroun	C	C	2,7%	6	B
Côte d'Ivoire	D	C	4,0%	7	-
Gabon	B	C	3,3%	6	BB-
Guinée	D	D	3,0%	7	-
Sénégal	B	B	2,7%	6	B+
Togo	C	D	2,5%	7	-

Ces pays présentent une appréciation du risque relativement uniforme. Nous avons envisagé de diminuer ce risque de respectivement 10% et 20%.

Une prime « green field » a par ailleurs été ajoutée par l'Evaluateur à l'activité de gestion du terminal de Vridi, en Côte d'Ivoire (SETV). Cette prime, généralement appliquée aux projets nouveaux impliquant un risque industriel significatif et donc un rendement attendu élevé, a été valorisée par MEDIOBANCA à 2%. Nous avons appliqué une diminution identique de 10% et 20% à cette prime afin d'en mesurer l'impact.

Le tableau ci-dessous indique les variations obtenues par rapport au DCF moyen de l'Evaluateur :

	VE		DCF moyen Evalueur
	Variation risque pays		
	-10%	-20%	
Transport & logistique	145,0	151,0	139,9
SETV (+ variation green field)	183,4	189,4	178,0
Part Saga dans SETV	43,5	44,9	42,2

Compte tenu de ce qui a été mentionné précédemment sur les risques pays, et de la présence géographique de SAGA, on peut estimer que la décote retenue par MEDIOBANCA est justifiée. Néanmoins, le positionnement de SAGA dans neuf pays, avec une activité essentiellement portuaire, donc moins sensible, nous conduisent à pondérer ce risque. Nous retiendrons donc la réduction de 20%.

Concernant les DCF appliqués aux autres actifs de SAGA – Commission de Transport et Logistique Internationale et Holding - nous validons les variables retenues par l'Evaluateur. Les Wacc retenus ainsi que les taux de croissance à l'infini appliqués sont cohérents avec les critères couramment utilisés dans ce type d'évaluation.

Les DCF ont systématiquement été confortés par des analyses de sensibilité et les Wacc utilisés ont fait l'objet de comparaisons avec les sociétés du secteur.

2.2.2 Comparables

MEDIOBANCA a procédé à une comparaison sur un échantillon de sociétés dont l'activité se rapproche de celle de SAGA. Les comparables référencés se regroupent en deux catégories principales : freight forwarders et stevedores, qui sont à rapprocher de la branche Commission de Transport et Logistique Internationale et de celle de Transport et Logistique Afrique.

Nous constatons que le panel retenu est conséquent, mais il faut souligner que, dans les deux activités, SAGA est de taille plus modeste et présente un risque plus concentré que les comparables retenus.

Nous nous sommes néanmoins attaché à envisager une décote inférieure à celle retenue par l'Evaluateur pour l'activité *Transport et Logistique Afrique* afin d'en mesurer l'impact. En effet, MEDIOBANCA retient une décote de 35 % en raison du profil de risque plus élevé et d'une rentabilité sensiblement inférieure, comme en témoignent les marges d'EBIT estimées 2010 qui s'échelonnent de 9,2 % à 23,7 % pour les comparables, alors qu'elle n'est que de 3,9 % pour SAGA Transport et Logistique Afrique.

Saga Logistique Afrique		EBITDA					RO				
Année		2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
VE		306,1	288,5	259,0	245,3	249,1	293,4	249,3	213,5	193,5	171,7
Décote Mediobanca	35%	199,0	187,5	168,4	159,4	161,9	190,7	162,0	138,8	125,8	111,6
Diminution décote	-10%	209,7	197,6	177,4	168,0	170,6	201,0	170,8	146,2	132,5	117,6
Diminution décote	-20%	220,4	207,7	186,5	176,6	179,4	211,2	179,5	153,7	139,3	171,0

Ainsi que nous avons pratiqué pour les calculs de DCF, nous avons retenu une décote inférieure de 20%, afin de tenir compte de nos considérations sur le risque Afrique.

Concernant les comparables cotés du secteur *Commission de Transport et Logistique Internationale*, l'Evaluateur a considéré que, compte tenu de l'intégration de SAGA dans l'activité Logistique du groupe BOLLORE, la société pouvait être comparée aux grands acteurs du secteur (DSV, Kuehne & Nagel, Panalpina). Toutefois, MEDIOBANCA ne retient que les multiples 2011 et 2012, l'activité de SAGA étant plus lissée dans le temps que celle de ses comparables.

Nous avons validé cette tendance, qui paraît raisonnable, auprès de la direction du groupe.

2.2.3 Valeur nette comptable

Le solde des actifs de la société, composé de participations diverses, a été valorisé sur la base de leur valeur nette comptable. Parmi les prêts, créances, dépôts et obligations, figurant au bilan de SAGA pour un montant de 17 M€, n'a été retenu que la quote-part génératrice d'intérêts, soit 7,8 M€.

Nous n'avons pas d'élément de nature à remettre en cause cette appréciation.

2.3 Synthèses

La synthèse des valorisations, selon les hypothèses retenues par l'Evaluateur, se situe dans une fourchette de 48,8€ à 65,4€ par action SAGA, comme l'indique le tableau ci-dessous.

Sans retenir les hypothèses basses de l'Evaluateur – Wacc retenus et taux de croissance à l'infini appliqués en léger décalage avec les comparables et les perspectives de SAGA – et en appliquant les modifications énoncées dans notre rapport, nous obtenons une fourchette d'évaluation qui s'étend de 57,9€ à 68,8€ par action SAGA, en ligne avec celle de l'Evaluateur.

	DCF - bas	DCF - moyen	DCF - haut	Multiples - bas	Multiples - moyen	Multiples - haut
Evaluation Mediobanca	48,8	55,5	64,9	51,8	58,4	65,4
Evaluation Banque Degroof	50,9	57,9	69,7	54,1	61,3	68,8

3. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le prix de l'offre fait apparaître les primes/décotes suivantes sur la base des cours de bourse :

Prix de l'offre (€)	80,0	prime/décote (%)
Cours spot au 05/05/10	43,1	85,6
Moyenne pondérée 1 mois	41,8	91,5
Moyenne pondérée 3 mois	41,0	95,0
Moyenne pondérée 12 mois	41,9	90,8
Plus haut 12 mois	65,0	23,1
Plus bas 12 mois	36,6	118,6

Sur la base de ces éléments, nous estimons que le prix offert de 80€ par action SAGA, proposé dans le cadre de l'OPR-RO initiée par BOLLORE est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Le présent rapport d'expertise est destinée à l'usage exclusif du conseil d'Administration de SAGA ; l'avis de BANQUE DEGROOF & PHILIPPE ne peut, en aucun cas, créer de droit au bénéfice de tout tiers, et ne peut donc servir de référence à quiconque sans son accord écrit préalable.

Il reste néanmoins bien entendu que cette opinion pourra être reprise dans le cadre du communiqué sur cette opération et ses modalités. »

Antoine HENRY
Directeur Général Adjoint

Frédéric FOURNIER
Directeur Général Délégué

B. Annexe au rapport de l'expert indépendant

Déclaration d'Indépendance

Ainsi que nous l'avons indiqué dans notre rapport d'expertise, nous sommes en situation de parfaite indépendance à l'égard des sociétés BOLLORE et SAGA, ainsi que de l'Evaluateur.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

Nous confirmons ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés SAGA, BOLLORE, ainsi que leurs conseils. Ainsi, conformément à l'Article 1 de l'Instruction AMF N° 2006-08 du 25 juillet 2006, nous attestons :

- Ne pas entretenir de lien juridique ou en capital avec les sociétés SAGA, BOLLORE ou l'une quelconque des entités du Groupe BOLLORE ou leurs conseils.
- Ne pas avoir procédé à une évaluation d'une société du Groupe BOLLORE au cours des 18 mois précédant la date de notre désignation en tant qu'expert indépendant.
- Ne pas avoir conseillé les sociétés SAGA, BOLLORE ou l'une quelconque des entités du Groupe BOLLORE au cours de la même période.
- N'avoir aucun intérêt financier dans l'issue de l'opération ; de n'avoir ni créance ni dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou sur toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Diligences effectuées par l'Expert Indépendant

1° Diligences mises en œuvre et calendrier

Il est précisé que la mission a été conduite par :

▪ *Monsieur Frédéric FOURNIER*

Administrateur Directeur Général Délégué, titulaire d'une maîtrise de Droit des Affaires.

Avant de participer à la création d'ALTRA Banque, dont il assurait la direction générale jusqu'à sa cession à la BANQUE DEGROOF (Belgique), il a commencé sa carrière à la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, puis a rejoint le Groupe de la COMPAGNIE NAVIGATION MIXTE dont il était Directeur Général Adjoint ainsi que de sa filiale VIA BANQUE.

▪ *Monsieur Antoine HENRY*

Docteur en Droit, Directeur Général Adjoint, a été entre 1973 et 1983, Directeur Adjoint à la Banque ROTHSCHILD, responsable du Département des Grandes Entreprises, Directeur de FRANCE ENERGIE BAIL de 1983 à 1986, puis Directeur Général Adjoint de la B.U.M.F de 1986 à 1998. Directeur Général Adjoint d'ALTRA Banque jusqu'à la fusion.

Il a, par ailleurs, été chargé de cours d'économie à l'Université Paris-Dauphine, et Juge Consulaire au Tribunal de Commerce de Paris de 1993 à 1998.

Nous sommes intervenus entre le 9 avril 2010, date de notre nomination par le conseil d'administration de la société SAGA, au 5 mai 2010 date de remise de notre rapport.

Nos travaux ont consisté à :

- Prendre connaissance de l'activité de la société ;
- Analyser le contexte de l'offre ;

- Analyser le rapport d'évaluation établi par Mediobanca ;
- Vérifier le bien fondé des méthodes d'évaluation retenues;
- Evaluer la Société SAGA ;
- Nous entretenir avec les dirigeants de SAGA ainsi qu'avec les responsables de Mediobanca ;
- Apprécier le caractère équitable du prix de 80€ par action SAGA proposé aux minoritaires.

2° Interlocuteurs rencontrés au cours de la mission

Les comptes et les plans d'affaires ont été discutés avec les équipes de direction de SAGA et de BOLLORÉ. L'opération a également fait l'objet de séances de travail avec MEDIOBANCA.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes entretenus avec les interlocuteurs suivants :

- Monsieur Gilles ALIX, Président Directeur Général, SAGA – Directeur Général, Bolloré
- Monsieur Cédric de BAILLIENCOURT, Directeur financier, Bolloré
- Monsieur François LAROZE, Directeur du Contrôle Groupe, Bolloré
- Monsieur Olivier BIRAUD, Mediobanca
- Monsieur Yann LE FUR, Mediobanca
- Monsieur Andrea GASPARINI, Mediobanca

Nous nous sommes également entretenus avec Me Jacques DEEGE, avocat.

Evaluation de la société visée

En complément de notre rapport, nous joignons ci-dessous un tableau détaillé de l'évaluation des actifs composants la société SAGA. Notre évaluation est basée sur une Somme des Parties. Chaque partie a fait l'objet d'une évaluation sur la base d'un DCF et/ou de Multiples boursiers de sociétés comparables, à l'exception des autres actifs qui représentent moins de 10 % de la valorisation globale, qui ont été retenus sur la base de leur actif net comptable (ANC), ou ayant fait l'objet d'une réévaluation.

On trouvera ci-après les méthodes d'évaluation retenues :

	DCF	Comparables	Autres (1)	Cours de bourse (2)
Saga				X
Transport et Logistique Afrique	X	X		
Commission de Transport et Logistique Internationale	X	X		
SETV	X			
Holding	X			
Autres actifs			X	

(1) Principalement ANC

(2) Pour information

Le tableau ci-dessous indique la synthèse de notre évaluation, dont le détail est repris à la suite :

En % de la valeur d'entreprise	DCF - moyen	DCF - haut	Multiples - moyen	Multiples - haut
Commission de transport	48,4%	50,0%	46,0%	44,4%
Afrique	39,4%	40,3%	43,1%	46,3%
SETV	11,7%	10,2%	10,5%	9,7%
Holding	8,7%	7,3%	8,3%	7,4%
Valeur par action (€) (*)	57,9	69,7	61,3	68,8

(*) 5.910.056 actions composant le capital

Afin de déterminer la valeur de l'actif économique, nous avons déduit l'endettement net de la valeur d'entreprise, soit un montant de 41,6M€. Précisons que l'endettement net est constitué du solde de la trésorerie nette (78,1M€), diminué d'un montant de 35,3M€, comprenant l'ensemble des provisions pour risques et charges et avantages consentis au personnel et du solde des sommes dues au titre de la clause de retour à meilleure fortune, également diminué de la valeur des intérêts minoritaires (84,4M€), hors SETV, retenu à hauteur de 23,73%, et AIC, retenu à hauteur de 11,67%.

DCF : les hypothèses de coût moyen pondéré du capital (CMPC) sont les suivantes :

- Commission de Transport et Logistique Internationale : 8,6% et 9% ;
- Transport et Logistique Afrique : 8,9% et 9,9% ;
- SETV (Terminal conteneurs d'Abidjan) : 11% et 11,5%.
- Holding : 9,8% et 10,3%. Notons que les résultats de la holding sont constitués, pour l'essentiel, de frais de siège : frais administratifs et de personnel.

Ces taux d'actualisation sont issus des paramètres suivants :

- Taux sans risque : 3,10% (Bund à 10 ans) ;
- Prime de risque action : 6,54% (Associés en Finance) ;
- Compte tenu de l'absence d'endettement, nous avons retenu un levier cible nul ;
- Béta compris entre 0,7% (Transport et Logistique et SETV) et 1,1 (Commission de Transport et Logistique Internationale), issu d'un échantillon de sociétés comparables;
- Des primes de risque ont par ailleurs été retenues en raison du risque inhérent aux zones géographiques dans lesquelles SAGA exerce certaines de ses activités :
 - o Concernant la branche Transport et Logistique Afrique, nous avons retenu une prime de risque pays de 2,4%, inférieure à celle retenue par le Groupe BOLLORE dans le cadre de ses impairment tests
 - o Pour la Société d'Exploitation du Terminal de Vridi (SETV), nous avons retenu une prime de risque de 4%, légèrement inférieure à celle appliquée par le Groupe BOLLORE dans ses impairment tests. Rappelons que cette prime inclut une quote-part de risque spécifique (prime de risque greenfield) appliquée à des entreprises générant un risque industriel significatif. Nous avons retenu cette prime à hauteur de 1,6%, contre 2% par l'Evaluateur;

Les taux d'actualisation retenus pour les DCF des branches Commission de Transport et Transport et Logistique Afrique sont en ligne avec les comparables boursiers du secteur, bien

que ceux-ci présentent un profil de risque sensiblement plus faible en raison d'une plus grande diversité géographique.

S'agissant des plans d'affaires, ceux-ci ont été passés en revue de façon détaillée avec les dirigeants de SAGA. Les variables retenues ont par ailleurs fait l'objet d'un contrôle de cohérence avec les comparables du secteur. Nous avons établi nos DCF sur la base des budgets 2010 et prévisions 2011-2014, qui nous ont été communiqués par le groupe Bolloré.

Concernant la branche Commission de Transport Internationale, le plan d'affaires fait état d'une progression significative du chiffre d'affaires en 2010 et 2011, puis d'une stabilisation progressive, y compris des marges opérationnelles, à partir de 2012.

Le plan d'affaires de la branche Transport et Logistique Afrique prévoit une légère décroissance du CA en 2010, puis une progression comparable sur les années 2011-2014, pour un niveau de marge opérationnelle se stabilisant progressivement sur la période.

Une analyse de sensibilité a également été effectuée.

Nous avons tenu compte d'un taux de croissance à l'infini compris entre 2,5% et 3%. Concernant SETV, nous avons actualisé les cash flow disponibles jusqu'à l'échéance de la concession, soit en 2029, en raison de l'incertitude de son renouvellement à terme.

La fourchette de valorisation de SAGA sur la base des DCF ressort à :

Valeur par action (€)	57,9	69,7
-----------------------	------	------

Multiples : nous avons validé l'échantillon retenu par MEDIOBANCA. Nous avons recherché s'autres comparables, sans les retenir. Citons, pour exemple, l'activité portuaire de HUTCHISON WHAMPOA.

Comme indiqué dans notre rapport, les sociétés se rapprochant de l'activité de la branche Commission de Transport et Logistique Internationale ou de celle Transport et Logistique Afrique sont de taille plus importante, couvrent un secteur de clientèle plus large, et disposent d'un réseau plus étoffé. Ainsi, les hypothèses de croissance et de marges des comparables ne sont pas directement transposables aux segments correspondants de SAGA.

Cette remarque vaut particulièrement pour les comparables de la branche Transport et Logistique Afrique, dont l'activité principale est le transit et la manutention portuaire, alors que les sociétés DP World, Eurokai, Forth Ports et HHLA sont plus axées sur la gestion portuaire. En revanche, compte tenu de l'appartenance de la branche Commission de Transport à la division Logistique de BOLLORÉ, l'utilisation de la méthode des comparables boursiers est plus pertinente (Sociétés DSV, Kuhne& Nagel et Panalpina). Notons que nous n'avons pas retenu Forth Ports, faisant actuellement l'objet d'une offre publique.

Concernant la branche Commission de Transport et Logistique Internationale, il ressort des discussions avec le management de SAGA que la société n'a pas subi le même recul de ses

marges en 2009 que ses comparables, malgré une baisse de son chiffre d'affaires. On peut donc considérer que les taux de croissance des comparables en 2010 subiront l'effet inverse, et que l'on peut légitimement ne retenir que les multiples des années 2011 et 2012. Nous avons retenu les multiples d'EBITDA et de Résultats opérationnels des comparables, sur la base des consensus de place (Thomson Reuters/IBES), à l'exclusion d'autres multiples, jugés moins pertinents.

Le tableau ci-après indique les fourchettes de multiples sur la base de la moyenne des comparables de l'échantillon retenu :

Commission de Transport				Transport et Logistique Afrique (*)					
EV/EBITDA		EV/RO		EV/EBITDA			EV/RO		
2011	2012	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
9,4X	8,4X	12,3X	10,6X	8,3X	7,2X	6,5X	14,6X	12,0X	10,5X

(*) Avant décote

Nous avons appliqué une décote à l'activité Transport et Logistique Afrique de 28%, liée au risque pays. Cette décote est cohérente avec celle retenue dans les DCF. Nous notons que MEDIOBANCA a, pour sa part, retenu une décote de 35%.

La valorisation de SAGA par la méthode des comparables boursiers ressort comme suit :

Valeur par action (€)	61,3	68,8
-----------------------	------	------

Autre élément d'appréciation : cours de bourse

Nous précisons que le flottant ne représente que 0,19% du capital, soit 11.278 actions sur les 5.910.056 actions composant le capital de SAGA. De plus, les volumes de transaction sont extrêmement faibles. En conséquence, le cours de bourse de SAGA ne saurait, selon nous, constituer un critère pertinent. Nous notons cependant que le prix offert par BOLLORÉ offre une prime de 85,6% sur le dernier cours coté.

Attestation d'équité

Notre rapport d'expertise indique que, sur la base des éléments décrits, nous estimons que le prix offert de 80€ par action SAGA est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Le tableau de synthèse présenté ci-après indique les primes offertes par BOLLORÉ sur les valorisations retenues par BANQUE DEGROOF & PHILIPPE :

Prix de l'offre (€)	80,0	prime (%)
Cours spot au 05/05/10	43,1	85,6
DCF mini	57,9	38,2
DCF maxi	69,7	14,8
Multiples boursiers mini	61,3	30,5
Multiples boursiers maxi	68,8	16,3

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

A. Pour la présentation de l'Offre Publique de Retrait 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, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre Publique de Retrait et 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. »

B. Pour Bolloré S.A.

« 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. »

Vincent Bolloré
Président-Directeur Général

C. Pour SAGA S.A.

« 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. »

Gilles Alix
Président-Directeur Général