

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE FAITE AUX ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE



PORTANT SUR 12 480 868 ACTIONS SODEXO

**REALISEE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D' ACTIONS AUTORISE PAR
L'ASSEMBLEE GENERALE MIXTE DU 22 JANVIER 2008**

**PRESENTEE PAR
LAZARD FRERES BANQUE**

LAZARD

Prix de l'Offre : 42,5 euros par action Sodexo

DUREE DE L'OFFRE : du [●] AU [●] 2008



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 [●], apposé le visa n°[●] en date du [●] sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Sodexo et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Sodexo (www.sodexo.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Sodexo, 255, quai de la Bataille de Stalingrad, 92130 Issy-les-Moulineaux, (+33 1 30 85 75 00) et de Lazard Frères Banque, 121, Boulevard Haussmann, 75008 Paris, France (+33 1 44 13 01 11).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Sodexo seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article L.231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifié selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OPERATION	3
1.1 Conditions générales de l'Offre	3
1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.2.1 Motifs de l'Offre.....	3
1.2.2 Intentions de la Société pour les douze mois à venir.....	3
1.3 Caractéristiques de l'Offre.....	4
1.3.1 Cadre juridique de l'Offre.....	4
1.3.2 Prix de l'Offre.....	7
1.3.3 Titres visés par l'Offre.....	7
1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	7
1.5 Modalités de l'Offre	7
1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre	9
1.7 Intentions des actionnaires de Sodexo.....	9
1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
1.9 Régime fiscal de l'Offre	10
1.9.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel.....	10
1.9.2 Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés.....	11
1.9.3 Non-résidents	12
1.10 Modalités de financement et frais liés à l'Offre	12
1.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société.....	12
1.11.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Sodexo	12
1.11.2 Incidence sur les capitaux propres et les résultats consolidés de Sodexo	13
1.11.3 Incidence sur la capitalisation boursière de Sodexo	14
1.11.4 Avis du Conseil d'Administration de Sodexo.....	15
2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	16
2.1 MÉTHODOLOGIE.....	16
2.1.1 Méthodes écartées	16
2.1.2 Méthodes retenues.....	16
2.1.3 Plan d'affaires utilisé pour l'évaluation de Sodexo.....	17
2.1.4 Données financières servant de base à l'évaluation.....	18
2.2 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre	24
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	25
4. PERSONNES ATTESTANT L'EXACTITUDE DES INFORMATIONS FIGURANT DANS LA NOTE D'INFORMATION.....	55

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Conditions générales de l'Offre

En application de l'autorisation qui lui a été conférée par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 22 janvier 2008 conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce, le Conseil d'Administration de Sodexo, société anonyme au capital de 636 105 652 euros, dont le siège social est situé 255, quai de la Bataille de Stalingrad, 92130 Issy-les-Moulineaux, et dont le numéro unique d'identification est le 301 940 219 RCS Nanterre (ci-après « Sodexo » ou la « Société ») a décidé, dans sa séance du 15 avril 2008, de mettre en œuvre le programme de rachat d'actions de la Société approuvé par l'Assemblée Générale en offrant aux actionnaires de Sodexo de leur racheter leurs actions dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1, 6° et suivants du Règlement général de l'AMF (l'« Offre »), objet de la présente note d'information.

Dans ce cadre, Sodexo a annoncé le 17 avril 2008 avant l'ouverture de la bourse son intention de racheter à ses actionnaires un nombre maximum de 12 480 868 de ses propres actions, à un prix unitaire de 42,5 euros, soit 7,8% du capital de la Société, pour un montant maximum de 530 436 890 euros.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque (ci-après « Lazard »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 29 avril 2008 le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Lazard garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

Conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale Mixte du 22 janvier 2008, les actions acquises dans le cadre de l'Offre ont vocation à être annulées.

L'objectif de l'Offre est d'une part, de faire bénéficier les actionnaires de Sodexo de la forte génération de cash-flow du Groupe (flux nets de trésorerie lié à l'activité de 753 millions d'euros au 31 août 2007), excédant les besoins justifiés par la réalisation des projets de développement envisagés aujourd'hui par le Groupe et d'autre part, d'améliorer la structure financière du Groupe. L'opération est donc compatible avec les besoins de financement prévisionnels liés au développement de Sodexo. L'Offre devrait avoir un effet relatif sur le bénéfice net par action et renforcer l'attrait du titre Sodexo auprès des investisseurs.

1.2.2 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie

Sodexo entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

Le plan « Ambition 2015 » prévoit de doubler le chiffre d'affaires de l'exercice 2004-2005 de Sodexo à horizon 2015.

Pour y parvenir, la stratégie de Sodexo est claire :

- renforcer son leadership dans les services de Restauration ;
- accélérer son développement dans les services de *Facilities Management* ;
- s'imposer comme le leader mondial des Chèques et Cartes de Services.

Pour devenir l'expert mondial des services qui améliorent la Qualité de Vie, Sodexo a choisi de développer six axes stratégiques :

- accélérer la croissance interne rentable ;
- améliorer le résultat opérationnel, la marge et le cash-flow ;
- vivre ses valeurs ;
- renforcer le respect des normes en améliorant sa rigueur de gestion et en échangeant les meilleures pratiques ;
- faire de la marque Sodexo la référence dans les services de Qualité de Vie ;
- faire de ses ressources humaines et de leur diversité un réel avantage compétitif.

Emploi – Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'opération n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place et n'aura aucun impact en matière d'emploi.

Statut juridique de la Société

Outre la modification du capital social en raison de l'annulation des actions qui auront été apportées à l'Offre, il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre.

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Offre n'aura pas pour conséquence le retrait des actions de Sodexo de l'Eurolist d'Euronext Paris.

Distribution de dividendes

Sodexo entend poursuivre ses distributions de dividendes, dans la limite des sommes distribuables à sa disposition. La philosophie de Sodexo est de satisfaire aux besoins de ses clients, de son personnel et des ses actionnaires. Dans un contexte de forte génération de cash-flow, l'objectif de Sodexo est de faire bénéficier ses actionnaires de la progression de ses résultats.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Cadre juridique de l'Offre

Le programme de rachat d'actions, qui s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, a été autorisé par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 22 janvier 2008 dans sa quatrième résolution à caractère ordinaire dans les termes suivants :

« Quatrième résolution

(Achat par la Société de ses propres actions)

- L'Assemblée Générale, après avoir entendu la lecture du rapport du Conseil d'administration, autorise le Conseil d'administration, avec faculté de délégation, conformément aux dispositions des articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce et pour une période de dix-huit mois, à faire acheter par la Société ses propres actions.

Cette autorisation est destinée à permettre à la Société :

- d'assurer l'animation du marché du titre dans le cadre d'un contrat de liquidité établi conformément à la charge de déontologie de l'AFEI telle que reconnue par l'AMF ;
- d'attribuer des actions aux salariés dans les conditions et selon les modalités prévues par la loi, notamment dans le cadre de la participation aux résultats de l'entreprise, du régime des options d'achat d'actions ou par le biais d'un Plan d'Épargne d'Entreprise ;
- d'attribuer gratuitement des actions à des membres du personnel salarié ou de certaines catégories d'entre eux, en fonction de leurs performances en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ;
- d'acheter des actions pour conservation et utilisation ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe ;
- de les annuler par voie de réduction de capital.

Ces opérations pourront être effectuées par tous moyens en bourse ou de gré à gré, y compris par l'utilisation d'instruments financiers dérivés. La part maximale du capital acquise ou transférée sous forme de blocs de titres pourra atteindre la totalité du programme.

Ces opérations pourront intervenir à tout moment dans les limites autorisées par les dispositions réglementaires en vigueur.

L'Assemblée Générale fixe le nombre maximum d'actions pouvant être acquises au titre de la présente résolution à 10% du capital de la Société, ce qui, à ce jour, correspond à 15 902 641 actions, étant précisé que dans le cadre de l'utilisation de la présente autorisation, le nombre d'actions auto-détenues devra être pris en considération afin que la Société reste en permanence dans la limite maximum de 10% d'actions auto-détenues.

L'Assemblée Générale décide que le montant total consacré à ces acquisitions ne pourra pas dépasser 750 millions d'euros.

L'Assemblée Générale décide que le prix maximum d'achat ne pourra excéder 80 euros par action sous réserve des ajustements liés aux éventuelles opérations sur le capital de la Société.

En vue d'assurer l'exécution de la présente délégation, tous pouvoirs sont donnés au Conseil d'administration, avec faculté de délégation, à l'effet :

- de passer tous ordres de bourse, conclure tous accords en vue, notamment, de la tenue des registres d'achat et de vente d'actions ;
- d'effectuer toutes déclarations et de remplir toutes autres formalités et, de manière générale, faire ce qui sera nécessaire.

Cette autorisation annule et remplace toute délégation antérieure de même nature et, en particulier, celle consentie sous la quatrième résolution de l'Assemblée Générale Ordinaire du 30 janvier 2007. »

En outre, l'Assemblée Générale du 22 janvier 2008 a également autorisé le Conseil d'Administration, dans sa dix-huitième résolution, à caractère extraordinaire, à réduire le capital social par voie d'annulation des actions auto-détenues dans la limite de 10% du capital par période de 24 mois, dans les termes suivants :

« Dix-huitième résolution

(Autorisation consentie au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions)

- L'Assemblée Générale, connaissance prise du rapport du Conseil d'administration et du rapport spécial des commissaires aux comptes, décide :
 1. D'autoriser le Conseil, dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, sous la condition suspensive de l'adoption par l'Assemblée Générale de la quatrième résolution, à annuler en une ou plusieurs fois des actions acquises par la Société au titre de la mise en oeuvre de l'autorisation donnée à la quatrième résolution de la présente Assemblée Générale statuant sur la partie ordinaire, dans la limite de 10% du capital social de la Société par période de vingt-quatre mois et réduire corrélativement le capital social.
 2. De conférer tous pouvoirs au Conseil d'administration avec faculté de subdélégation, pour procéder à cette ou ces réductions de capital, notamment arrêter le montant définitif de la réduction de capital, en fixer les modalités, en constater la réalisation et procéder à la modification corrélatrice des statuts, effectuer toutes formalités, toutes démarches et déclarations auprès de tous organismes et, d'une manière générale, faire tout ce qui sera nécessaire.

La présente autorisation est consentie pour une période de dix-huit mois à compter de la présente Assemblée.

Cette autorisation annule et remplace toute délégation antérieure de même nature et en particulier, celle consentie sous la quinzième résolution de l'Assemblée Générale Ordinaire du 30 janvier 2007.»

Lors de sa séance du 12 mars 2008, le Conseil d'Administration de Sodexo a approuvé l'étude d'une opération de rachat par Sodexo de ses propres actions dans le cadre du programme de rachat autorisé par l'Assemblée Générale des actionnaires du 22 janvier 2008 par le biais de la présente Offre. A cet effet, le Conseil d'Administration a décidé de nommer un Comité composé des six administrateurs indépendants de Sodexo (Robert Baconnier, Patricia Bellinger, Paul Jeanbart, François Périgot, Peter Thompson et Mark Tompkins) et présidé par Monsieur Robert Baconnier, pour superviser les réflexions et travaux liés à l'opération de rachat et approuver la décision de sa mise en oeuvre. Le Conseil d'Administration a décidé de nommer par délégation au Comité des administrateurs indépendants, Monsieur Dominique Ledouble, du cabinet CDL, comme expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Lors de sa séance du 15 avril 2008, le Conseil d'Administration de Sodexo a décidé de déposer l'Offre, décision au vote de laquelle les administrateurs appartenant à la famille Bellon (Monsieur Pierre Bellon, ses enfants, son frère Monsieur Bernard Bellon) et les administrateurs non-indépendants (Messieurs Rémi Baudin et Charles Milhaud) n'ont pas participé. Cette décision a donc été prise à l'unanimité des membres indépendants du Conseil d'Administration, qui étaient tous présents.

1.3.2 Prix de l'Offre

Le prix de l'Offre est de 42,5 euros par action Sodexo (le « Prix de l'Offre »). Ce prix d'offre représente une prime de 14,5% sur le cours de bourse du 16 avril 2008 avant annonce et une prime de 14,3% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse sur 1 mois.

1.3.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre pourra porter sur un maximum de 12 480 868 d'actions Sodexo, soit environ 7,8 % du capital social.

La Société détenait au 31 mars 2008 directement 2 636 950 actions Sodexo représentant 1,7 % du capital, destinées à couvrir différents plans d'options d'achat en faveur des salariés du Groupe et 383 000 actions représentant 0,2% du capital acquises dans le cadre de son contrat de liquidité avec Oddo Corporate Finance, soit un total de 3 019 950 actions Sodexo, représentant environ 1,9 % du capital.

De plus, la société Sodexho Awards, filiale à 100 % de Sodexo, détenait au 31 mars 2008, 401 823 actions Sodexo représentant 0,3 % du capital destinées à couvrir différents plans d'options d'achat en faveur des salariés de Sodexho, Inc., dans le cadre de la reprise des plans attribués par Sodexho Marriott Services et repris par la Société en 2001 (*SMS Plans*).

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

A l'exception de la déclaration d'intention de la société Bellon S.A. de ne pas participer à l'Offre (voir paragraphe 1.7 ci-dessous), il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accord susceptible d'avoir une incidence sur l'issue de l'Offre.

1.5 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Lazard, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 29 avril auprès de l'AMF le projet d'Offre. Lazard garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements d'achat au prix de 42,5 euros par action pris par Sodexo et réalisera ceux-ci pour le compte de cette dernière.

Le projet de note d'information a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) le 29 avril et sur le site de la Société (www.sodexo.com) le 29 avril.

Conformément à l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué a été diffusé par la Société sous forme d'avis financier paru le 30 avril 2008 dans le journal Les Echos.

L'AMF publiera une déclaration de conformité relative à l'Offre qui emportera visa de la présente note d'information.

Les actions Sodexo sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Eurolist d'Euronext Paris S.A, sous le code ISIN FR 0000 121220.

Le nombre d'options d'achat d'actions non encore levées au 29 février 2008, émises dans le cadre des différents plans attribués par la Société était de 5 799 996 options pour un montant global de 210 766 049 euros (voir détails dans le document relatif aux autres informations de la Société). Le nombre de ces options exerçables au 29 février 2008 s'élevait à 2 428 477 options.

Par ailleurs, le nombre d'options d'achat non encore levées au 29 février 2008, émises dans le cadre des plans (*Stock Incentive Plans*) attribués par Sodexho Marriott Services (*SMS Plans*) entre 1997 et 2001 à ses salariés en Amérique du Nord, et repris par la Société en 2001 par l'intermédiaire de sa filiale Sodexho Awards détenue à 100%, était de 434 083 pour un montant global de 11 880 389 dollars US (voir détails dans le document relatif aux autres informations de la Société). Le nombre de ces options exerçables au 29 février 2008 s'élevait à 434 083 options.

Dans leur séance du 15 avril, le Conseil d'Administration de Sodexo et le Conseil d'Administration de Sodexo Awards ont fait usage de leur faculté de suspendre l'exercice des options d'achat des salariés et mandataires sociaux à compter du 25 avril 2008 et jusqu'à la clôture de l'Offre. Le nombre d'actions auxquelles donne droit chaque option sera ajusté conformément aux dispositions légales et réglementaires.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération.

Dans ces conditions, l'Offre sera ouverte pendant une durée de 10 jours de négociation, soit du [●] au [●] inclus.

Transmission des ordres de vente par les actionnaires

Les actionnaires de Sodexo désireux de répondre positivement à l'Offre devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, remettre un ordre de vente à l'intermédiaire financier chez qui leurs actions sont inscrites en compte, suivant le modèle tenu à leur disposition par cet intermédiaire. Ce dernier fera déposer lesdites actions au compte d'Euronext Paris SA.

Pour être apportées à l'Offre, les actions Sodexo inscrites au nominatif pur devront être converties au nominatif administré, à moins que leur titulaire n'ait demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative.

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

Les ordres de vente présentés en réponse à l'Offre pourront être révoqués à tout moment par leurs détenteurs jusqu'à la date de clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Jusqu'à la clôture de l'Offre, conformément à l'article 231-7 du Règlement général de l'AMF, tous les ordres portant sur des actions de la Société doivent être exécutés sur le marché sur lequel les actions de la Société sont admises.

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre serait supérieur à 12 480 868, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée s'appliqueront et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre.

Aux fins des stipulations qui précèdent, le nombre d'actions apportées à l'Offre sera arrondi, le cas échéant, au nombre entier immédiatement inférieur.

Sodexo prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires vendeurs majorés de la TVA y afférente à hauteur de 0,20% du montant de l'ordre, dans la limite de 30 euros hors taxes par dossier.

Les demandes de remboursement seront adressées directement par les intermédiaires financiers au membre du marché acheteur, dans un délai de 30 jours calendaires à compter de la clôture de l'Offre. Passé ce délai, le remboursement de ces frais ne sera plus effectué.

Règlement du prix – Centralisation de l'opération

La date de paiement du prix – versement de 42,5 euros par action – sera publiée par Euronext Paris.

La centralisation de l'opération sera assurée par Euronext Paris SA.

1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre

29 avril 2008	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF Publication du projet de note d'information sur le site de l'AMF et sur le site de la Société
29 avril 2008	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information
30 avril 2008	Publication d'un avis financier dans Les Echos
[●] 2008	Publication d'une déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
[●] 2008	Publication d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF
[●] 2008	Ouverture de l'Offre
[●] 2008	Clôture de l'Offre
[●] 2008	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publication par Euronext de l'avis de résultat de l'offre et des conditions de règlement-livraison
[●] 2008	Paiement du prix des actions achetées dans le cadre de d'opération
[●] 2008	Livraison des actions Sodexo

1.7 Intentions des actionnaires de Sodexo

La Société Bellon S.A., qui détenait au 31 mars 2008, 59 252 063 actions soit 37,3% du capital et 43,4% des droits de vote théoriques de la Société, a fait part à la Société de son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Il est rappelé que par décision prise en séance du 1^{er} avril et publiée le 17 avril 2008 (Décision et Information n°208C0719), l'AMF a accordé, sur le fondement des articles 234-8, 234-9 5° et 234-10 du Règlement général de l'AMF, la dérogation demandée par la Société Bellon S.A., à l'obligation de déposer une offre publique visant les titres de Sodexo dans l'éventualité où l'augmentation de sa participation en droits de vote et en capital résultant de l'Offre la placerait dans le cas prévu à l'article 234-5 de son Règlement général.

A ce jour, aucun autre actionnaire n'a fait connaître son intention d'apporter ou non ses actions à l'Offre.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre sur les actions de la Société est faite exclusivement en France. La diffusion de la note d'information, l'Offre, ainsi que l'acceptation de l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. 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. La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'offre de vente de valeurs mobilières dans toute

juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. La Société décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

1.9 Régime fiscal de l'Offre

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de la Société. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et est donc susceptible d'être affecté par toutes modifications apportées aux dispositions législatives fiscales françaises applicables et à leur interprétation par l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable et que leur situation particulière doit être étudiée avec leur conseiller fiscal habituel.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

Les rachats étant effectués sur le fondement de l'article L.225-209 du Code de Commerce, les gains réalisés à cette occasion seront soumis au régime des plus-values selon les dispositions de l'article 112-6° du Code Général des Impôts (ci-après « CGI »).

1.9.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

(a) Cas général

En application de l'article 150 0-A et suivants du CGI, les plus-values nettes réalisées sur la cession d'actions de la Société au cours de l'année civile sont imposables, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées au cours de l'année civile (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition ou cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (ci-après « PEA ») réalisées au cours de ladite année) excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 25 000 euros. Si ce seuil n'est pas dépassé, les plus-values sont exonérées.

Les plus-values nettes imposables sont imposées au taux global de 29 %, décomposé comme suit : 18% au titre de l'impôt sur le revenu ; 8,2 % au titre de la CSG ; 2 % au titre du prélèvement social ; 0,3 % au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ; et 0,5 % au titre de la CRDS ; les montants versés au titre de ces contributions sociales étant non déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D II du CGI, si, lors d'une année donnée, la cession d'actions de la Société génère une moins-value nette, celle-ci est imputable exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de cette même année ou des dix années suivantes, à condition toutefois que le seuil de 25 000 euros de cessions de valeurs mobilières visé ci-dessus ait été dépassé l'année de réalisation de ladite moins-value.

(b) Plan d'Épargne en Actions (PEA)

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits nets et des plus-values nettes générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et plus-values soient maintenus dans le PEA, et (ii) 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), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ces produits ou plus-values restent néanmoins soumis au prélèvement social et à la contribution additionnelle à ce prélèvement, à la CSG et à la CRDS, aux taux indiqués ci-dessus.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquent toutefois à certains cas de clôture du PEA). Les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal sur cette question.

1.9.2 Actionnaires personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées au cours d'un exercice donné sur la cession d'actions de la Société sont généralement incluses dans le résultat de cet exercice soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33 1/3 %, augmenté le cas échéant d'une contribution sociale égale à 3,3% du montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois.

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu, de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75% par des personnes physiques ou par une société satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions, les plus-values réalisées dans le cadre de la cession des actions de la Société sont imposées à un taux d'impôt sur les sociétés fixé à 15% dans la limite de 38 120 euros du bénéfice imposable par période de douze mois. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions de la Société viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme

Les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI, les actions (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui revêtent ce caractère sur le plan 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 fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux

articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable.

Les moins-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans ne seront ni reportables ni imputables.

1.9.3 Non-résidents

Sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales plus favorables éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion des cessions à titre onéreux de valeurs mobilières effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, à moins que ces plus-values ne soient rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France ou que les droits détenus directement ou indirectement par le cédant, avec son groupe familial, dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées n'aient excédé 25 % à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession.

1.10 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

L'acquisition d'un nombre maximum de 12 480 868 actions représenterait un montant maximum de 535 millions d'euros. La Société utilisera ses financements bancaires existants, ainsi que la trésorerie disponible du Groupe, pour assurer le paiement de ce montant.

La Société continuera néanmoins à respecter largement les critères d'endettement financier net du Groupe définis par la direction de Sodexo et communiqués au marché, à savoir un ratio d'Endettement Financier Net ⁽¹⁾/Capitaux Propres de l'ordre de 75 %.

Ce montant inclut le prix d'achat des 12 480 868 actions visées par l'Offre ainsi que les honoraires de conseils financiers et juridiques et les frais de communication et redevances des autorités de marché, exposés par Sodexo dans le cadre de l'Offre, de l'ordre de 5 millions d'euros.

1.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société

1.11.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Sodexo

Au 31 mars 2008, le capital de la Société était divisé en 159 026 413 actions, 180 435 421 droits de vote exerçables et 183 857 194 droits de vote théoriques. La répartition du capital et des droits de vote à cette date était la suivante :

	CAPITAL		DDV REELS *		DDV THEORIQUES **	
	# d'actions	% du capital	# de DDV	% des DDV	# de DDV	% des DDV
Bellon S.A.	59 252 063	37,3%	79 743 246	44,2%	79 743 246	43,4%
Autodétention Sodexo	2 636 950	1,7%	0	0,0%	2 636 950	1,4%
Sodexo Awards	401 823	0,3%	0	0,0%	401 823	0,2%
Contrat de liquidité	383 000	0,2%	0	0,0%	383 000	0,2%
Autres	96 352 577	60,6%	100 692 175	55,8%	100 692 175	54,8%
Total	159 026 413	100,0%	180 435 421	100,0%	183 857 194	100,0%

¹ Endettement Financier Net ci-après « EFN », définit comme la différence entre les Dettes Financières et la Trésorerie Globale (soit Trésorerie + actifs financiers Chèques et Cartes de Services – découverts bancaires)

* Droits de vote réels : toutes les actions de la Société disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des actions auto-détenues qui sont privées de droits de vote et des actions détenues sous la forme nominative depuis plus de quatre ans qui bénéficient de droits de vote doubles.

** Droits de vote théoriques : le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote (simple ou double), y compris les actions temporairement privées de droits de vote (actions auto-détenues).

Les tableaux ci-dessous donnent la répartition du capital de la Société après (i) apport des actions à l'Offre en fonction du taux de réponse des actionnaires ayant fait part ou non de leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre et (ii) annulation des actions apportées à l'Offre :

Hypothèse 1 – 50% de réponse :

	CAPITAL		DDV REELS *		DDV THEORIQUES **	
	# d'actions	% du capital	# de DDV	% des DDV	# de DDV	% des DDV
Bellon S.A.	59 252 063	38,8%	79 743 246	45,8%	79 743 246	44,9%
Autodétention Sodexo	2 636 950	1,7%	0	0,0%	2 636 950	1,5%
Sodexo Awards	401 823	0,3%	0	0,0%	401 823	0,2%
Contrat de liquidité	383 000	0,3%	0	0,0%	383 000	0,2%
Autres	90 112 143	59,0%	94 451 741	54,2%	94 451 741	53,2%
Total	152 785 979	100,0%	174 194 987	100,0%	177 616 760	100,0%

Hypothèse 2 – 100% de réponse

	CAPITAL		DDV REELS *		DDV THEORIQUES **	
	# d'actions	% du capital	# de DDV	% des DDV	# de DDV	% des DDV
Bellon S.A.	59 252 063	40,4%	79 743 246	47,5%	79 743 246	46,5%
Autodétention Sodexo	2 636 950	1,8%	0	0,0%	2 636 950	1,5%
Sodexo Awards	401 823	0,3%	0	0,0%	401 823	0,2%
Contrat de liquidité	383 000	0,3%	0	0,0%	383 000	0,2%
Autres	83 871 709	57,2%	88 211 307	52,5%	88 211 307	51,5%
Total	146 545 545	100,0%	167 954 553	100,0%	171 376 326	100,0%

1.11.2 Incidence sur les capitaux propres et les résultats consolidés de Sodexo

Le calcul des incidences de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de Sodexo a été effectué, à titre indicatif, à partir des comptes consolidés (selon les normes IFRS) de la Société au 31 août 2007 et au 29 février 2008, à partir des hypothèses suivantes :

Rachat du nombre maximum d'actions pouvant être actuellement rachetées soit 12 480 868 actions représentant 7,8% du capital (sur une base non diluée de 159 026 413 actions au 31 mars 2008) ;

Prix unitaire moyen d'achat : 42,5 € ;

Frais financiers liés à l'augmentation de l'EFN, au taux de 5 % avant impôts ;

Frais liés à l'opération estimés à 5 millions d'euros avant impôts ; et

Impact fiscal de l'opération au taux marginal de 37 %.

En milliers d'euros	Comptes consolidés au 31/08/2007	Impact du rachat des 12,5 millions d'actions	Données consolidées post opération	Effet de l'OPAS en %
Capitaux propres	2 300	(550)	1 750	(24)
EFN	119	550	669	462
EFN / Capitaux propres (en %)	5%	-	38%	-
Résultat net (part du Groupe)	347	(20)	327	(6)
Nombre moyen de titres en circulation – de base	156 113 136	(12 480 868)	143 632 268	(8)
Résultat net (part du Groupe) par action (en €)	2,22€	-	2,28€	2
Nombre d'actions en circulation au 31 août 2007	159 026 413	(12 480 868)	146 545 545	(8)

En milliers d'euros	Comptes consolidés au 29/02/2008	Impact du rachat des 12,5 millions d'actions	Données consolidées post opération	Effet de l'OPAS en %
Capitaux propres	2 055	(542)	1 513	(26)
EFN ⁽¹⁾	617	542	1 159	88
EFN / Capitaux propres (en %)	30%	-	77%	-
Résultat net (part du Groupe) ⁽²⁾	219	(12)	207	(5)
Nombre moyen de titres en circulation – de base	155 750 849	(12 480 868)	143 269 981	(8)
Résultat net (part du Groupe) par action (en €)	1,41€	-	1,45€	3
Nombre d'actions en circulation au 29 février 2008	159 026 413	(12 480 868)	146 545 545	(8)

⁽¹⁾ EFN pro forma de l'acquisition de l'activité chèques de VR au Brésil (soit 247 millions d'euros d'EFN au 29 février 2008 augmentée de 370 millions d'euros liés à l'acquisition de l'activité chèques de VR le 3 mars 2008)

⁽²⁾ Prise en compte des frais financiers liés à l'augmentation de l'EFN sur 6 mois seulement

1.11.3 Incidence sur la capitalisation boursière de Sodexo

Dans l'hypothèse d'une réussite complète de l'Offre, à savoir du rachat de 12 480 868 actions Sodexo, en prenant comme hypothèse le dernier cours de bourse avant l'annonce (soit 37,1 euros, le 16 avril 2008), et en prenant le nombre d'actions en circulation (soit 159 026 413 avant opération et 146 545 545 après opération), la capitalisation boursière serait de 5 437 millions d'euros (par rapport à 5 900 millions d'euros avant l'opération).

1.11.4 Avis du Conseil d'Administration de Sodexo

Au cours de sa séance du 15 avril 2008, le Conseil d'Administration, après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée, (ii) des travaux d'évaluation menés par Lazard Frères, (iii) du rapport de M. Dominique LEDOUBLE du cabinet CDL nommé en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, (iv) de la décision de l'AMF en date du 1er avril 2008 accordant à la société Bellon S.A. en application des articles 234-8, 234-9 5° et 234-10 de son Règlement général une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant la totalité des actions de la Société et pouvant résulter de l'accroissement passif de son niveau de participation au sein de la Société et (v) de l'approbation du projet d'Offre par le Comité des administrateurs indépendants, a décidé à l'unanimité que :

- il était conforme tant aux intérêts de la société que de ses actionnaires et salariés de mettre en œuvre le programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée Générale du 22 janvier 2008 par le biais d'une Offre portant sur un montant maximum de 12 480 868 actions Sodexo, soit 7,8 % du capital, à un prix de 42,5 € par action, pour un montant global de 530 M€, avec pour objectif l'annulation ultérieure des actions apportées à l'Offre, le Conseil estimant que le prix proposé est équitable et ayant constaté qu'aucun impact n'est attendu en matière d'emploi du fait de cette opération.
- le Directeur Général était autorisé, avec faculté de subdélégation, à déposer le projet d'Offre, à effectuer toutes démarches, finaliser et signer tous documents nécessaires à cette fin et plus généralement faire le nécessaire pour mener à bien cette opération

Il est précisé que, conformément aux engagements pris par la société Bellon S.A. auprès de l'AMF dans le cadre de la dérogation accordée par cette dernière à l'obligation de déposer une offre publique, les membres du Conseil d'Administration appartenant à la famille Bellon ainsi que les administrateurs non indépendants n'ont pas participé au vote de cette décision. Cette décision a donc été prise à l'unanimité des membres indépendants du Conseil d'administration, qui étaient tous présents.

Les membres du Conseil ont fait part de leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Le prix offert par l'Initiateur est de 42,5 euros par action Sodexo (le « Prix d'Offre »). Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre ci-après ont été établis par Lazard Frères, banque présentatrice agissant pour le compte de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, selon les principales méthodes usuelles d'évaluation dans ce type d'opérations sur environ 8 % du capital.

Cette évaluation repose notamment sur des informations publiques et des informations fournies par Sodexo. Celles-ci sont considérées comme réalistes et n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Lazard Frères.

2.1 MÉTHODOLOGIE

2.1.1 Méthodes écartées

Actif net comptable (« ANC ») et Actif net réévalué (« ANR »)

Les méthodes patrimoniales sont en général peu appropriées pour l'évaluation d'une société de service en activité. L'ANC et l'ANR n'apparaissent donc pas pertinents pour l'appréciation de la valeur de Sodexo dans le cadre de la présente offre publique d'achat simplifiée.

Il est à noter que l'actif net réévalué est habituellement utilisé pour la valorisation de sociétés détenant des participations financières majoritaires ou minoritaires en portefeuille et a donc été écartée dans la mesure où la valeur de Sodexo repose essentiellement sur sa capacité à générer des flux de trésorerie grâce à ses salariés, son expertise et à ses contrats commerciaux.

A titre indicatif, l'actif net comptable a été calculé en utilisant le bilan consolidé de Sodexo au 29 février 2008. Au total la valeur de l'actif net comptable est de 2 032 millions d'euros, soit une valeur par action de 12,8 euros (en considérant 159 026 413 actions composant le capital de Sodexo).

Actualisation des dividendes futurs (« DDM »)

La méthode d'actualisation des flux de dividendes consiste à estimer la valeur des fonds propres de la Société en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par tous les actionnaires.

Toutefois, l'approche consistant à actualiser les flux futurs de dividendes demeure intrinsèquement liée au niveau de taux de distribution, qui peut être arbitrairement fixé par la direction de la Société ou ses actionnaires, et être ainsi décorrélé de la capacité propre de la Société à engendrer des flux de trésorerie. Cette méthode n'a par conséquent pas été retenue.

2.1.2 Méthodes retenues

Pour apprécier le prix offert par l'Initiateur, les méthodes suivantes ont été retenues :

- (i) Cours de bourse ;
- (ii) Multiples boursiers de sociétés comparables ;
- (iii) Multiples de transactions comparables ;
- (iv) Actualisation des flux de trésorerie disponibles.

Il convient de souligner les différentes approches de valorisation qui intègrent une prime de contrôle à savoir les transactions comparables et la valorisation par actualisation des flux de trésorerie. Une telle prime de contrôle ne devrait pas s'appliquer lors de la détermination d'un prix pour une opération concernant une fraction minoritaire du capital comme c'est le cas dans l'opération considérée représentant un maximum de l'ordre de 8 % du capital et au cours de laquelle il n'y a pas modification du contrôle. Ainsi, les approches de valorisation à privilégier dans le cadre de cette transaction portant sur une fraction minoritaire de l'ordre de 8 % du capital sont les approches sur la base du cours de bourse et des multiples boursiers des sociétés comparables. Une estimation de la prime de contrôle à corriger a été réalisée sur la base de la prime constatée sur les offres publiques d'acquisition en France

sur les neuf dernières années permettant d'obtenir le contrôle (soit environ 25%). Cette prime a été déduite des valeurs obtenues dans la cadre des méthodes majoritaires.

2.1.3 Plan d'affaires utilisé pour l'évaluation de Sodexo

- Les données financières prévisionnelles ont été établies à partir d'un consensus de marché fondé sur les rapports de recherche disponibles au 16 avril et publiés après publication des résultats de l'exercice 2006/2007. Ces données prévisionnelles n'ont fait l'objet d'aucune vérification, ni d'un audit de la part de Lazard Frères. L'échantillon retenu est composé des notes suivantes : Exane (10-04-2008), Goldman Sachs (04-04-2008), Natixis (03-04-2008), Merrill Lynch (19-11-2007), Credit Suisse (16-11-2007) et Citi (16-11-2007).
- Les principales hypothèses du consensus de prévisions des notes de recherches retenues sont :
 - taux de croissance moyen du chiffre d'affaires de 5% sur 2007-2010
 - marge d'EBITA passant de 4,8% à 5,5% sur 2007-2010
 - BFR négatif en progression sur la période représentant de -14% à -15% du chiffre d'affaires
 - investissements stables à environ 2% du chiffre d'affaires
- Lazard Frères a comparé ce consensus de prévisions avec le consensus du marché IBES (source : Bloomberg), ce qui a permis de confirmer que le consensus retenu est conforme à la vision des investisseurs de la performance du Groupe.
- Par ailleurs, la direction du Groupe Sodexo a confirmé que le consensus retenu est conforme à ses objectifs à 3 ans et qu'il est pertinent de le retenir dans le cadre des travaux d'évaluation de la banque présentatrice pour l'opération considérée d'OPAS sur environ 8 % du capital. L'impact de l'exposition de Sodexo au marché américain est à souligner, notamment en termes d'exposition au dollar. Le management de Sodexo a attiré notre attention sur le taux de change €/US\$ retenu par les analystes dans leurs prévisions. En moyenne, ce taux est de 1,5 US\$ pour 1 € à comparer avec un cours actuel de 1,6 US\$ pour 1 €.
- Afin d'utiliser un horizon de prévisions suffisant, Lazard Frères a prolongé le consensus de prévisions sur deux années supplémentaires (2011 et 2012) en utilisant les hypothèses suivantes, établies et discutées avec la direction de Sodexo :
 - croissance du chiffre d'affaires tendant vers 7% soit l'objectif du Plan Ambition 2015 ;
 - marges d'EBITDA et d'EBITA stables en ligne avec la dernière année du consensus et supérieures à la moyenne historique.

2.1.4 Données financières servant de base à l'évaluation

- Le calcul de la valorisation de Sodexo se fonde sur un nombre de 159 026 413 actions en circulation au 31 mars 2008. Le nombre d'actions retenu inclut l'auto-détention directe et indirecte. Il n'existe pas d'instruments dilutifs donnant accès au capital (uniquement des options d'achat couvertes par les actions auto-détenues).
- L'Endettement Financier Net ajusté (ci-après « EFN ajusté ») retenu au 31 août 2007 ressort à 630 millions d'euros, il tient compte des ajustements suivants sur l'EFN au 31 août 2007 publiée par la société dans ses comptes annuels (EFN de 119 millions d'euros) :
 - prise en compte de Fonds réservés de l'activité Chèques et Cartes de Services (293 millions d'euros);
 - prise en compte des Avantages au personnel provisionnés au bilan (232 millions d'euros);
 - prise en compte des intérêts minoritaires à leur valeur au bilan (23 millions d'euros);
 - prise en compte des participations détenue dans les sociétés mises en équivalence à leur valeur au bilan (37 millions d'euros).
- L'EFN ajusté retenu au 29 février 2008 ressort à 1 086 millions d'euros, il tient compte des ajustements suivants sur l'EFN au 29 février 2008 publiée par la société dans ses comptes semestriels (EFN de 247 million d'euros) :
 - prise en compte Fonds réservés de l'activité Chèques et Cartes de Services (294 millions d'euros) ;
 - prise en compte des Avantages au personnel provisionnés au bilan (187 millions d'euros) ;
 - prise en compte des intérêts minoritaires à leur valeur au bilan (23 millions d'euros) ;
 - prise en compte des participations détenue dans les sociétés mises en équivalence à leur valeur au bilan (35 millions d'euros) ;
 - prise en compte de l'acquisition de l'activité chèque de VR réalisée le 3 mars 2008 (370 millions d'euros).
- L'EFN ajusté retenu dans le cadre du DCF est celui au 31/08/2007 car les flux capturent les évolutions depuis cette date (et notamment les acquisitions).
- L'EFN ajusté retenu dans le cadre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables est celui au 29/02/2008 afin d'être cohérent :
 - avec la méthode retenue dans les calculs des multiples boursiers et de transactions qui sont calculés en utilisant le dernier EFN disponible et publié ;
 - avec les projections financières retenues qui intègrent les acquisitions réalisées par Sodexo.

(a) Cours de bourse

Sodexo est une société cotée sur le marché réglementé Euronext Paris depuis 1983.

Cette méthode est à privilégier compte tenu de la bonne liquidité du titre (100 % du flottant et 60 % du capital échangé au cours des 6 derniers mois, sur la base d'un flottant de 60,6 %), de la bonne couverture par les analystes financiers et de la nature minoritaire de l'opération.

La date du 16 avril 2008 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération) a été retenue comme date de référence pour le calcul des primes.

Il est à noter que le contexte de marché boursier actuel ne permet pas de prendre la moyenne 12 mois comme référence.

Le prix offert de 42,5 euros par action présente les primes suivantes par rapport aux références utilisées :

€ par action	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Primes à 42,5€ sur la moyenne pondérée ⁽²⁾
Clôture au 16 avril 2008	37,1 €	14,5 %
Moyenne 1 mois	37,2 €	14,3 %
Moyenne 3 mois	36,8 €	15,3 %
Moyenne 12 mois	44,1 €	-3,7 %

Source : Datastream

(1) Moyenne pondérée par les volumes échangés

(2) Prix offert : 42,5€. Prime calculée sur la moyenne pondérée par les volumes échangés

(b) Multiples boursiers de sociétés comparables

L'approche par les multiples boursiers consiste à valoriser une société sur la base de ratios de valorisation observés sur un échantillon d'entreprises cotées présentant des similitudes notamment en termes de critère d'activité, de modèle économique et de profil financier.

Le premier échantillon retenu est composé de sociétés européennes cotées actives sur le segment des services de restauration collective ou concédée :

- Autogrill (Italie) : prestataire de services de restauration aux voyageurs sous forme de concessions (aires d'autoroutes, aéroports, gares et centres commerciaux) avec 70 000 employés et une capitalisation boursière de 2,4 milliards d'euros ;
- Compass (Royaume-Uni) : prestataire de services de restauration collective avec 360 000 employés et une capitalisation boursière de 7,6 milliards d'euros.

Le second échantillon retenu est composé de sociétés européennes cotées actives sur le segment des services aux entreprises :

- Davis Service (Royaume-Uni) : prestataire de services de blanchisserie aux entreprises avec 17 100 employés et une capitalisation boursière de 1,1 milliards d'euros ;
- Interserve (Royaume-Uni) : prestataire de services, d'entretien et de construction avec 18 386 employés et une capitalisation boursière de 0,8 milliard d'euros ;
- Mitie (Royaume-Uni) : prestataire de services de Facilities Management avec 44 000 employés et une capitalisation boursière de 1,0 milliard d'euros ;
- Rentokil (Royaume-Uni) : prestataire de services aux entreprises dans le domaine de l'entretien (ex : hygiène sanitaire, hygiène textile) avec 92 000 employés et une capitalisation boursière de 2,1 milliards d'euros.

Le troisième échantillon retenu est composé de sociétés européennes cotées actives sur le segment des services de sécurité :

- G4S (Royaume-Uni) : prestataire de services liés à la sécurité (surveillance par agents, télésurveillance) avec 470 000 employés et une capitalisation boursière de 3,7 milliards d'euros ;
- Prosegur (Espagne) : prestataire de services de sécurité privée avec 80 000 employés et une capitalisation boursière de 1,6 milliards d'euros ;
- Securitas (Suède) : prestataire de solutions de sécurité (ex : surveillance par agents, sécurité mobile, télésurveillance, transport de fonds) avec 215 000 employés et une capitalisation boursière de 3,0 milliards d'euros.

Les données financières de l'ensemble des sociétés cotées comparables sont issues des dernières publications financières et du consensus de prévision IBES.

La valeur d'entreprise (VE) retenue est la somme de la capitalisation boursière moyenne 1 mois, de l'Endettement Financier Net, des engagements de retraites et autres engagements sociaux et des intérêts minoritaires retraités des sociétés mises en équivalence.

Le dernier Endettement Financier Net publié a été retenu pour le calcul de la valeur d'entreprise des sociétés comparables. L'EFN ajusté de Sodexo retenu est celui au 29 février 2008.

Lazard Frères a utilisé l'ensemble des principaux agrégats financiers dans son analyse de valorisation à l'exception du chiffre d'affaires dont les multiples ont été écartés car ils ne reflètent pas le niveau de rentabilité spécifique de Sodexo et de chaque comparable.

	VE/EBITDA		VE/EBITA		PER	
	2008E	2009	2008E	2009E	2008E	2009E
Echantillon Restauration	7,6x	6,9x	10,8x	9,8x	15,5x	13,8x
Echantillon Services aux entreprises	6,8x	6,2x	10,8x	9,6x	13,3x	11,9x
Echantillon Services de sécurité	8,2x	7,5x	11,5x	10,2x	16,1x	12,8x
	Moyenne 2008E		Moyenne 2009E		Moyenne	
Valeur des fonds propres (M€)	5 847		5 809		5 828	
Valeur par action (€)	36,8€		36,5€		36,6€	

Source : sociétés, Datastream, Bloomberg, IBES

(i) Multiples de transactions comparables

L'approche par les multiples de transactions comparables consiste à valoriser une société sur la base de multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité que la société évaluée. Cette méthode indique les niveaux de prix que les investisseurs ont été disposés à payer pour prendre le contrôle de sociétés similaires.

Cinq transactions de taille importante portant sur des concurrents de Sodexo ou des acteurs majeurs des services aux entreprises ont été réalisées au cours de dernières années.

Les transactions comparables dans le secteur de la restauration collective, de la restauration concédée et des services aux entreprises font apparaître des multiples moyens homogènes entre les différentes transactions.

Cependant, ces transactions ont eu lieu entre mars 2005 et août 2007 à travers des opérations à effet de levier (LBO). Les conditions de marché ont depuis significativement évolué et laissent penser que les multiples constatés entre 2005 et 2007 ne seraient plus susceptibles d'être offerts aujourd'hui par des acquéreurs financiers.

Enfin, la valorisation par multiples de transactions comparables est une approche de valorisation qui intègre une prime de contrôle. Une telle prime de contrôle ne devrait pas s'appliquer lors de la détermination d'un prix pour une opération concernant une fraction minoritaire du capital comme c'est le cas dans l'opération considérée représentant un maximum de l'ordre de 8 % du capital et au cours de laquelle il n'y a pas modification du contrôle. Pour corriger la prime de contrôle dont ne devraient pas bénéficier un actionnaire minoritaire, la prime constatée sur les OPA en France sur les neuf dernières années permettant d'obtenir le contrôle (soit environ 25 %) a été déduite des valeurs obtenues dans la cadre des méthodes majoritaires.

Les transactions comparables retenues dans le secteur de la restauration comprennent :

- l'acquisition de Elis par Eurazeo (août 2007) ;
- l'acquisition de Aramark par Goldman Sachs Private Equity et CCMP Capital (août 2006) ;
- l'acquisition de Elios par Charterhouse et Chequers (juin 2006) ;
- l'acquisition de SSP par EQT et Macquarie (avril 2006) ;
- l'acquisition de ISS par Goldman Sachs Private Equity et EQT (mars 2005).

Cependant, cette approche est limitée par la difficulté de disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu, par exemple, à des engagements spécifiques (garanties de passif et autres) qui demeurent souvent confidentiels.

La valeur d'entreprise (VE) retenue est la somme du prix d'acquisition offert, de l'Endettement Financier Net, des engagements de retraites et autres engagements sociaux et des intérêts minoritaires retraités des sociétés mises en équivalence. Lorsque la transaction a été réalisée sur une société n'étant pas cotée en bourse, la valeur d'entreprise retenue est le montant de la transaction tel que communiqué par l'acheteur et/ou le vendeur.

Le dernier Endettement Financier Net publié a été retenu pour le calcul de la valeur d'entreprise des sociétés comparables. L'EFN ajusté de Sodexo retenu est celui au 29 février 2008.

Lazard Frères a utilisé l'ensemble des principaux agrégats financiers dans son analyse de valorisation à l'exception du chiffre d'affaires dont les multiples ont été écartés car ils ne reflètent pas le niveau de rentabilité spécifique de Sodexo et de chaque transaction comparable.

	VE/EBITDA	VE/EBITA	PER
Moyenne de l'échantillon	10,2x	14,6x	20,5x
<u>Avant prise en compte de la décote de minoritaire de 25%</u>			
	Minimum	Moyenne	Maximum
Valeur des fonds propres (M€)	7 105	7 560	8 236
Valeur par action (€)	44,7€	47,5€	51,8€
<u>Après prise en compte de la décote de minoritaire de 25%</u>			
	Minimum	Moyenne	Maximum
Valeur des fonds propres (M€)	5 684	6 048	6 589
Valeur par action (€)	35,7€	38,0€	41,4€

Source : sociétés, Datastream, Bloomberg, Mergermarket, Dealogic

(ii) Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« DCF »)

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode dite Discounted Cash Flows ou DCF) consiste à déterminer la valeur de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponible.

Les flux de trésorerie disponible sont définis comme le résultat d'exploitation après impôt auquel a été ajouté le montant des amortissements et ont été soustraits les investissements nets et la variation du besoin en fonds de roulement.

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation des flux de trésorerie futurs au coût moyen pondéré du capital ; elle comprend la valeur actualisée des flux sur l'horizon explicite (2008-2012), ainsi qu'une valeur terminale correspondant à l'actualisation des flux au-delà de cet horizon.

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») retenu pour l'actualisation des flux de trésorerie est compris entre 8,2 % (sur la base du bêta des comparables) et 9,3 % (sur la base du bêta de Sodexo) avec un cas central à 8,8 %. Les éléments intervenant dans le calcul du CMPC sont les suivants :

- un taux sans risque de 4,25% sur la base de l'OAT 10 ans (Source : Les Echos au 9 avril 2008) ;
- une prime de risque de 5,06% (source : Natixis au 7 avril 2008) ;
- les bêtas retenus sont d'une part le bêta de Sodexo de 1,08 (source : Bloomberg, Datastream et Barra, hors prise en compte de la structure financière) et d'autre part celui de ses comparables de 0,83 (source : Bloomberg, Datastream et Barra, hors prise en compte de la structure financière) ;
- une structure financière comprise entre 10% et 20% (en ligne avec celle de Sodexo aujourd'hui et celle de ses comparables).

Les données financières prévisionnelles utilisées ont été établies à partir d'un consensus de marché fondé sur les rapports de recherche des analystes financiers et prolongées de deux années par la banque présentatrice (cf. paragraphe 2.1.3). Ces prévisions ont été confrontées aux tendances prévisionnelles indiquées par la direction de Sodexo.

La valeur des flux au-delà de l'horizon du plan (2012) a été calculée sur la base de la méthode dite de "Gordon Shapiro", qui consiste à actualiser à l'infini un flux de trésorerie normatif en prenant l'hypothèse d'un taux de croissance et d'une marge d'EBIT normative à l'infini. Le taux de croissance à l'infini qui a été retenu est de 2 %.

La valeur des capitaux propres a été déduite de la valeur d'entreprise ainsi calculée après soustraction de l'EFN ajusté de Sodexo au 31 août 2007.

Valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles sur l'horizon explicite (2008-2012) pour un CMPC à 8,8 % (en M€)	2 008
Valeur terminale actualisée pour un CMPC à 8,8 % et un taux de croissance perpétuelle de 2% (en M€)	6 091
Valeur d'entreprise pour un CMPC à 8,8 % et un taux de croissance perpétuelle de 2 % (en M€)	8 099
EFN ajusté au 31 août 2007 (en M€)	630
Valeur des Fonds Propres (en M€)	7 469
Nombre d'actions en circulation au 29 février 2008	159 026 413
Valeur par action avant prise en compte de la décote de minoritaire de 25 % (en €)	47,0

	Valeur par action (€) au taux de croissance perpétuelle de 2 % - Après application d'une décote de minoritaire de 25 %
CMPC : 8,55%	39,1 €
CMPC : 8,80%	37,6 €
CMPC : 9,05%	36,1 €

	Valeur par action (€) à CMPC de 8,80 % - Après application d'une décote de minoritaire de 25 %
Croissance perpétuelle : 1,5%	34,7 €
Croissance perpétuelle : 2,0%	37,6 €
Croissance perpétuelle : 2,5%	40,9 €

2.2 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre

	Prix (€)	Primes offertes à 42,5€ par action par rapport à la moyenne ou au cas central
	<u>Moyenne ou cas central</u>	
Cours de bourse au 16 avril 2008	37,1 €	14,5 %
Cours de bourse moyenne 1 mois	37,2 €	14,3 %
Cours de bourse moyenne 3 mois	36,8 €	15,3 %
Cours de bourse moyenne 6 mois	39,4 €	8,0 %
Cours de bourse moyenne 12 mois	44,1 €	-3,7 %
Comparables boursiers	36,6 €	16,0 %
Transactions comparables <i>(après application d'une décote de minoritaire de 25%)</i>	38,0 €	11,8 %
DCF <i>(après application d'une décote de minoritaire de 25%)</i>	37,6 €	13,1 %

Note : moyenne des cours pondérés par les volumes. Source : Datastream

3. **RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

SODEXO

-=-

ATTESTATION D'EQUITE

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPA-S), portant sur le rachat par la société SODEXO de ses propres actions, le cabinet CDL a été chargé, en qualité d'expert indépendant, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires du prix de 42,5 € par action SODEXO. Cette désignation se situe dans le cadre de l'article 261-1-I 3° du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et résulte d'une décision du Comité des Administrateurs Indépendants de la société SODEXO en date du 19 mars 2008.

Indépendance

Le cabinet CDL est indépendant de la société SODEXO ainsi que de ses actionnaires. Il n'a aucun lien juridique ou financier avec cette société et n'a jamais exercé de mission auprès d'elle. Il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF N° 2006-08 du 25 juillet 2006. Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, il atteste donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de cette mission².

Les compétences de l'expert et les missions d'expertise indépendante effectuées par le cabinet sont indiquées en Annexe 1 au présent rapport

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences en respectant les normes édictées par l'AMF dans son instruction du 25 juillet 2006 et en appliquant les dispositions introduites dans le Règlement Général de l'AMF homologuées par arrêté du 18 septembre 2006.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté à :

- examiner le contexte de l'offre et notamment l'information financière communiquée lors de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ainsi que la situation du secteur à cette date ;
- analyser les éléments de valorisation préparés par la Banque LAZARD ;
- procéder à des entretiens avec la Direction Financière du Groupe qui nous a donné sa vision de l'évolution des activités de SODEXO et avec l'équipe de la Banque LAZARD qui nous a présenté ses travaux d'évaluation ;
- mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritères en utilisant notamment les paramètres ressortant de bases de données ;
- vérifier que les différentes valeurs obtenues, ainsi que celles qui ressortent des travaux de simulation auxquels nous nous sommes livrés, nous conduisent à s'assurer du caractère équitable du prix proposé par référence à ces valeurs ;
- obtenir du management une lettre d'affirmation nous confirmant qu'à sa connaissance aucun élément nouveau ne conduisait à remettre en cause le prix de 42,5 €.

² Cette déclaration d'indépendance vaut tant pour le cabinet CDL que pour MM. Dutartre et Laroque ainsi que la société Penthièvre Finance, qui sont intervenus sur le dossier.

Données utilisées

Nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées dont nous nous sommes limités à vérifier la cohérence.

SODEXO ne nous a pas communiqué de plan d'affaires prévisionnel ; nous avons simplement obtenu les indicateurs clés du budget (compte de résultat) 2007-2008, établi sur la base de la parité euro/dollar de 2006-2007, soit 1 € = 1,32194 USD.

Le plan d'affaires utilisé par la Banque LAZARD, pour mettre en œuvre la méthode des flux de trésorerie actualisés, repose quant à lui, sur les deux grandes hypothèses du plan Ambition 2015 communiqué au marché, à savoir :

- une croissance organique du chiffre d'affaires de 7 % par an, à taux de change constants ;
- progression annuelle moyenne de 12 % du résultat opérationnel, à taux de change constants.

Ce plan résulte pour le reste du consensus des analystes.

Le management nous a confirmé qu'il n'y avait pas d'autre hypothèse structurante au sein du groupe SODEXO pour l'appréciation des perspectives d'évolution de la rentabilité à moyen terme.

1 – PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 - SOCIETE CONCERNEE PAR L'OPERATION

1.1.1 - SOCIETE SODEXO

La société SODEXO est une société anonyme au capital de 636.105.652 € dont le siège social est situé au 255, quai de la Bataille de Stalingrad à Issy-les-Moulineaux (92). L'action SODEXO est cotée sur le marché boursier à Paris (Eurolist compartiment A).

1.2 - CONTEXTE ET TERMES DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE (OPA-S) SUR LES TITRES DE LA SOCIETE SODEXO

A l'occasion de l'Assemblée Générale Mixte du 22 janvier 2008 (4^{ème} et 18^{ème} résolutions), les actionnaires ont délégué au Conseil d'Administration l'autorisation de mettre en place, dans les 18 mois, un programme de rachat d'actions qui ne doit pas excéder 10 % du capital dans une limite maximum de 750 millions d'euros.

Les activités de SODEXO génèrent des cash-flows qui excèdent très sensiblement les besoins de financement des projets de développement actuellement envisagés par le groupe. Dans ces conditions, la Direction Générale de SODEXO souhaite restituer aux actionnaires une partie de ces excédents de trésorerie par le biais d'un programme de rachat d'actions.

L'opération de rachat de titres portera sur 12,5 millions d'actions, soit environ 7,8 % du capital, étant fait observer que 3,4 millions de titres SODEXO, dont 0,4 million d'actions afférentes au contrat de liquidité, sont détenus par SODEXO.

Conformément aux dispositions prévues par l'Assemblée Générale Mixte du 22 janvier 2008, les titres qui seront acquis dans le cadre de cette opération seront ensuite annulés.

Ce programme de rachat a pour objectif d'offrir aux actionnaires une liquidité de leurs titres à un prix supérieur aux cours de bourse récents de l'action SODEXO. Il doit également se traduire mécaniquement par une relation du résultat net par action du groupe et renforcer ainsi l'attrait du titre auprès des investisseurs.

Il convient de souligner qu'il s'agit d'une offre facultative à laquelle les actionnaires de SODEXO sont libres de participer ou non.

Enfin, l'actionnaire de référence du groupe SODEXO, la société BELLON SA, a précisé qu'elle ne participerait pas à l'opération. L'augmentation de la part relative du public dans le capital qui en résultera n'aura pas d'incidence sur les modalités de contrôle du groupe, la société BELLON SA n'atteignant pas le seuil de 50 %, ni en droits financiers ni en droits de vote. La mise en œuvre de l'OPAS a nécessité une demande de dérogation à l'AMF.

2 - PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT DE SODEXO

2.1 - LES METIERS DE SODEXO

SODEXO a une présence mondiale sur deux segments de marché :

- la restauration collective et le *facilities management* ;
- les chèques et cartes de services.

SODEXO, spécialiste B to B, a élargi progressivement son offre de restauration pour prendre en charge progressivement les fonctions externalisées par ses clients (accueil, nettoyage,...) et proposer ainsi une solution globale de services.

La part de *facilities management*, susceptible de fluctuer en fonction de la signature de contrats de restauration significatifs non récurrents (exemple : Coupe du Monde de Rugby), représentait pour l'exercice 2006 – 2007, 18,1 % du chiffre d'affaires du groupe.

2.2 - LES CONCURRENTS

Depuis 2 ans et le retrait de la cote d'ELIOR et d'ARAMARK, l'échantillon de groupes cotés comparables de restauration est limité à SODEXO, COMPASS et AUTOGRILL. SODEXO dispose d'une activité chèques et cartes de service qui ne la rend pas directement comparable à ses deux principaux concurrents.

Sous cette réserve, COMPASS exerce une activité de restauration collective similaire à celle de SODEXO. En revanche, l'activité de restauration en concession, métier d'AUTOGRILL, présente des caractéristiques (intensité capitalistique, durée des contrats, ...) très spécifiques.

2.3 - LES FACTEURS CLES DE SODEXO

Pour apprécier les perspectives du groupe, nous avons recensé les facteurs clés caractérisant le groupe SODEXO.

(i) L'exposition dollar

SODEXO réalise plus de 40 % de son activité aux Etats-Unis. SODEXO subit ainsi l'incidence de la parité euro/dollar liée à la conversion des comptes de la branche américaine au niveau du groupe.

En effet, depuis 2002 la parité euro/dollar est passée de 1 € = 0,85/0,90 USD (niveau 2002) à 1 € = 1,58 USD début avril 2008.

SODEXO, dont l'activité et le résultat opérationnel aux USA sont réalisés en dollars, subit l'évolution négative du dollar depuis plus de 5 ans.

A cet égard, il nous semble important d'attirer l'attention sur deux aspects :

- dans les états financiers consolidés 2006/2007, SODEXO procède à une analyse de la sensibilité du résultat opérationnel ; celui-ci varie de 26 millions d'euros pour toute variation du dollar US de 10 % ;
- depuis le début de l'exercice 2007/2008, le dollar US a baissé par rapport à l'euro d'environ 11/12 % et la parité «spot» à la date de notre évaluation met en évidence une dérive du dollar de près de 20 % par rapport à la parité moyenne de l'exercice 2006/2007.

(ii) Des fondamentaux solides

Sur les marchés de l'externalisation des services en croissance le positionnement de SODEXO est bien ancré :

- la quote-part significative de chiffre d'affaires réalisée dans les secteurs « éducation » et « santé » garantit une certaine résistance du modèle, nonobstant l'effet de la conjoncture sur les clients « entreprises » ;
- le taux de fidélisation des clients est très élevé (94 %) ;
- le groupe a renforcé ses équipes commerciales pour fiabiliser la croissance organique attendue.

(iii) Des conditions de financement de l'exploitation favorables

Sur ses deux activités, SODEXO bénéficie de conditions de financement de son exploitation qui génèrent des excédents de trésorerie.

La croissance a un effet mécanique favorable sur les cash-flows d'exploitation dont le niveau historique est sensiblement supérieur à celui de la rentabilité nette.

Le modèle de croissance, mis en évidence dans Ambition 2015, a un effet positif sur le niveau des cash-flows futurs : l'excédent en fonds de roulement génère de la trésorerie.

3 - EVALUATION DE L'ACTION SODEXO

Conformément à l'instruction de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous indiquons ci-après les méthodes que nous avons écartées et celles qui nous sont apparues les plus pertinentes pour évaluer l'action SODEXO.

Remarque préalable

La présente évaluation s'inscrit dans le cadre d'une OPA-S qui vise à restituer aux actionnaires, dans la limite de 7,8 % du capital, une partie des liquidités du groupe.

Au cas d'espèce, nous avons distingué trois catégories de méthodes d'évaluation :

- les méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable et l'actif net réévalué ;
- les méthodes privilégiées : le cours de bourse et les sociétés cotées comparables ;
- les méthodes retenues à titre de recoupement : les transactions comparables, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles et, à titre d'information uniquement, le rendement.

3.1 - LES METHODES D'EVALUATION ECARTEES

(i) L'actif net comptable

L'actif net comptable de SODEXO au 29 février 2008 est de 2 032 millions d'euros, soit 12,8 € par action.

Cet indicateur ne peut constituer une référence pertinente dans la mesure où le coût historique des actifs corporels et incorporels à l'actif du bilan au 29 février 2008, soit 4 milliards d'euros, ne reflète que très partiellement le goodwill du groupe.

(ii) L'actif net réévalué

Cette méthode consiste à identifier les plus ou moins values latentes et à réévaluer ainsi les capitaux propres comptables. Dans les activités de prestations de services, la réévaluation porte, pour l'essentiel, sur les actifs incorporels.

Pour déterminer la valeur de ces éléments incorporels, les approches globales par la rentabilité sont privilégiées.

3.2 - LES METHODES D'EVALUATION PRIVILEGIEES

3.2.1 - Le cours de bourse

Les indicateurs mesurant les volumes d'échange et la performance de l'action SODEXO en indiquant le cours de bourse au 16 avril 2008, la moyenne des cours à 1 mois, à 3 mois, à 6 mois et, à titre d'information, à 12 mois, sont indiqués ci-après :

	Moyenne pondérée (en €)	Pourcentage du capital échangé	Pourcentage^(*) du flottant échangé
Cours de bourse au 16/04/2008	37,1 €		
Moyenne 1 mois	37,2 €	10 %	16 %
Moyenne 3 mois	36,8 €	32 %	52 %
Moyenne 6 mois	39,4 €	60 %	100 %
Moyenne 12 mois	44,1 €	101 %	166 %

(*) Le flottant représente 60,6% du nombre total d'actions.

Compte tenu de la profondeur et de la liquidité du titre, le cours de bourse est une référence incontournable pour valoriser l'action SODEXO.

L'analyse du cours de bourse de SODEXO sur les 12 derniers mois appelle les observations suivantes :

- en examinant l'évolution de l'indice SBF 120 depuis 12 mois, on constate que cet indice s'est très fortement détérioré depuis début 2008 ; dans ces conditions, les moyennes à 6 mois et à 12 mois ne sont fournies qu'à titre indicatif dans la mesure où elles expriment des conditions de marché qui ne sont plus celles de la présente opération ;
- dans ce contexte de volatilité des marchés, l'action SODEXO a, depuis décembre 2007, chuté de manière significative, amplifiant de ce fait la baisse des indices (SBF 120, services aux entreprises).

Depuis le 15 novembre 2007, la crainte des investisseurs à l'égard de l'action SODEXO a pour origine :

- des résultats 2006/2007 jugés décevants, les anticipations initiales des analystes ne prenant pas totalement en compte l'incidence de la baisse du dollar sur le niveau du résultat opérationnel ;
- un environnement économique jugé très incertain aux USA. Il sera fait observer que l'annonce du chiffre d'affaires semestriel de l'exercice 2007-2008 a été suivie de commentaires pessimistes de la communauté financière sur le niveau d'activité aux USA pour l'exercice en cours.

Dès lors, le niveau actuel du cours, identique à la moyenne des cours à 3 mois, intègre l'ensemble des informations disponibles. Il constitue, de notre point de vue, le meilleur indicateur de la valeur de l'action SODEXO.

3.2.2 - Les sociétés cotées comparables

Comme nous l'avons indiqué ci-avant, l'échantillon de sociétés cotées comparables, intervenant dans le secteur de la restauration collective, est désormais limité à SODEXO, COMPASS et AUTOGRILL.

L'élargissement de l'offre de ces acteurs aux prestations de *facilities management* conduit ainsi à retenir, dans un échantillon de sociétés cotées comparables, les principaux acteurs du *facilities management* et de la sécurité dont le *business model* et les marchés sont comparables (taux de croissance des activités, taux de rentabilité, capitaux engagés, ...).

Choix de l'échantillon

L'analyse des acteurs des trois métiers concernés nous conduit à valider l'échantillon retenu par la Banque LAZARD.

L'échantillon retenu est le suivant :

- secteur « Restauration » : COMPASS et AUTOGRILL ;
- secteur « Services aux entreprises » (« *facilities management* »): RENTOKIL, MITIE, INTERSERVE et DAVIS SERVICE GROUP ;
- secteur « Sécurité » : G4S, PROSEGUR et SECURITAS.

Période retenue

Les multiples de sociétés comparables ont été « calendarisés » au 31 août et ont été calculés pour la période 2007 à 2009.

Nous estimons qu'à la date de notre rapport, les multiples relatifs à l'exercice 2007 ne peuvent pas être retenus dans la mesure où ils reflètent une situation trop ancienne. Nous avons donc utilisé des moyennes de multiples 2008 et 2009.

Choix des multiples

Notre analyse a porté sur les multiples de valeur d'entreprise (multiples d'EBITDA et d'EBIT) ainsi que sur le multiple de PER donnant directement la valeur des fonds propres.

Commentaires

Nous avons retenu les consensus d'IBES utilisés par la banque LAZARD que nous avons recoupés avec les prévisions figurant dans la base de données THOMSON FINANCIAL.

Nous avons déterminé pour l'ensemble de l'échantillon la dette financière nette en incluant les intérêts minoritaires, les participations mises en équivalence, ainsi que les engagements de retraite et les provisions non courantes nets d'impôt.

S'agissant de l'endettement, nous avons, par analogie avec l'option que nous avons retenue dans la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés, retraité la trésorerie « cartes » générant des produits financiers.

Synthèse des valeurs par les multiples

Les valeurs par action SODEXO qui résultent de l'application des multiples moyens 2008/2009 sont les suivantes ;

	<u>Multiples d'EBITDA</u>	<u>Multiples d'EBIT</u>	<u>PER</u>
Valeurs par action	31,8 €	37,5€	33,8€

De notre point de vue, deux sociétés de l'échantillon (RENTOKIL, DAVIS SERVICE) ont un profil de rentabilité atypique avec un niveau d'EBITDA sensiblement supérieur à celui de l'échantillon mais avec des amortissements et provisions très élevés, se traduisant par une moyenne de multiples d'EBITDA tassée. Pour apprécier la valeur de l'action SODEXO, nous avons donc exclu les multiples d'EBITDA.

S'agissant des PER, il est fréquent de constater que deux éléments faussent la valeur obtenue par ce multiple : le taux d'impôt et la structure financière mise en place. Au cas d'espèce, la part d'endettement financier dans la valeur globale est limitée et les structures financières de l'échantillon ne sont pas dissemblables. Par ailleurs, ces groupes internationaux ont des taux d'impôt qui ne sont pas très éloignés. Nous constatons que la valeur obtenue par les PER ne s'écarte pas sensiblement de celle obtenue par les multiples d'EBIT. Nous avons toutefois choisi le multiple de résultat d'exploitation qui nous apparaît le plus représentatif et qui est également celui privilégié par les analystes.

En définitive, nous retenons une valeur de l'action SODEXO de 37,5 € qui représente la valeur obtenue par application des multiples moyens d'EBIT 2008/2009.

3.3 - LES METHODES D'EVALUATION RETENUES A TITRE DE RECOUPEMENT

Les méthodes décrites ci-après sont retenues à titre de recoupement :

- la méthode des transactions comparables conduit à faire apparaître une prime de contrôle qui suppose la cession d'un bloc de contrôle ; la présente opération ne vise que 7,8 % du capital ;
- l'actualisation des flux de trésorerie est une méthode de valorisation intrinsèque d'un groupe dans son ensemble ; elle est également utilisée par les analystes pour leurs objectifs de cours à 12 ou 18 mois ; nous ne l'avons pas incluse dans les méthodes privilégiées pour les raisons suivantes :
 - la méthode valorise 100% d'un groupe alors que la présente OPA-S ne porte que sur 7,8 % du capital ;

- elle ne nous semble pas appropriée, en raison des phénomènes d'anticipation qu'elle induit, pour mesurer la valeur d'une action, à ce jour, dans le cadre d'une opération partielle ;
- dans le contexte actuel d'incertitude et de volatilité des marchés, la méthode exprime une valorisation de développement à long terme mais elle ne peut pas prendre en compte les aléas d'environnement qui pèsent sur les marchés.
- enfin, s'agissant de l'approche par le rendement, nous avons procédé à une simulation de la valeur de l'action dès lors le flottant représente plus de 60 % du capital ; la présence d'un actionnaire de référence à hauteur de 40 % limite la pertinence de cette approche, très sensible par ailleurs à l'hypothèse de taux de croissance du dividende.

3.3.1 - Les transactions comparables

Depuis 2005, 5 transactions portant sur des sociétés comparables ont été identifiées :

- août 2007 : acquisition d'ELIS par EURAZEO ;
- août 2006 : acquisition d'ARAMARK par Goldman Sachs et CCMP Capital ;
- juin 2006 : acquisition d'ELIOR par CHATERHOUSE et CHEQUERS CAPITAL ;
- avril 2006 : acquisition de SSP par le groupement MACQUARIE/EQT ;
- mars 2005 : acquisition d'ISS par le groupement GOLDMAN SACHS/EQT.

Si l'on exclut l'opération la plus ancienne et si l'on veut bien admettre que l'opération de retrait obligatoire d'ELIOR en décembre 2006, incluse dans notre échantillon, constitue une opération à part, on constate un échantillon assez homogène de transactions réalisées à des conditions comparables, soit :

- à 10,1 fois l'EBITDA avec un intervalle de multiples compris entre 9 et 10,9 ;
- à 15 fois l'EBIT avec un intervalle de multiples compris entre 14,2 et 16.

L'analyse des conditions financières des OPA sur une très longue période met en évidence une prime de contrôle de 25 à 30 %, celle-ci étant déterminée à compter des rumeurs qui précèdent une opération.

Il convient également de noter que toutes ces transactions ont été conclues par des fonds d'investissement qui mettent en place une structure financière avec un levier financier plus important que celui constaté en moyenne sur le marché boursier. Cette structuration financière et le coût très bas du financement à la date de ces transactions ont permis aux fonds d'investissement de proposer des prix sur des bases élevées.

Sous cette dernière réserve qui conduit à examiner des transactions dont les niveaux de prix sont élevés, l'application des multiples constatés aux agrégats « calendarisés » de SODEXO conduit, avec une décote de 25 à 30 % au titre de la prime de contrôle, à un intervalle de valeurs compris entre 30,7€ et 39,6€, la fourchette haute correspondant au multiple d'EBIT avec une décote de 25 %.

Les conclusions de cette approche, en dépit de toutes les limites qui pourraient être invoquées (conditions de marché différentes...), conduisent à deux constats :

- les conditions financières de ces opérations présentent une certaine homogénéité ;
- les multiples de transaction, retraités de la prime de contrôle, sont tout à fait cohérents avec ceux qui sont constatés dans l'analyse des sociétés cotées comparables.

3.3.2 - DCF : Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Limite de nos travaux d'évaluation

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base d'un consensus de bureaux d'analyse financière qui vérifient les deux hypothèses structurantes du plan AMBITION 2015 de SODEXO :

- une croissance organique de 7 % par an, à taux de change constants ;
- une croissance annuelle moyenne du résultat opérationnel de l'ordre de 12 %, à taux de change constants.

La mise en œuvre d'une évaluation par les flux de trésorerie actualisés suppose la communication d'un plan d'affaires élaboré par le management et la discussion avec ce dernier des modalités de sa mise en œuvre ainsi que la comparaison avec les informations issues du *reporting* groupe. Ainsi que nous l'avons indiqué ci-dessus, nous n'avons pas eu accès à ces informations prévisionnelles internes.

Dans ce contexte, la valeur de l'action SODEXO par les flux de trésorerie futurs actualisés est fournie uniquement à titre de recoupement d'autant qu'elle ne nous semble pas adaptée à l'opération proposée aux actionnaires de SODEXO.

Commentaires sur les informations prévisionnelles communiquées par la Banque LAZARD

Nous avons analysé les flux de trésorerie futurs établis par la Banque LAZARD ainsi que les paramètres de l'évaluation.

(i) Activité et résultats prévisionnels

Les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires sur la période 2008-2012 sont conformes aux objectifs du groupe (7 % par an à taux de change constants), les exercices 2008 et 2009 subissant, notamment 2008, l'effet de la baisse anticipée du dollar.

En ce qui concerne le taux de rentabilité d'exploitation (EBITDA / CA), sa croissance attendue est de 11 % entre 2007 et 2010. A partir de 2011, la Banque LAZARD a considéré que ce taux restait stable.

AMBITION 2015 vise à doubler le chiffre d'affaires et à multiplier par 3 (à taux de change constants) le résultat opérationnel.

A horizon 2012, les croissances anticipées en euros dans le modèle DCF de la Banque LAZARD (respectivement 30 % et 46 % pour le chiffre d'affaires et l'EBITDA) nous semblent constituer les prévisions les plus raisonnables à ce jour pour les raisons suivantes :

- l'horizon 2012 de ce plan extrapole le consensus des analystes pour la période 2008-2010, utilisé par la Banque LAZARD ;
- l'exposition au dollar nous semble prise en compte de manière satisfaisante dans ce contexte ;
- un historique de la rentabilité d'exploitation des acteurs du secteur, ne subissant pas l'érosion du dollar, met en évidence la difficulté de maintenir le taux de rentabilité d'exploitation sur une longue période en raison notamment de la nécessité d'investir régulièrement en moyens humains qui dégradent, au moins temporairement, la rentabilité.

En conclusion, les prévisions de cash-flows d'exploitation appellent de notre part deux commentaires :

- les indicateurs historiques de SODEXO (taux de fidélisation, croissance des sites, nouveaux contrats) justifient les données prévisionnelles ;
- la conjoncture actuelle, renforcée par la présence significative de SODEXO aux USA, atténue la visibilité des résultats 2008-2009.

(ii) Investissements

La Banque LAZARD a retenu un ratio CAPEX / CA de 1,6 % de 2008 à 2010, ce ratio passant à partir de 2011 à 2%.

Nous constatons que sur la période 2002/2007, le ratio moyen est de 1,58 %.

Sans remettre en cause l'hypothèse du management d'une croissance des investissements informatiques à l'horizon 2011, nous avons procédé, faute d'élément pour valider cette hypothèse, à une simulation des investissements au taux historique de 1,6 %.

(iii) Financement de l'exploitation / endettement

S'agissant des excédents de trésorerie liés à la croissance de l'activité et du niveau d'endettement de SODEXO, la dispersion constatée dans les modèles des analystes a principalement trois origines :

- le groupe bénéficie, dans ses comptes consolidés, d'une incidence positive annuelle proche de 150 M€ sur la période 2002-2007, non corrélée à l'évolution du chiffre d'affaires en euros ;
- si les deux métiers génèrent des excédents de trésorerie, ceux liés à l'activité « restauration – *facilities management* » évoluent en fonction du chiffre d'affaires alors que ceux de l'activité « cartes » dépendent du volume d'émission ;
- globalement, le business model de l'activité « cartes » est décliné de la même manière dans tous les pays ; en revanche, la situation des marchés financiers est différente, notamment si l'on compare l'Europe et l'Amérique Latine.

Dans son modèle, la Banque LAZARD a retenu, au titre de la période 2008/2010 et en ce qui concerne les variations du besoin en fonds de roulement négatif, la moyenne du consensus de 5 bureaux d'analyse financière et a appliqué, à partir de 2011, une croissance de ce flux égale à celle du chiffre d'affaires.

Par ailleurs, la dette financière a, quant à elle, été retraitée pour inclure les fonds réservés de l'activité « cartes », soit environ 300 M€.

Dans notre simulation, nous avons retenu, pour les besoins en fonds de roulement négatifs de la période 2008-2010, la moyenne des analystes financiers (en écartant toutefois les prévisions du bureau d'analyse financière qui présentait des flux de besoin en fonds de roulement en rupture avec l'historique). Nous avons également retraité la dette financière nette en excluant le montant estimé de la trésorerie « cartes » générant des produits financiers inclus dans les cash-flows d'exploitation (EBITDA) du groupe. Ce montant nous a été communiqué par le management de SODEXO (966 M€ au 31 août 2007).

En raison des modalités de mise en œuvre de ces retraitements, effectués de manière très globale, les résultats de notre approche doivent être appréciés avec prudence.

(iv) Paramètres de valorisation

➤ *Calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)*

Le coût moyen pondéré du capital utilisé par la Banque LAZARD, soit 8,8 %, appelle les commentaires suivants :

- il prend en compte les données les plus récentes (taux OAT à 10 ans, prime de risque marché actions, coût de la dette, ratio cible d'endettement) ;
- le bêta de SODEXO et la structure financière moins endettée justifient un CMPC plus élevé que les comparables boursiers ;
- le taux d'actualisation retenu, soit 8,8 %, est très proche de celui des analystes.

Nos travaux sur le bêta, réalisés à partir des données de Thomson Financial, confirment les conclusions de la Banque LAZARD.

➤ *Taux de croissance à l'infini*

La Banque LAZARD a retenu, pour le calcul de la valeur terminale fin 2012, un taux de croissance à l'infini de 2 %.

Dans notre modèle, nous avons retenu en scénario central un taux de croissance de 2,5 % :

- ce taux est conforme à celui retenu par les analystes ;
- ce taux correspond davantage au calcul d'une valeur terminale en 2012 ; en effet, SODEXO a une croissance organique élevée forte sur des marchés de l'externalisation à fort potentiel ; par ailleurs, SODEXO anticipe une poursuite de la croissance entre 2012 et 2015 à un taux de 7 %.

➤ *Taux d'IS*

Le taux d'impôt sur les résultats, soit 37 %, correspond au taux moyen attendu par le groupe SODEXO à partir de 2008.

(v) *Synthèse de notre simulation*

Sur la base des différents retraitements exposés ci-avant, les valeurs des fonds propres et de l'action SODEXO ressortent dans les intervalles suivants :

Valeur des fonds propres de SODEXO (en M€)

<u>WACC</u> \ <u>Taux de croissance</u>	<u>2,25 %</u>	<u>2,5 %</u>	<u>2,75 %</u>
8,3 %	8 037	8 366	8 724
8,8 %	7 281	7 555	7 852
9,3 %	6 633	6 863	7 112

Valeur de l'action SODEXO (en €)

<u>WACC</u> \ <u>Taux de croissance</u>	<u>2,25%</u>	<u>2,5%</u>	<u>2,75%</u>
8,3 %	50,5	52,6	54,9
8,8 %	45,8	47,5	49,4
9,3 %	41,7	43,2	44,7

La valeur de l'action SODEXO, selon cette méthode, ressort dans un intervalle large de 42 à 55 €.

Au regard des incertitudes sur l'environnement économique et des modalités de mise en œuvre de cette méthode, nous estimons que cet intervalle des valeurs reflète correctement d'une part le potentiel lié aux fondamentaux de la société et d'autre part les aléas de conjoncture susceptibles d'affecter temporairement la valeur de l'action.

3.3.3. Le rendement

D'une manière générale, cette approche n'est pas retenue dans la mesure où d'autres méthodes sont plus représentatives de la valorisation par les flux de trésorerie.

Le groupe SODEXO a une politique de distribution régulière et significative, les dividendes représentant entre 46 et 60% du résultat consolidé sur la période 2002/2007.

A titre d'information, nous avons examiné la valeur de l'action SODEXO qui ressortait de l'application de cette méthode avec les hypothèses suivantes :

- résultat net consolidé 2008/2012 conforme au plan utilisé dans la méthode DCF ;
- taux de distribution de 60 % du résultat net consolidé ;
- coûts des fonds propres égal à 10,37 % ;
- taux de croissance des dividendes de 5 %.

Sur cette base, la valeur de l'action SODEXO ressort à 31 €.

Toutefois, deux éléments atténuent sensiblement la pertinence de cette méthode :

- l'importance des cash-flows provenant du financement de l'exploitation ;
- la présence d'un actionnaire de référence qui peut influencer sur la politique de distribution.

3.4 SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX D'ÉVALUATION

Nous avons mis en œuvre plusieurs méthodes d'évaluation dont les résultats sont résumés ci-après :

Valeur de l'action SODEXO

Méthodes privilégiées

Cours de bourse	36,8 € à 37,2 €
Sociétés cotées comparables	37,5 €

Au regard de l'opération proposée aux actionnaires minoritaires, qui peuvent décider librement d'apporter leurs titres ou de les conserver, nous considérons que le cours de bourse constitue la référence la plus pertinente pour apprécier le prix proposé dans le cadre de l'OPA-S. Le prix de 42,5 € offre aux actionnaires minoritaires de SODEXO une prime comprise entre 14,3 % et 15,3 %.

La valeur de l'action SODEXO, obtenue en appliquant le multiple moyen d'EBIT 2008/2009 d'un échantillon de sociétés cotées comparables, conforte totalement cette prime de 15 %.

Valeur de l'action SODEXO

Méthodes retenues à titre de recoupement

Transactions comparables	30,7 € à 39,6 €
DCF	41,7 € à 54,9 €

La méthode des transactions comparables nous a permis de vérifier que les conditions financières de ces opérations, retraitées des primes occasionnées par le changement de contrôle, validaient les multiples de valorisation des sociétés cotées.

Enfin, nous avons indiqué les raisons qui nous conduisaient à relativiser les résultats issus de l'approche par les flux de trésorerie futurs actualisés. Toutefois, cette méthode permet de mesurer le potentiel du titre à moyen terme sous réserve que les aléas de l'environnement, notamment la conjoncture économique et le niveau du dollar, ne retardent pas la mise en place du plan de développement.

Enfin, nous rappelons, à titre d'information, qu'une approche basée sur le rendement conduit à une valeur de l'action SODEXO de 31 €, sensiblement inférieure au cours de bourse actuel.

4- ANALYSE DU RAPPORT D'ÉVALUATION DE LA BANQUE PRESENTATRICE

S'agissant des travaux d'évaluation réalisés par la Banque Evaluatrice, nous avons examiné les différents critères retenus ainsi que les valeurs obtenues tels que ces éléments sont exposés dans la note d'information de la présente opération.

Nous avons également obtenu des informations complémentaires dans le cadre de plusieurs réunions de travail organisées avec les représentants de la Banque Evaluatrice.

Nos principales observations sur les travaux d'évaluation mis en œuvre par la Banque Evaluatrice sont les suivantes :

- S'agissant de l'endettement financier net de SODEXO :
 - nous avons précisé, dans l'approche par les flux de trésorerie actualisés, la méthodologie que nous avons retenue pour déterminer le niveau d'endettement financier net homogène avec notre calcul des flux d'excédent en fonds de roulement.
- S'agissant de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et étant rappelé les limites de cette méthode au cas d'espèce :
 - la banque Evaluatrice s'est fondée sur le consensus des prévisions des analystes ; nous avons retenu les mêmes hypothèses à l'exception du niveau d'investissement que nous avons maintenu à l'horizon du plan d'affaires, à compter de 2011, à un niveau de 1,6 % du chiffre d'affaires alors que la banque Evaluatrice a retenu une progression de ces investissements qui pourraient atteindre 2% du chiffre d'affaires ;
 - la banque Evaluatrice a retenu une décote de minoritaire de 25 % dans l'application de cette méthode ; nous avons présenté un intervalle de valeurs sans application de décote ;
- S'agissant des sociétés cotées comparables :
 - nous avons retenu le même échantillon que celui de la Banque Evaluatrice ;
 - concernant l'endettement financier net des comparables boursiers, nous avons retraité les provisions non courantes en dettes financières et pris un effet impôt sur les engagements retraite et les provisions reclassés en dettes financières ;
- S'agissant des transactions comparables :
 - la banque Evaluatrice a retenu un échantillon de 5 transactions ; nous avons écarté les transactions antérieures à 2006 de cet échantillon (soit la transaction de mars 2005 d'acquisition de SSP) et inclus le retrait obligatoire d'ELIOR de décembre 2006 en dépit de son caractère atypique. Pour les autres paramètres de l'évaluation, nous avons considéré que les options retenues n'appelaient pas d'observation particulière.

5- CONCLUSION

Dans le cadre de cette OPA-S, destinée à offrir aux actionnaires minoritaires une liquidité partielle de leurs titres à un prix faisant apparaître une prime par rapport au cours de bourse, nous avons examiné la valeur de l'action SODEXO au regard des principales méthodes d'évaluation.

De notre point de vue, sur la base des méthodes du cours de bourse et des sociétés cotées comparables que nous considérons comme les plus pertinentes, le prix proposé aux actionnaires minoritaires de SODEXO, soit 42,5 € par action, inclut une prime de 15 % par rapport à la valeur de l'action.

Attestation d'équité

Le prix de 42,5 € par action, offert aux actionnaires minoritaires de SODEXO, est équitable.

A Paris, le 17 avril 2008.

Dominique LEDOUBLE

ANNEXES

ANNEXE 1 : DILIGENCES DE L'EXPERT

<input type="checkbox"/>	Programme de travail détaillé	Annexe 1.1
<input type="checkbox"/>	Rémunération de l'expert	Annexe 1.2
<input type="checkbox"/>	Calendrier de l'étude	Annexe 1.3
<input type="checkbox"/>	Liste des personnes rencontrées par l'expert	Annexe 1.4
<input type="checkbox"/>	Sources d'information utilisées	Annexe 1.5
<input type="checkbox"/>	Composition de l'équipe CDL	Annexe 1.6
<input type="checkbox"/>	Liste des expertises réalisées par CDL	Annexe 1.7

1.1 PROGRAMME DE TRAVAIL DETAILLE

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

Revue de presse et analyse de l'opération
Revue des notes des analystes et notes sectorielles
Contexte de l'opération
Revue des travaux de valorisation de la banque présentatrice

2. Valorisation / DCF

Analyse financière des résultats historiques
Analyse des notes de brokers et du business plan de la banque présentatrice
Entretiens avec le management
Valorisation et étude de sensibilité

3. Valorisation / multiples de sociétés cotées comparables

Sélection d'un échantillon et analyse des résultats
Application des multiples aux agrégats financiers de la société
Valorisation et étude de sensibilité

4. Valorisation / multiples de transactions récentes

Sélection d'un échantillon et analyse des résultats
Application des multiples aux agrégats financiers de la société
Valorisation et étude de sensibilité

5. Autres méthodes d'évaluation

Analyse du cours de bourse

6. Rapport

Réunions et entretiens téléphoniques
Rédaction du rapport
Administration et supervision de la mission

1.2 REMUNERATION DE L'EXPERT

Le montant des honoraires perçus par CDL à l'occasion de cette mission s'élève à 100 000 € (HT).

1.3 CALENDRIER DE L'ETUDE

- 18 mars au 6 avril 2008
 - Réunion de lancement
 - Prise de connaissance générale
 - Analyse de l'opération
 - Analyse des sociétés comparables
 - Analyse des transactions comparables
 - Examen des données historiques et prévisionnelles des différentes activités à évaluer
 - Premières approches de valorisation
 - Entretiens avec le management et les banquiers conseils

- 7 avril au 15 avril 2008
 - Discussions avec les banquiers conseils
 - Finalisation des travaux de valorisation
 - Rédaction du rapport

1.4 LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET / OU CONTACTEES PAR L'EXPERT

SODEXO

Madame Sian Herbert Jones

Monsieur Jean-Jacques Vironda

LAZARD FRERES

Madame Alexandra Soto

Monsieur Nicolas Constant

Monsieur Charles Duhamel

Monsieur Sergio Barbosa

1.5 SOURCES D'INFORMATIONS UTILISEES

SODEXO

- Rapports annuels (2005, 2006 et 2007)
- Sites internet et communiqués de presse
- Chiffre d'affaires à fin février 2008 (premier semestre)

THOMSON FINANCIAL ONE BANKER (base de données)

- Notes de Brokers
- Sociétés cotées comparables
- Transactions comparables
- Paramètres d'évaluation

1.6 COMPOSITION DE L'EQUIPE CDL

CDL est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions dans ce domaine figurent en annexe 1.7.

Dominique LEDOUBLE (59 ans), CDL

- HEC, expert-comptable, docteur en droit
- A fondé CDL en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

Thierry DUTARTRE (50 ans), Penthievre Finance

- Expert comptable
- Associé jusqu'en 2001 de SALUSTRO REYDEL
- A conduit de nombreuses opérations d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

Vincent LAROQUE (36 ans), Penthievre Finance

- IEP Bordeaux
- Expérience : capital investissement – audit – évaluation
- Dédié à des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

1.7 EXPERTISES INDEPENDANTES DANS LE CADRE D'OFFRES PUBLIQUES

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Banque présentatrice</u>
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate
2007	XRT	BNP Paribas
2007	Aufeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale
2006	Airox	Société Générale
2006	Alain Afflelou	Lazard
2006	Camaïeu	Calyon
2006	Deveaux	BNP Paribas
2006	Elior	HSBC
2006	Société Foncière Lyonnaise	Calyon/UBS/Goldman Sachs
2006	Team Partners Group	Natexis Bleichroeder
2005	Altedia	Goldman Sachs
2005	Docks Lyonnais	Lazard
2005	ECS	Société Générale
2005	Le Grand Livre du Mois	Société Générale
2005	MLPC	BNP Paribas
2005	Paul Prédault	Vizille Capital Finance
2005	Parcours	Natexis Bleichroeder
2005	Pochet	IXIS Midcaps
2004	UGN	BNP Paribas
2004	Righini	Natexis Bleichroeder
2004	Norcan	CDC IXIS Midcaps
2004	Petit Bateau	Société Générale
2003	Castorama	Goldman Sachs
2003	AB Productions	Oddo Pinatton Corporate

ANNEXE 2 : SOCIETES COMPARABLES

Analyse de l'échantillon :

(données non calendarisées)	Croissance du CA			EBITDA			EBIT		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
Restauration collective									
Compass (30/09)	0,0%	7,0%	5,7%	6,8%	7,2%	7,3%	5,1%	5,5%	5,7%
Autogrill (31/12)	23,7%	15,8%	8,4%	11,6%	11,1%	11,2%	7,0%	7,0%	7,0%
Moyenne	11,9%	11,4%	7,0%	9,2%	9,1%	9,2%	6,1%	6,2%	6,4%
Services aux entreprises									
Rentokil (31/12)	19,5%	4,8%	3,5%	18,6%	17,7%	18,8%	9,6%	10,2%	11,1%
Mitie (31/03)	31,3%	15,1%	9,2%	5,9%	6,1%	6,1%	4,7%	5,0%	5,1%
Interserve (31/12)	23,4%	9,1%	6,7%	4,4%	5,2%	5,3%	2,9%	4,2%	4,3%
Davis (31/12)	16,7%	7,4%	4,2%	30,7%	30,1%	30,3%	11,5%	12,6%	12,8%
Moyenne	22,7%	9,1%	5,9%	14,9%	14,8%	15,1%	7,2%	8,0%	8,3%
Sécurité									
G4S (31/12)	11,2%	15,5%	8,8%	9,1%	9,1%	9,1%	6,0%	6,5%	6,5%
Prosegur (31/12)	13,1%	5,3%	6,4%	11,4%	12,0%	12,4%	8,8%	9,3%	9,7%
Securitas (31/12)	3,9%	2,8%	4,4%	7,4%	8,1%	8,3%	4,9%	5,6%	5,9%
Moyenne	9,4%	7,9%	6,5%	9,3%	9,7%	9,9%	6,5%	7,2%	7,4%

Multiples et valorisation

Mutiples	VE / EBITDA			VE / EBIT			PER		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
Restauration collective									
Compass	x 10,2	x 9,1	x 8,4	x 13,6	x 11,9	x 10,8	x 20,0	x 16,3	x 14,6
Autogrill	x 6,9	x 6,2	x 5,7	x 11,3	x 10,1	x 9,1	x 15,6	x 14,6	x 12,8
Moyenne	x 8,6	x 7,7	x 7,0	x 12,5	x 11,0	x 9,9	x 17,8	x 15,4	x 13,7
Services aux entreprises									
Rentokil	x 6,5	x 6,5	x 6,1	x 12,5	x 11,7	x 10,4	x 14,1	x 12,7	x 10,9
Mitie	x 10,3	x 9,0	x 8,3	x 12,7	x 10,9	x 9,9	x 18,6	x 15,6	x 13,8
Interserve	x 9,3	x 7,2	x 6,4	x 14,0	x 9,5	x 7,9	x 13,9	x 11,9	x 10,7
Davis	x 5,0	x 4,7	x 4,4	x 13,2	x 11,6	x 10,5	x 13,9	x 13,1	x 12,2
Moyenne	x 7,8	x 6,8	x 6,3	x 13,1	x 10,9	x 9,7	x 15,1	x 13,3	x 11,9
Sécurité									
G4S	x 9,8	x 8,6	x 7,7	x 15,0	x 12,3	x 10,9	x 20,4	x 16,4	x 13,8
Prosegur	x 10,2	x 8,6	x 7,8	x 13,5	x 11,0	x 9,9	x 19,3	x 14,8	x 12,9
Securitas	x 8,5	x 8,0	x 7,3	x 12,6	x 11,7	x 10,4		x 15,7	x 11,6
Moyenne	x 9,5	x 8,4	x 7,6	x 13,7	x 11,7	x 10,4	x 19,9	x 15,7	x 12,8
Moyenne générale		x 7,6	x 7,0		x 11,2	x 10,0		x 14,8	x 12,8
Valeur par action (en €)		31,7	31,9		37,6	37,3		34,0	33,6
Moyenne 08e/09e (en €)			31,8		37,5			33,8	

ANNEXE 3 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Multiples et valorisation

Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA	VE/EBIT
Août-07	Eurazeo	Elis	x 10,3	
Déc.-06	Charterhouse & Chequers Capital	Elior (RO)	x 10,5	x 15,5
Août-06	Goldman Sachs & CCMP Capital	Aramark (OPA)	x 9,0	x 14,4
Juin-06	Charterhouse & Chequers Capital	Elior (OPA)	x 9,6	x 14,2
Avr.-06	EQT / Mcquarie	SSP	x 10,9	x 16,0
	Moyenne		x 10,1	x 15,0
	Valeur par action (en €)		43,9	52,8
	Valeur par action (en €) après décote de 25%		32,9	39,6
	Valeur par action (en €) après décote de 30%		30,7	37,0

4. **PERSONNES ATTESTANT L'EXACTITUDE DES INFORMATIONS FIGURANT DANS LA NOTE D'INFORMATION**

Pour la Société

À notre 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.

Le Directeur Général

Michel Landel

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par Sodexo 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. »

Lazard Frères Banque