

DOCUMENT D'INFORMATION

PRÉPARÉ PAR



EN RÉPONSE A L'OFFRE CONTRACTUELLE VOLONTAIRE D'ACHAT

DÉPOSÉE PAR



CONSEILLÉE PAR



CETTE OFFRE ET LE PRÉSENT DOCUMENT D'INFORMATION EN RÉPONSE NE SONT
PAS SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITÉ DES MARCHES FINANCIERS

Le présent document en réponse est disponible sur le site Internet de la société XIRING (www.xiring.com) et peut être obtenu sans frais auprès de :

XIRING
« Immeuble River Seine », 25, quai Gallieni
92150 Suresnes Cedex

Un document mettant à jour les éléments significatifs de l'information publiée par XIRING est disponible et peut être obtenu dans les mêmes conditions.

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE CONTRACTUELLE

La société Compagnie Industrielle et Financière d'Ingénierie – « Ingenico », société anonyme au capital de 51.951.176 euros, dont le siège social est situé 192, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 317 218 758 (« Ingenico » ou l'« Initiateur »), offre aux actionnaires de la société XIRING, société anonyme au capital de 4.778.379,60 euros, divisé en 3.981.983 actions d'une valeur nominale de 1,20 euros chacune, dont le siège social est situé 25, quai Gallieni, 92150 Suresnes, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 419 722 665 (« XIRING » ou la « Société »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« Offre Contractuelle ») la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris (« NYSE Euronext ») sous le code ISIN FR0004155612, mnémonique ALXIR, émises ou susceptibles d'être émises et cédées pendant la durée de l'Offre Contractuelle (les « Actions »), à un prix de 17 euros par Action (le « Prix de l'Offre »). Les Actions visées par l'Offre représentent ainsi un nombre maximum de 3.742.843 Actions, décomposées en 3.739.543 Actions existantes et un maximum de 3.300 Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions et cédées pendant la durée de l'Offre Contractuelle.

L'Offre Contractuelle ne porte pas sur les 203.041 actions XIRING existantes ou à émettre qui ne peuvent, conformément aux termes des plans d'options de souscription d'actions et d'attribution d'actions gratuites sous-jacents, être émises ou cédées avant une date postérieure à la date de clôture de la présente Offre Contractuelle.

L'Offre Contractuelle est présentée par Oddo Corporate Finance. Il est précisé qu'Oddo Corporate Finance ne garantit pas les engagements de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Contractuelle.

1.1 MOTIFS DE L'OPÉRATION

1.1.1 Présentation d'Ingenico et de son groupe

Ingenico est un groupe spécialisé dans l'étude et la réalisation de solutions de paiement, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Compartiment A de NYSE Euronext Paris (code ISIN : FR0000125346).

Le siège social d'Ingenico est situé 192, avenue Charles de Gaulle à Neuilly-sur-Seine (92200).

Fondé en 1980, Ingenico est devenu en 2008 le leader mondial des terminaux de paiement à la suite de la fusion avec Sagem Monetel et la prise de participation majoritaire dans Landi en Chine.

Pour renouveler sa dynamique de croissance, le groupe capitalise, depuis 2008, sur son cœur de métier pour évoluer dans la chaîne du paiement électronique et capter la croissance la plus rapide du marché des transactions de paiement.

En novembre 2009, le groupe Ingenico a franchi une étape majeure dans son développement stratégique avec l'acquisition d'easycash, leader des services de paiement en Allemagne, lui permettant d'accélérer sa présence dans les solutions de paiement.

En 2010, le groupe a consolidé son leadership des terminaux en achevant le renouvellement de sa nouvelle gamme, tout en développant la gestion de transactions et les services à valeur ajoutée à travers une politique d'acquisitions et d'investissements ciblés. Les acquisitions d'Ingenico Prepaid Services France (ex Payzone France) et d'Ingenico Services Iberia (ex

First Data Iberica) et la prise de contrôle de TransferTo ont renforcé la présence dans les solutions « au-delà du paiement ».

Le groupe met en œuvre le développement de sa stratégie, annoncée dans le cadre de son plan 2010-2013, se traduisant par une plus grande part de chiffre d'affaires récurrent sur le segment en croissance rapide des transactions électroniques de paiement.

Aujourd'hui, le groupe Ingenico compte une base d'environ 15,4 millions de terminaux installés dans plus de 125 pays et représente ainsi 35% du marché.

A fin 2010, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 907 millions d'euros, à hauteur d'environ 59% sur les marchés dits matures (Europe et Amérique du Nord) et 41% sur les marchés dits émergents (Chine, Inde, etc.). Au 31 décembre 2010, le groupe emploie plus de 3.000 personnes, avec 80% des effectifs regroupés dans 5 zones géographiques.

Une présentation d'Ingenico et de ses activités figure dans le document de référence relatif à l'année 2010 (enregistré auprès de l'AMF sous le numéro D.11-0084), ainsi que dans les documents suivants : (i) le rapport financier semestriel au 30 juin 2011, (ii) le communiqué des résultats du troisième trimestre 2011 et (iii) l'ensemble des communiqués de presse publiés depuis le 3 mars 2011 ; tous ces documents sont accessibles sur le site internet officiel d'informations réglementées (www.info-financiere.fr) ainsi que sur le site de l'Initiateur (www.ingenico.com).

1.1.2 Présentation de XIRING

XIRING est un éditeur de solutions de sécurité pour les transactions électroniques : il développe et commercialise des solutions logicielles d'authentification forte et de signature électronique embarquées sur des lecteurs de cartes à puce et des objets de sécurité ; par ailleurs, la Société développe des prestations de services de conseil, solutions spécifiques, déploiement et exploitation des parcs des terminaux.

XIRING exerce son activité principalement sur deux marchés :

- *la Santé* : la Société propose des solutions logicielles pour la création et la signature de feuilles de soins électroniques, la mise à jour des cartes de santé (type carte Vitale) et l'accès aux informations personnelles du patient ; et
- *l'Identité électronique* : la Société fournit des solutions permettant aux administrations de signer des actes administratifs, authentifier les citoyens et sécuriser les transferts d'informations.

Le chiffre d'affaires réalisé en 2010 est de 20 millions d'euros (dont 18,4 millions d'euros pour l'activité Santé et Identité électronique et 1,6 millions d'euros correspondant à la gestion de la fin d'un contrat pour le compte de Gemalto qui avait acquis son activité Authentification bancaire le 31 décembre 2009).

Un document mettant à jour les éléments significatifs de l'information périodique et permanente publiée par XIRING au cours de l'exercice est disponible sur le site internet de cette dernière (www.xiring.com).

1.1.3 Motifs de l'Offre Contractuelle

L'Offre Contractuelle est présentée volontairement par l'Initiateur à titre amical. Ingenico et XIRING ont fait le constat de la complémentarité de leurs activités respectives, que ce soit sur le plan de l'offre produits, des zones géographiques et réseaux de distribution concernés.

L'Offre Contractuelle a donc pour objectif, dans le cadre d'un plan industriel structuré, d'accélérer le développement des activités d'Ingenico et de XIRING par les moyens suivants :

- création d'une activité d'e-Santé et d'e-Administration paneuropéenne, en combinant les actifs de XIRING en France avec ceux d'Ingenico en Allemagne dans ce domaine ; et
- atteinte d'une taille critique permettant à l'entité combinée de jouer un rôle beaucoup plus important dans les pays souhaitant dématérialiser leur gestion de la santé et de l'identité.

1.1.4 Contexte de l'Offre Contractuelle

A la suite de discussions entre des représentants d'Ingenico et de XIRING relativement à un projet de rapprochement des activités de XIRING avec celles d'Ingenico, une lettre d'intention non engageante relative à l'acquisition de la totalité des actions et des droits de vote de XIRING au travers d'une offre d'achat par Ingenico (la « LOI ») a été signée, le 27 septembre 2011, entre Ingenico, XIRING, Monsieur Georges Liberman, Président-Directeur Général de XIRING, et Seventure Partners, administrateur de XIRING et société de gestion des fonds d'investissement FCPI Banque Populaire Innovation 11, Banque Populaire Innovation 12, Banque Populaire Innovation 6 et Banque Populaire Innovation 7 et gestionnaire financier par délégation des fonds CA Innovation 7 et CA Innovation 8 (les « Fonds Seventure »).

Aux termes de la LOI, Ingenico a affirmé son intention de présenter une offre contractuelle volontaire d'achat à un prix de 17 euros par action, sous réserve de la réalisation de certaines conditions préalables. En contrepartie, XIRING, Monsieur Georges Liberman et Seventure Partners ont accordé à Ingenico une exclusivité pour une période de trois semaines, courant du 28 septembre au 18 octobre 2011. Aux termes de la LOI, la présentation de l'Offre Contractuelle par Ingenico était notamment subordonnée à l'obtention de la part de Monsieur Georges Liberman, des autres dirigeants de XIRING détenant une participation significative dans la Société et des Fonds Seventure d'engagements d'apport à l'Offre Contractuelle des Actions qu'ils détiennent respectivement.

XIRING a désigné en date du 14 octobre 2011 le cabinet Ledouble SA en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre Contractuelle, ainsi que de l'Offre Obligatoire et de la procédure de retrait obligatoire éventuellement mises en œuvre dans la continuité de l'Offre Contractuelle, dans le cadre des dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Le cabinet Ledouble SA a remis son rapport le 11 novembre 2011, lequel est annexé au document de réponse de XIRING diffusé à la date du présent document et disponible sur son site internet (www.xiring.com).

Le 28 octobre 2011, le conseil d'administration de l'Initiateur s'est réuni et a décidé d'approuver la présentation de l'Offre Contractuelle, à condition que le rapport de l'expert indépendant mandaté par la Société confirme l'équité du Prix de l'Offre dans le cadre de l'Offre Contractuelle et, le cas échéant, de l'Offre Obligatoire et d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire.

Le 11 novembre 2011, le conseil d'administration de XIRING, connaissance prise du rapport de l'expert indépendant, a décidé de recommander l'Offre Contractuelle aux actionnaires de XIRING.

Le 11 novembre 2011, les actionnaires de XIRING suivants ont chacun contracté envers Ingenico un engagement d'apporter les Actions qu'ils détiennent respectivement à la présente

Offre Contractuelle ou à toute surenchère éventuelle qui serait faite par Ingenico (ensemble, les « Engagements d'Apport ») :

Actionnaires	Nombre d'Actions objets de l'engagement d'apport	Pourcentage du capital social
Georges Liberman	236.390	5,94 %
MB Investissement	30.876	0,78 %
Eric Planchard	21.196	0,53 %
Dominique Laubier	50.692	1,27 %
Franck Favier	3.000	0,08 %
Alain Briane	32.023	0,80 %
Claude Durand	31.196	0,78 %
Laurent Maître	11.245	0,29 %
Fonds Seventure :	846.958	21,27 %
<i>Banque Populaire Innovation 11</i>	<i>100.643</i>	<i>2,53 %</i>
<i>CA Innovation 7</i>	<i>43.133</i>	<i>1,08 %</i>
<i>Banque Populaire Innovation 12</i>	<i>107.832</i>	<i>2,71 %</i>
<i>CA Innovation 8</i>	<i>107.832</i>	<i>2,71 %</i>
<i>Banque Populaire Innovation 6</i>	<i>325.011</i>	<i>8,16 %</i>
<i>Banque Populaire Innovation 7</i>	<i>162.507</i>	<i>4,08 %</i>
TOTAL	1.263.576	31,74 %

Il est précisé que ces Engagements d'Apport sont révocables en cas d'offre concurrente, dans les termes et conditions précisés à la section 1.4 du document d'information de l'Initiateur.

Il est prévu que les salariés de XIRING détenant des Instruments d'Actionnariat Salarié signent avec Ingenico une convention de liquidité dont les termes sont décrits à la section 2.6 du document d'offre d'Ingenico, étant précisé que les principaux dirigeants de XIRING (à savoir Messieurs Georges Liberman, Eric Planchard, Laurent Maître, Dominique Laubier, Claude Durand et Alain Briane) ont déjà signé ces conventions en date du 11 novembre 2011.

Le 14 novembre 2011, XIRING et Ingenico ont publié chacun un communiqué de presse relatif à l'Offre Contractuelle, lesquels sont respectivement disponibles sur les sites internet d'Ingenico (www.ingenico.com) et de XIRING (www.xiring.com).

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration de XIRING s'est réuni le 11 novembre 2011, sur convocation de son président et, à l'unanimité, a rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre Contractuelle :

« *Après en avoir délibéré et constaté que :*

- (i) *Monsieur Georges Liberman, six autres dirigeants de la Société détenant une participation significative dans cette dernière ainsi que les fonds gérés par Seventure Partners (ou dont elle est gestionnaire financier par délégation) se sont engagés à apporter leurs actions de la Société à l'Offre Contractuelle ;*
- (ii) *le prix de 17 euros par action représente une prime de 24,1% par rapport au cours de bourse des actions de la Société au 9 novembre 2011, 26% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes de ses cours de bourse au cours des 60 jours de bourse précédant le 9 novembre, 24,3% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes de ses cours de bourse au cours des 120 jours de bourse précédant le 9 novembre et 25,7% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes de ses cours de bourse au cours des 250 jours de bourse précédant le 9 novembre ;*

- (iii) *Monsieur Dominique Ledouble, président directeur général du cabinet Ledouble SA, expert indépendant, a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'offre Contractuelle, a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, du prix par action de 17 euros proposé par Ingenico, et ce également dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- (iv) *Ingenico a indiqué, dans son document d'offre, que l'Offre Contractuelle a pour objectif, dans le cadre d'un plan industriel structuré, d'accélérer le développement des activités d'Ingenico et de la Société, et ne pas envisager de remise en cause de l'emploi ou de restructuration de la Société ;*
- (v) *le rapprochement avec Ingenico est l'aboutissement de plusieurs mois de réflexions de la Société sur la meilleure manière de mettre en œuvre sa stratégie de développement, menées avec l'aide, notamment, de Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, son conseil financier, dans le cadre desquelles la Société a étudié différents scénarii possibles dans son intérêt, celui de ses actionnaires et celui de ses salariés ;*

le conseil d'administration de la Société estime, à l'unanimité, que :

- (i) *les conditions financières de l'Offre Contractuelle sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par Oddo Corporate Finance, la banque conseil d'Ingenico, et l'expert indépendant faisant apparaître que l'Offre Contractuelle assure aux actionnaires minoritaires une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et*
- (ii) *le projet d'Offre Contractuelle est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

Dans la mesure où l'Offre Contractuelle représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le conseil d'administration décide en outre, à l'unanimité, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre. »

3 AVIS DE L'EXPERT INDÉPENDANT

La Société a procédé le 14 octobre 2011 à la désignation du cabinet Ledouble SA en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre Contractuelle, ainsi que de l'offre obligatoire et de la procédure de retrait obligatoire éventuellement mises en œuvre dans la continuité de l'Offre Contractuelle, dans le cadre des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Le cabinet Ledouble SA a rendu dans ce cadre le rapport suivant.

XIRING

**Offre Contractuelle Volontaire d'Achat initiée par INGENICO
visant les actions XIRING**

-=-

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Contractuelle Volontaire d'Achat, éventuellement suivie, en cas d'atteinte ou de dépassement des seuils réglementaires, d'une Offre Publique d'Achat Obligatoire et d'un éventuel Retrait Obligatoire (**l'Offre**), initiée par INGENICO sur les actions XIRING, Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant, aux termes de la lettre de mission du 14 octobre 2011, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires du prix d'Offre de 17 € par action XIRING.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre des articles 261-1.I, 261-1.II, 261.III et 237-16 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA¹ est indépendant des sociétés XIRING et INGENICO parties prenantes à l'Offre, de leurs actionnaires, ainsi que d'Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec XIRING ni INGENICO et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés,
- 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 ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA² en 2011 et au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées³,
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁴.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'Offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exercice de cette mission.

Les compétences de l'expert sont mentionnées en annexe 5.

¹ Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

² Anciennement CDL.

³ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA (dont les profils figurent en annexe 5).

⁴ Au sens de l'article 261-4.I du Règlement Général de l'AMF ;

Diligences effectuées

Nos travaux, détaillés dans leur contenu en annexe 1 et leur chronologie en annexe 2, sont rémunérés dans les conditions précisées en annexe 1.

La présente opération a donné lieu à l'émission par Oddo Corporate Finance d'un rapport d'évaluation dont nous avons pris connaissance.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de la société XIRING (ci-après la Cible), ainsi qu'une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères ; ces diligences ont impliqué notamment :

- des entretiens avec les parties à l'opération recensées en annexe 3, en l'occurrence le management de XIRING, ainsi que des représentants de Oddo Corporate Finance,
- l'analyse de l'organisation juridique de l'opération et de la structuration de l'Offre, sur la base du document de présentation de l'Offre établi par INGENICO, d'entretiens avec le management de XIRING et des représentants de Oddo Corporate Finance, de l'analyse des accords conclus entre la Cible et l'Initiateur concomitamment à l'Offre et du document élaboré par XIRING en réponse à l'Offre à initier par INGENICO,
- l'examen des documents de référence et informations réglementées disponibles sur le site de XIRING, d'Info-Financières et celui de l'AMF,
- le recensement des faits marquants survenus au cours des trois derniers exercices, en particulier au travers de l'évolution du capital, des procès-verbaux des assemblées générales et du conseil d'administration de XIRING,
- l'exploitation des informations mises à notre disposition par XIRING et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées réputées comparables,
- l'appréciation des données prévisionnelles, consignées dans le plan d'affaires de XIRING,
- un recoupement entre les différentes méthodes d'évaluation employées.

Nous nous sommes assuré que les différentes valeurs obtenues nous permettaient de juger du caractère équitable, par référence à ces valeurs, du prix d'Offre proposé de 17 € par action XIRING, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de XIRING, notamment sur l'absence d'éléments de nature à modifier substantiellement la valeur de l'action à ce jour.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, 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 vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations que le management de XIRING nous a communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi, en particulier le plan d'affaires.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'opération (§ 1),

- l'activité et l'environnement de XIRING (§ 2),
- nos travaux d'évaluation de l'action XIRING (§ 3),
- notre analyse des accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre (§ 4),
- nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 5).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de XIRING visés par l'Offre (§ 6).

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€)/devises, milliers d'euros/devises (K), millions d'euros/devises (M) ou milliards d'euros/devises (Md).

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 XIRING

XIRING, dont les titres sont visés par la présente opération, est une Société Anonyme au capital de 4.748.865,60 € sise 25 Quai Gallieni à Suresnes (92 150) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre (RCS 419 722 665).

Les actions XIRING sont admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE EURONEXT.

1.1.2 INGENICO

La Compagnie Industrielle et Financière d'Ingénierie – « INGENICO » est une Société Anonyme, au capital de 51.951.176 €, sise 192, avenue Charles de Gaulle à Neuilly-sur-Seine (92 200) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre (RCS 317 218 758).

Les actions INGENICO sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext de NYSE EURONEXT.

1.2 Grandes lignes du dispositif de l'Offre et périmètre de l'opération

1.2.1 *Offre contractuelle volontaire d'achat*

Les actions visées par l'offre contractuelle volontaire d'achat représentent un nombre maximum de 3.742.843 actions, décomposées en 3.739.543 actions existantes et un maximum de 3.300 actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions.

L'offre contractuelle ne porte pas sur les 203.041 actions XIRING existantes ou à émettre qui ne peuvent, conformément aux termes des plans d'options de souscription d'actions et d'attribution d'actions gratuites sous-jacents, être émises ou cédées avant une date postérieure à la date de clôture de l'offre contractuelle.

A la date du présent rapport, l'Initiateur détient 178.199 actions XIRING représentant environ 4,48% du capital et des droits de vote de la Société.

L'offre contractuelle est soumise à la condition que les droits de vote attachés aux actions XIRING détenues par l'Initiateur à l'issue de cette offre représentent au moins 66,67% des droits de vote de XIRING, sur une base totalement diluée. Toutefois, l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer purement et simplement à ce seuil de réussite, et de donner suite à l'offre contractuelle quand bien même ce seuil de réussite ne serait pas atteint.

1.2.2 Perspective d'offre publique d'achat obligatoire

En application de l'article 235-2 du Règlement Général de l'AMF, dans l'hypothèse où l'Initiateur donnerait suite à l'Offre et viendrait à détenir à l'issue de l'Offre plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur serait tenu de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat obligatoire visant le solde des actions qu'il ne détient pas.

1.2.3 Perspective de retrait obligatoire

Le retrait obligatoire (RO) est conditionné par la détention par INGENICO, à l'issue de l'offre publique d'achat obligatoire, de plus de 95% du capital et des droits de vote de XIRING.

1.2.4 Perspective de fusion-absorption de XIRING par INGENICO

L'Initiateur entend proposer la fusion-absorption de la Cible au cours du premier semestre 2012. La parité d'échange serait déterminée sur la base de la valorisation de l'action XIRING correspondant au prix d'Offre.

1.2.5 Prix de l'Offre

Le prix offert est de 17 € par action XIRING, aux trois stades de l'Offre.

1.2.6 Engagements d'apport à l'Offre

Des actionnaires de XIRING, parmi lesquels figurent certains dirigeants de la Société, ont contracté auprès de l'Initiateur un engagement, révocable en cas d'offre concurrente, d'apporter à l'offre contractuelle volontaire d'achat les actions qu'ils détiennent.

Actionnaires	Nombre d'actions objet de l'engagement d'apport	Pourcentage du capital social de XIRING
Georges Liberman	236 390	5,94%
MB Investissement	30 876	0,78%
Eric Planchard	21 196	0,53%
Dominique Laubier	50 692	1,27%
Franck Favier	3 000	0,08%
Alain Briane	32 023	0,80%
Claude Durand	31 196	0,78%
Laurent Maître	11 245	0,29%
Fonds Seventure :	846 958	21,27%
Banque Populaire Innovation 11	100 643	2,53%
CA Innovation 7	43 133	1,08%
Banque Populaire Innovation 12	107 832	2,71%
CA Innovation 8	107 832	2,71%
Banque Populaire Innovation 6	325 011	8,16%
Banque Populaire Innovation 7	162 507	4,08%
TOTAL	1 263 576	31,74%

1.2.7 Contrats de travail de M. Liberman et des principaux dirigeants de XIRING

Un accord en date du 11 novembre 2011, intervenu entre INGENICO, XIRING et Monsieur Georges Liberman, prévoit, en synthèse, que, sous réserve du succès de l'Offre, M. Liberman deviendra au 1^{er} janvier 2012 employé d'INGENICO et que les termes de son contrat seront adaptés aux pratiques en vigueur au sein du groupe INGENICO, ainsi que pour y insérer une indemnisation en cas de rupture du contrat de travail avant le 31 décembre 2012. De même, les contrats de travail des dirigeants seront modifiés au jour du règlement-livraison de l'Offre Contractuelle afin d'y insérer certaines clauses conformes aux pratiques en vigueur au sein du groupe INGENICO et de prévoir une indemnisation en cas de rupture du contrat de travail avant le 30 juin 2012.

1.2.8 Sort des porteurs de stock-options et actions gratuites

Aux termes du paragraphe 2.6 du document de présentation de l'Offre Contractuelle Volontaire d'Achat, l'Initiateur s'engage à mettre en place des dispositifs, usuels dans ce type d'opération, destinés :

- aux personnes titulaires d'options non exerçables avant la clôture de l'Offre Contractuelle,
 - aux détenteurs d'actions résultant de l'exercice d'options sujettes à un engagement de conservation expirant postérieurement à la clôture de l'Offre Contractuelle,
 - ainsi qu'aux titulaires d'actions gratuites en période d'acquisition ou en période de conservation pendant la période d'Offre Contractuelle,
- et de nature à préserver les conditions financières de leurs droits.

2 Présentation de l'activité et de l'environnement de XIRING

2.1 Aperçu des métiers et des marchés de XIRING

XIRING développe et commercialise des solutions logicielles d'authentification forte et de signature électronique embarquées sur des lecteurs de cartes à puce et des objets de sécurité.

XIRING propose également des prestations à valeur ajoutée, notamment le conseil, le développement de solutions spécifiques, le déploiement et l'exploitation de parcs. Les services représentent près de la moitié du chiffre d'affaires.

La stratégie de XIRING vise à construire des solutions complètes pour ses marchés clés et bâtir un réseau de partenaires pour adresser des nouveaux marchés applicatifs ou géographiques. XIRING met en oeuvre une stratégie de croissance en Europe pour consolider sa base clients et assurer sa pérennité et sa visibilité.

XIRING est présent sur le marché des terminaux santé SESAM-Vitale, pour la génération et la signature des feuilles de soin électroniques et la mise à jour des cartes santé en France, et accompagne la dématérialisation des systèmes de santé à l'international. Pour l'identité électronique (e-ID), XIRING propose une large gamme de solutions pour les agents des administrations et pour les usagers, répondant aux nouveaux marchés des systèmes de titres sécurisés : cartes nationales d'identité électroniques, passeports électroniques, cartes de transports publics et cartes professionnelles.

L'activité de sécurisation de la banque en ligne a été cédée au cours de l'exercice 2010, renforçant ainsi la focalisation de la Société sur la santé et l'identité électronique.

2.2 Positionnement de XIRING sur ses marchés et perspectives de développement

Sur le marché français de la santé, XIRING est leader pour la signature des feuilles de soins électroniques et la mise à jour des cartes Vitale. La Société poursuit par ailleurs son développement

sur les segments moins matures de la pharmacie, au travers d'une solution de paiement par carte bancaire intégrée dans les logiciels métiers des pharmaciens et des solutions mobiles pour les auxiliaires de santé (infirmières libérales, kinésithérapeutes...). A l'étranger, la Société est présente en Allemagne, en Belgique et en Slovénie.

Dans le domaine de l'identité électronique, XIRING équipe en lecteurs sécurisés les PC de la Gendarmerie Nationale et a remporté l'appel d'offres de l'UGAP, centrale d'achat de l'Administration française, pour la même solution. Elle équipe également les guichets des mairies en Belgique. Sur le segment des transports, la Société fournit les lecteurs permettant le contrôle en mobilité des titres de transport sans contact (cartes Navigo). Le marché de l'identité électronique est plus concurrentiel que celui de la santé.

XIRING s'est fixé comme objectif à horizon 2014 de s'imposer comme leader européen des solutions pour les systèmes de cartes santé et d'être parmi les trois leaders européens des solutions de sécurité accompagnant les programmes d'Identité Electronique.

2.3 Organisation et moyens opérationnels de XIRING

XIRING emploie un effectif moyen de 48,5 salariés en 2010, localisé au siège social, à Suresnes. La société TELFIX, qui commercialise et opère un service de télé-mise à jour des cartes Vitale en France, ayant fait l'objet d'une fusion-absorption consécutivement à son acquisition en 2010, XIRING ne détient à ce jour ni filiale ni participation.

XIRING dispose de nombreux droits de propriété intellectuelle (logiciels, dessins et modèles, marques, brevets, enveloppes Soleau). La Société est propriétaire des logiciels applicatifs des certifications et des homologations de ses produits et détentrice de licences permettant d'intégrer des logiciels standard de marché dans ses produits et solutions.

Toute la production de XIRING est sous-traitée en Chine, la recette des lots de production est déléguée à un bureau local assisté régulièrement par les ingénieurs de production de la Société. Le contrôle du cycle de production passe, pour la Société, par la propriété de la conception et des designs électroniques et mécaniques de ses produits ainsi que de l'ensemble des outils de production tels que les moules plasturgie, les programmes et outillages de test de production.

La R&D fait l'objet de procédures et de processus structurés, couvrant tout le cycle de vie, du brainstorming à la protection de la propriété intellectuelle.

2.4 Principaux facteurs de succès et de risques

L'analyse issue de la matrice SWOT présente de nombreux points de recoupement avec ce qui précède :

Forces	Opportunités
<ul style="list-style-type: none"> • R&D structurée reconnue notamment par Oseo Anvar (label Société Innovante) • Gestion active de la propriété intellectuelle • Structure financière très saine • Equipe stable • Position dominante sur ses principaux marchés • Rentabilité de l'exploitation 	<ul style="list-style-type: none"> • Développement à l'international dans le secteur Santé • Renouvellement des parcs de terminaux SESAM-Vitale • Expansion du marché de l'identité Electronique, en particulier en France • Intégration des solutions de paiement dans les logiciels métiers

Faiblesses	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Actionnariat dispersé • Taille de l'entreprise (dans la perspective du développement à l'international) • Concentration des hommes-clés 	<ul style="list-style-type: none"> • OPA hostile • Emergence de technologies concurrentes • Concurrence par des entreprises de taille plus importante • Compression des budgets publics • Dépendance à l'égard des politiques

2.5 Chiffres-clés

Les capitaux propres de XIRING, observés de la clôture 2009 au 30 juin 2011, sont de l'ordre des deux tiers du total de bilan.

Les réalisations du premier semestre 2011 sont en progression par rapport à celles du premier semestre 2010. Le résultat 2009 et la variation des fonds propres de 2009 à 2010 traduisent la cession de l'activité d'authentification bancaire et la distribution du dividende exceptionnel qu'elle a permis.

M€	<i>6 mois</i> 30/06/2011	<i>6 mois</i> 30/06/2010 *	<i>12 mois</i> 31/12/2010	<i>12 mois</i> 31/12/2009
Chiffre d'affaires	8,8	7,9	20,0	25,5
Résultat d'exploitation	1,6	1,0	4,1	6,1
<i>en % du Chiffre d'affaires</i>	17,7%	12,7%	20,5%	23,9%
Résultat courant avant impôts	1,6	1,2	4,3	6,1
Résultat exceptionnel	1,3	0,0	-0,8	15,1
Résultat financier	0,1	0,0	0,2	0,0
Impôt sur les sociétés	n/c	-0,1	-0,9	-5,8
Résultat net	2,9	1,0	2,6	15,4

* : S1 2010 retraité du chiffre d'affaires et des coûts directs associés à un reliquat de contrat bancaire, activité cédée fin 2009

M€	30/06/2011	31/12/2010	31/12/2009
Immobilisations incorporelles	5,6	5,4	3,0
Immobilisations corporelles	1,2	1,2	0,9
Immobilisations financières	0,4	0,4	0,4
Stocks et en-cours	4,7	4,0	2,6
Créances	9,7	11,2	12,0
Disponibilités	8,6	13,8	30,5
Divers	0,3	0,2	0,2
Total ACTIF	30,5	36,2	49,6

M€	30/06/2011	31/12/2010	31/12/2009
Capitaux propres et autres fonds propres	20,8	23,8	32,9
Provisions pour risques et charges	1,5	2,8	2,4
Dettes financières	0,0	0,0	0,1
Dettes d'exploitation	7,4	8,8	13,9
Divers	0,8	0,8	0,3
Total PASSIF	30,5	36,2	49,6

2.6 Caractéristiques comptables

2.6.1. Observations sur le référentiel comptable

La société XIRING, en l'absence de filiale, n'a pas matière à publier des comptes consolidés. Ses comptes sociaux sont établis selon les règles du Plan Comptable Général. Ils ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2010. Les comptes semestriels au 30 juin 2011 n'ont pas été audités.

2.6.2. Observations sur les méthodes comptables

Nous avons relevé les éléments suivants à appréhender dans le cadre des travaux d'évaluation :

- le Crédit Impôt Recherche est comptabilisé avec les autres produits et non en diminution de l'impôt sur les sociétés ;
- les engagements de retraite de la Société, d'un montant de 0,2 M€ au 30 juin 2011, ne font pas l'objet d'une provision au bilan ;
- l'actif incorporel de XIRING, dont la valeur nette comptable s'élève à 5,6 M€ au 30 juin 2011, est principalement constitué par les frais de développement, amortissables sur 3 ans à partir de la commercialisation du produit concerné ;
- un test de dépréciation des actifs incorporels non amortissables est réalisé annuellement. A l'issue des tests des 3 derniers exercices, aucune dépréciation n'a été comptabilisée.

3 Valorisation de l'action XIRING

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes de l'évaluation (§ 3.1), les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 17 € par action XIRING proposé par INGENICO (§ 3.3 et suivants).

3.1 Données structurant l'évaluation

Nous avons évalué l'action XIRING à la date du 9 novembre 2011.

3.1.1. Business plan (BP)

3.1.1.1. Prévisions du management

Nous avons porté notre attention sur les indicateurs clés du plan d'affaires concourant à la formation des flux de trésorerie, notamment les suivants :

- chiffre d'affaires,
- niveau d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) rapporté au chiffre d'affaires,
- niveau de résultat opérationnel (EBIT) rapporté au chiffre d'affaires,

- taux d'imposition normatif et prise en compte du Crédit Impôt Recherche au niveau de l'EBITDA.

Le plan d'affaires de la présente Offre, établi par le management de XIRING, comprend les soldes intermédiaires de gestion, notamment l'EBIT et l'EBITDA utilisés dans l'approche de valorisation fondée sur les comparables boursiers, et une mesure du *free cash-flow*, sur la base duquel l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flow* ou DCF) a été mise en œuvre.

3.1.1.2. Passage du plan d'affaires aux flux du DCF

Le management de XIRING a établi le plan d'affaires sur un horizon de 5 ans, de 2011 à 2015. La forte et rapide progression de l'activité anticipée par ce plan est potentiellement confrontée aux allongements des processus décisionnels des Etats et en partie dépendante de la bonne tenue du marché des auxiliaires de santé et des pharmacies. Sans remettre en cause la vraisemblance des prévisions retenues par le management de XIRING, nous avons considéré que celles-ci devraient être réalisées moins rapidement et avons donc repoussé à 2016 les objectifs fixés pour 2015.

Dans le but de faire converger le taux de croissance du chiffre d'affaires dégagé à l'issue de la période de prévision explicite avec le taux de croissance à l'infini que nous avons retenu dans la méthode DCF, d'une part, et le niveau des dotations aux amortissements avec les investissements, d'autre part, nous avons étiré les prévisions jusqu'en 2021.

3.1.2. Données comptables utilisées en DCF

Les derniers comptes de XIRING disponibles étant arrêtés au 30 juin 2011, nous avons corrigé le flux prévisionnel 2011 résultant du plan d'affaires du montant de la variation de trésorerie réelle constatée au premier semestre 2011.

3.1.3. Impôt sur les sociétés

Le taux d'impôt normatif retenu par le management de XIRING pour la détermination des cash-flows de 2011 à 2015 est en moyenne, après prise en compte du Crédit Impôt Recherche, de 27,8%. Nous avons porté ce taux à 28% pour les années postérieures à 2015 et le calcul du flux normatif dans la méthode DCF (§ 3.6⁵).

3.1.4. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La trésorerie nette retenue pour valoriser l'action est issue des comptes arrêtés au 30 juin 2011. Elle intègre notamment l'estimation, que nous a communiquée la Cible, de l'impact positif de l'acquisition de la société Baracoda.

Elle tient également compte de l'encaissement potentiel des prix d'exercice des stock-options existantes, toutes largement dans la monnaie au regard du prix d'Offre, ces stock-options entrant par ailleurs dans le nombre total d'actions divisant la valeur des capitaux propres.

⁵ Nous estimons en effet que le dispositif du Crédit d'Impôt Recherche est un élément de politique économique fort qui ne devrait pas être remis en cause dans son principe.

K€	30/06/2011
Emprunts et dettes financières diverses	0,0
Disponibilités	8,6
Provisions pour risques et charges	-1,5
Engagements de retraite	-0,2
Impact positif de l'acquisition de Baracoda	0,9
Juste valeur du swap USD/EUR (échéance 29/07/2011) pour mémoire	
Prix d'exercice global des stock-options dans la monnaie	0,6
Trésorerie nette de XIRING	8,4

Stock-options dans la monnaie au regard du prix d'offre (€)

Nombre	Prix d'exercice €	
	Unitaire	Global
3 300	10,77	35 541
16 200	9,32	150 984
2 500	8,94	22 350
22 500	10,68	240 300
10 000	11,58	115 800
54 500		564 975

3.1.5. Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu dans le cadre et à la date de nos travaux de valorisation, soit 4.117.813 correspond à la somme des actions en circulation et des actions potentielles résultant de l'exercice des stock-options et de l'acquisition des actions gratuites, minorée des actions auto-détenues au titre du contrat de liquidité.

Actions en circulation	3 981 983	a
<i>dont actions gratuites attribuées le 01/07/2008 en période de conservation jusqu'au 01/07/2012</i>	61 741	
nombre maximal d'actions à créer par exercice des stock-options valides *	54 500	b
nombre maximal d'actions à créer par acquisition des actions gratuites	87 600	c
Nombre d'actions auto-détenues dans le cadre du contrat de liquidité	142 100	d = b + c
Nombre d'actions auto-détenues dans le cadre du contrat de liquidité	6 270	e
Nombre total d'actions retenu pour l'évaluation	4 117 813	f = a + d - e

* : toutes les stock-options sont largement dans la monnaie au prix de l'Offre

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1 Actualisation des dividendes

La méthode d'actualisation des dividendes est utilisée afin de calculer directement la valeur des capitaux propres. Nous l'avons écartée en raison, d'une part, d'un historique de distribution de dividendes insuffisant pour apprécier son niveau normatif, d'autre part, de l'absence de prévisions de dividendes communiquées au marché.

3.2.2 Actif net

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. Cette méthode n'est pas adaptée à XIRING, dans la mesure où ses actifs incorporels ne génèrent pas des revenus indépendants de leur exploitation par la Société elle-même⁶.

3.2.3 Multiples de valeur des capitaux propres

Les multiples de valeur des capitaux propres (*Price / Earnings, Price to Book*) ne permettent pas de prendre en compte les différences de structure financière. Nous ne les avons donc pas retenus.

3.2.4 Multiples de transactions comparables

Nous avons écarté cette méthode, après avoir recherché des transactions portant sur des sociétés européennes et nord-américaines dont les activités sont comparables à celles de XIRING⁷, soit à cause de l'insuffisance des données sur les conditions financières des transactions récentes identifiées, soit en raison de l'ancienneté des transactions.

3.3 Référence au cours de bourse

3.3.1 Historique des cours de bourse

Depuis l'introduction en bourse de XIRING en novembre 2006 au prix de 5,74 € le cours a connu de larges variations, avec un plus haut de 16,29 € en avril 2010, et un plus bas de 5,51 € en mars 2009 ; nous avons mis en avant ici son évolution sur les douze derniers mois :

⁶ Tels que des redevances.

⁷ Nous avons pré-selectionné douze transactions, dont une seule est une offre publique.



Les volumes traités sont généralement faibles, mais connaissent des pics pouvant être de l'ordre de 2,50% du flottant.

3.3.2. Prime du prix d'offre par rapport au cours de bourse

Avec un prix d'offre proposé à 17 € par action XIRING, les primes par rapport au cours de bourse et au cours moyen pondéré par les volumes des derniers 20 jours de bourse (13,70 € en clôture le 9 novembre 2011) s'élèvent respectivement à **24,1 %** et **27,2 %**. Le tableau ci-dessous indique le taux de la prime sur des durées d'observation plus longues :

Nombre de séances	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré	Prime induite par le prix d'offre
20	25,37%	13,36	27,2%
60	21,49%	13,50	26,0%
120	21,23%	13,68	24,3%
240	25,86%	13,59	25,1%
480	35,00%	13,06	30,1%

3.3.3. Cours de bourse cible

Les objectifs de cours récents des deux analystes suivant l'action XIRING sont compris dans une fourchette de 14,00 € (Gilbert Dupont, 07/11/2011) à 15,10 € (Genesta, 19/10/2011), la prime induite par le prix d'Offre étant elle-même comprise entre 21,4% et 12,6%.

3.3.4. Synthèse

Le marché apprécie la valeur du titre en moyenne 1 mois - 3 mois à environ 13,45 € permettant de situer la prime induite par le prix d'offre à 26,4%.

3.4 Comparables boursiers

A partir des analyses sectorielles, des bases de données financières et des notes d'analystes que nous avons recueillies⁸, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le domaine de l'identité et de la sécurité électronique et, pour rendre compte de la part de l'activité de XIRING provenant du traitement des transactions, nous en avons constitué un second dans le secteur de la dématérialisation.

Nous avons exclu de ces échantillons les sociétés dont la capitalisation boursière et la taille est sans commune mesure avec celles de XIRING.

Pour aboutir à un multiple unique pour chaque agrégat, nous avons pondéré les multiples issus de ces deux échantillons de manière à traduire les poids respectifs des activités de services et de ventes de produits et solutions dans les prévisions de la Société.

Le descriptif synthétique des comparables précités figure en annexe 7.

Nous avons considéré que les multiples les plus pertinents sont, d'une part, le rapport entre la valeur d'entreprise (VE) et l'EBITDA⁹ et d'autre part, le multiple d'EBIT (VE / EBIT). Nous avons donc écarté les autres multiples usuels pour les raisons expliquées ci-après :

- le multiple du chiffre d'affaires (VE / chiffre d'affaires) n'appréhende pas les différences de marge et de rentabilité entre les sociétés considérées, ni les distorsions dans la reconnaissance des revenus entre sociétés d'un même secteur,
- le multiple de résultat net (ou PER¹⁰) fournit des estimations biaisées par les écarts de structure financière et les éventuelles disparités de taux d'imposition, alors même que les sociétés comparables sélectionnées présentent des structures financières hétérogènes.

Afin de calculer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés aux éléments suivants :

- la valeur d'entreprise de chaque société en date du 9 novembre 2011,
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT au titre de 2012 et 2013 issues de consensus d'analystes.

Source : INFINANCIALS						
Secteur Principal	Société	Pays	EV/EBITDA		EV/EBIT	
			2012e	2013e	2012e	2013e
dématérialisation	Kofax Plc	UK	6,4x	6,1x	7,3x	6,6x
dématérialisation	Esker	FR	5,1x	4,8x	9,2x	7,1x
dématérialisation	Readsoft	SE	5,1x	4,0x	11,4x	8,2x
	<i>Moyenne</i>		<i>5,5x</i>	<i>5,0x</i>	<i>9,3x</i>	<i>7,3x</i>
e-ID / sécurité numérique	Zetes Industries	BE	4,2x	4,1x	7,0x	7,3x
e-ID / sécurité numérique	Hologram Industries	FR	7,7x	6,7x	9,4x	7,9x
e-ID / sécurité numérique	OpenLimit Holding	CH	3,8x	2,4x	4,6x	2,5x
e-ID / sécurité numérique	Smartrac	NL	6,4x	5,2x	11,2x	8,3x
e-ID / sécurité numérique	Datalogic Spa	ITL	4,3x	3,6x	5,5x	4,4x
	<i>Moyenne</i>		<i>5,3x</i>	<i>4,4x</i>	<i>7,5x</i>	<i>6,1x</i>

⁸ Notamment les bases de données Thomson One et Infinancials et les notes des analystes cités au § 3.3.3.

⁹ EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*

¹⁰ PER = *Price Earning Ratio*

	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2012e	2013e	2012e	2013e
<i>Multiple moyen pondéré</i>	5,4x	4,6x	8,2x	6,6x
Agrégats XIRING (M€)	9,4	11,8	6,6	8,8
Valeur d'entreprise de XIRING (M€)	50,4	54,5	54,3	57,8
Trésorerie nette de XIRING (M€)	8,4	8,4	8,4	8,4
Valeur des capitaux propres de XIRING (M€)	58,8	62,9	62,6	66,2
Nombre d'actions	4 117 813	4 117 813	4 117 813	4 117 813
Valeur par action XIRING (€)	14,28	15,28	15,21	16,07
Prime induite par le prix d'offre	19,1%	11,2%	11,7%	5,8%

En appliquant ces multiples aux données d'EBIT et EBITDA estimées par le management sur les années 2012 et 2013, nous encadrons la valorisation de l'action XIRING entre 14,28 € et 16,07 €, soit une prime induite par le prix de l'Offre comprise entre 5,8 % et 19,1 %.

3.5 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

3.5.1 Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme.

Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC») combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles la valeur des actifs hors exploitation (s'il y a lieu) et en est déduit l'endettement financier net.

3.5.2 Plan d'affaires de la société XIRING

Le plan d'affaires sur la base duquel l'établissement présentateur et nous-mêmes avons procédé à la valorisation de la Société a été établi par le management de XIRING, avec un horizon de prévision explicite allant de 2011 à 2015. Les modifications que nous y avons apportées en vue de l'évaluation de la Société sont exposées au § 3.1.1.

Les données prévisionnelles de ce plan se basent sur un taux de marge moyen globalement en ligne avec les prévisions des analystes et sur des hypothèses de croissance forte de l'activité.

3.5.3 Estimation de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée de façon usuelle en actualisant un flux normatif sur un horizon infini ; les hypothèses que nous avons retenues pour déterminer ce flux sont les suivantes :

- le chiffre d'affaires normatif correspond au chiffre d'affaires 2021 majoré d'un taux de croissance de 1,5 %,
- les ratios normatifs « EBITDA / Chiffre d'affaires » et « Investissements / Chiffre d'affaires » ont été fixés de manière à assurer un atterrissage progressif de la tendance observée sur l'horizon de prévision explicite,
- le montant de la dotation aux amortissements retenu correspond au montant normatif des investissements ; nous considérons ainsi implicitement qu'il n'y a pas lieu de tenir compte d'un investissement additionnel à perpétuité,
- la variation de BFR résulte de la croissance du BFR normatif, dont la proportion par rapport au chiffre d'affaires est conforme à la tendance observée sur les données historiques.

3.5.4 Détermination du taux d'actualisation

Pour l'application de la méthode DCF, les flux de trésorerie d'exploitation ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, qui, en l'absence d'endettement de la Société, coïncide avec le coût des capitaux propres.

Le coût des fonds propres a été estimé à partir de la formule du MEDAF¹¹ dont les composantes sont les suivantes :

- taux sans risque : 3,14%, soit le TEC10 au 9 novembre 2011,
- prime de risque du marché français: 6,42%, calculée par nos soins à 9 novembre 2011,
- *beta* désendetté de 0,91 issu de la base Infinancials¹² et de notre calcul de « désendettement ».

Pour déterminer le *beta* sectoriel à appliquer à XIRING, nous avons initialement retenu les deux échantillons de sociétés comparables utilisés dans le cadre de notre valorisation analogique. De manière à n'inclure dans notre calcul que des sociétés dont la liquidité du titre soit suffisante, nous avons exclu celles dont le volume moyen de transactions sur 3 mois est inférieur à 0,20% de la capitalisation boursière. Les sociétés de l'échantillon « identité et sécurité électronique » ne satisfaisant pas à ce critère, nous avons intégré, pour le calcul du *beta*, quatre sociétés de taille plus importante, présentant une meilleure liquidité. Les *beta* des deux échantillons ont été pondérés selon la méthode citée au § 3.4.

Les résultats obtenus sont les suivants :

¹¹ Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) est utilisé pour évaluer des actions dans un marché en équilibre. Il est basé sur le fait que seul le risque de marché, ou risque non diversifiable, est rémunéré par les investisseurs dans un tel marché. La rentabilité exigée par un investisseur est alors égale au taux de l'argent sans risque majoré d'une prime de risque uniquement liée au risque de marché de l'actif.

¹² Beta observé sur une période de 2 ans.

Infanciales - 09/11/2011 - M €								
Société	Pays	Beta 2 ans	Valeur d'entreprise	Capitalisation boursière	Dette nette	tx IS normatif	Beta désendetté	Volume quotidien moyen 3 mois en % de la capitalisation
Kofax Plc	UK	0,71	125	240	-110	28,00%	0,71	0,35%
Mediane Echantillon		0,71					0,71	

Infanciales - 09/11/2011 - M €								
Société	Pays	Beta 2 ans	Valeur d'entreprise	Capitalisation boursière	Dette nette	tx IS normatif	Beta désendetté	Volume quotidien moyen 3 mois en % de la capitalisation
Gemalto	NL	0,71	2 510	2 739	-244	25,50%	0,71	0,40%
Verifone	US	1,51	3 140	3 118	20	30,00%	1,50	2,50%
Ingenico	FR	0,72	1 587	1 482	105	33,00%	0,69	0,25%
Diebold	US	1,39	1 428	1 434	-27	30,00%	1,39	0,21%
Mediane Echantillon		1,08					1,05	

Pondération retenue

0,28

0,63

0,91

Compte tenu de la trésorerie nette de XIRING, nous n'avons pas retenu d'endettement dans la structure financière cible de la Société. Notre taux d'actualisation (*Weighted Average Cost of Capital, ou WACC*) est donc égal au coût des fonds propres, majoré d'une prime forfaitaire de 2,75%, pour tenir compte de la taille plus restreinte de XIRING par rapport aux sociétés desquelles le *beta* sectoriel est issu.

Le WACC utilisé pour la valorisation est de 11,76%.

Ledouble SA	
beta désendetté	0,91
taux sans risque	3,14%
prime de risque du marché	6,42%
beta réendetté	0,91
prime / décote spécifique	2,75%
WACC	11,76%

3.5.5 Résultats

En retenant comme paramètres centraux une croissance à l'infini de **1,5%** et un taux d'actualisation de **11,76%**, la valorisation de l'action XIRING ressort à **15,89 €** soit une prime induite par le prix de l'Offre de **7 %**.

Valeur d'entreprise de XIRING (M€)	57,1
Trésorerie nette de XIRING (M€)	8,4
Valeur des capitaux propres de XIRING (M€)	65,4
Nombre d'actions retenu pour l'évaluation	4 117 813
Valeur par action XIRING (€)	15,89
Prime induite par le prix d'offre	7,0%

La table de sensibilité ci-après combine le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini :

	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
11,01%	16,88	17,10	17,34	17,59	17,85
11,26%	16,40	16,61	16,83	17,06	17,30
11,51%	15,95	16,14	16,35	16,56	16,79
11,76%	15,52	15,70	15,89	16,09	16,30
12,01%	15,11	15,28	15,46	15,64	15,84
12,26%	14,72	14,88	15,05	15,22	15,40
12,51%	14,35	14,50	14,66	14,82	14,99

3.6 Transactions récentes sur le capital de XIRING

Nous n'avons connaissance d'aucune transaction récente portant sur un bloc d'actions XIRING. Il nous semble toutefois utile de rappeler que les actions de la société acquises par l'Initiateur entre juillet et août 2011 l'ont été au prix moyen de 13,98 € et au prix maximum de 14,87 €

3.7 Offres antérieures

Depuis son introduction en bourse, XIRING n'a fait l'objet d'aucune offre publique.

3.8 Synthèse de nos travaux

Les valeurs de l'action XIRING que nous obtenons à l'issue de notre évaluation multicritères sont toutes inférieures au prix d'Offre de 17 € et sont comprises dans une fourchette de 14,28 € à 16,07 €. Les cours moyens observés sont inférieurs à cette fourchette, de même que le cours spot au 9 novembre 2011, de 13,70 € en clôture :

Méthode de valorisation	€/ action	Prime (€)	Prime (%)
Prix de l'Offre	17,00 €		
Cours moyen pondéré 480 séances	13,06 €	3,94 €	30,12%
Cours moyen pondéré 20 séances	13,36 €	3,64 €	27,23%
Cours moyen pondéré 60 séances	13,50 €	3,50 €	25,96%
Cours moyen pondéré 240 séances	13,59 €	3,41 €	25,08%
Cours moyen pondéré 120 séances	13,68 €	3,32 €	24,30%
Multiple d'EBITDA 2012e	14,28 €	2,72 €	19,06%
Objectif de cours des analystes (médiane)	14,55 €	2,45 €	16,84%
Multiple d'EBIT 2012e	15,21 €	1,79 €	11,74%
Multiple d'EBITDA 2013e	15,28 €	1,72 €	11,24%
DCF valeur centrale	15,89 €	1,11 €	6,98%
Multiple d'EBIT 2013e	16,07 €	0,93 €	5,76%

4 Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative l'appréciation ou l'issue de l'offre

Nous avons pris connaissance des accords intervenus concomitamment au dépôt du projet d'offre (§ 1.2).

Les engagements d'apport à l'offre n'appellent pas de commentaire particulier.

Les accords concernant les aspects salariaux du rapprochement XIRING / INGENICO, en particulier la novation du contrat de M. Liberman, les indemnités de M. Liberman et de l'équipe de direction de XIRING en cas de rupture du contrat de travail et la possible participation des membres de cette équipe à un futur plan d'intéressement d'INGENICO, ne comportent aucune disposition de nature à constituer une différence de traitement entre actionnaires.

Il en va de même de la convention de liquidité aux termes de laquelle, en cas de succès de l'offre :

- les options non exerçables feront l'objet d'une indemnisation à hauteur de la différence entre le prix d'offre et le prix d'exercice, majorée de la compensation du surcoût fiscal dû au versement de l'indemnisation ; les actions gratuites et les actions sous engagement de conservation seront échangées, en cas de fusion-absorption subséquente de XIRING par INGENICO (§ 1.2.4). En l'absence de fusion ou en cas de retrait obligatoire, ces actions pourront faire l'objet, dans le cadre de promesses croisées d'achat et de vente, d'une cession à INGENICO, au prix de l'offre ajusté à la hausse ou à la baisse de la variation du cours de l'action Ingenico jusqu'à la date d'exercice de l'une des promesses croisées, plafonné à 18,70 €

Nous estimons que la possibilité de céder les actions gratuites non encore attribuées ou cessibles pendant la période d'Offre Contractuelle, dans le cadre des promesses croisées, à un prix potentiellement supérieur au prix d'offre, ne constitue pas une différence de traitement entre actionnaires dans le cadre de l'offre, dans la mesure où les actions visées par ce dispositif ne peuvent en aucune manière être apportées à l'Offre Contractuelle.

5 Analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur

Nous avons examiné l'évaluation réalisée par Oddo Corporate Finance sur la valeur de l'action XIRING et avons discuté avec ses auteurs de leurs calculs et de leurs conclusions.

5.1. Nombre d'actions retenu pour l'évaluation

Nous avons exclu du nombre d'actions divisant la valeur des capitaux propres de XIRING les 6.270 actions auto-détenues dans le cadre du contrat de liquidité, alors que l'établissement présentateur les a retenues. Nous avons en effet considéré que l'actif représenté par ces actions revient à l'ensemble des actionnaires autres que la société elle-même.

5.2. DCF

L'analyse des approches respectives ne fait pas apparaître de divergence significative quant à l'estimation globale du taux d'actualisation, le taux de 11,35% retenu par Oddo Corporate Finance ne menant pas, sur la base de nos projections de flux et selon la table de sensibilité présentée au § 3.5.5, à une valorisation supérieure au prix d'Offre.

En revanche, l'établissement présentateur a déterminé le flux normatif entrant dans le calcul de la valeur terminale sur une base différente de la nôtre, le Crédit Impôt Recherche en étant exclu.

La valeur centrale de l'action extériorisée par Oddo Corporate Finance est inférieure de 5,8% à celle ressortant de nos travaux.

5.3. Multiples boursiers

Aucune divergence n'est à signaler dans le choix des agrégats choisis (EBITDA et EBIT prévisionnels 2012 et 2013). La date d'extraction des multiples est identique (9 novembre 2011).

L'établissement présentateur a sélectionné un échantillon de sociétés comparables provenant exclusivement du secteur de la sécurité numérique, alors que nous avons considéré que la partie de l'activité de XIRING liée au traitement des transactions, peut être valorisée par analogie avec des sociétés du secteur de la dématérialisation.

Pour autant, les multiples moyens ne présentent pas d'écart majeur :

	EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2012e	2013e	2012e	2013e
Multiples moyens Oddo	5,2x	4,8x	7,0x	7,0x
Multiples moyens Ledouble SA	5,4x	4,6x	8,2x	6,6x
Ecart	-0,2x	0,2x	-1,2x	0,4x

5.4. Synthèse

La comparaison des travaux de l'établissement présentateur et des nôtres fait ressortir des différences limitées d'appréciation de la valeur de l'action XIRING :

Méthode de valorisation	€/ action			
	Ledouble SA	Oddo	Ecart	%
Multiple d'EBITDA 2012e	14,28 €	14,00 €	0,28 €	2,0%
Multiple d'EBITDA 2013e	15,28 €	15,70 €	-0,42 €	-2,7%
Objectif de cours des analystes (médiane)	14,55 €	14,55 €	0,00 €	0,0%
Multiple d'EBIT 2013e	16,07 €	17,00 €	-0,93 €	-5,4%
DCF valeur centrale	15,89 €	15,30 €	0,59 €	3,9%
Multiple d'EBIT 2012e	15,21 €	13,30 €	1,91 €	14,4%
Médiane	15,25 €	14,93 €	0,32 €	2,2%

6 Conclusion

Le prix d'offre de 17 € par action est compatible avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritères et extériorise une prime pour chaque critère.

En conséquence, dans les conditions de marché actuelles, nous attestons que le prix de 17 € par action est équitable pour les actionnaires concernés par les procédures d'offre contractuelle volontaire d'achat et, le cas échéant, d'offre publique obligatoire et de retrait obligatoire, initiées par INGENICO sur les actions de XIRING.

Fait à Paris, le 11 novembre 2011.

Dominique Ledouble

ANNEXES

- | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <input type="checkbox"/> Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA | Annexe 1 |
| <input type="checkbox"/> Calendrier de l'étude | Annexe 2 |
| <input type="checkbox"/> Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA | Annexe 3 |
| <input type="checkbox"/> Principales sources d'information exploitées | Annexe 4 |
| <input type="checkbox"/> Composition de l'équipe Ledouble SA | Annexe 5 |
| <input type="checkbox"/> Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA | Annexe 6 |
| <input type="checkbox"/> Descriptif des comparables boursiers | Annexe 7 |

ANNEXE 1

PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches sur Internet
- analyse de marché
- analyse de l'opération et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre et de sa volatilité
- rencontre avec le management de XIRING et des représentants de ses conseils
- échanges avec les représentants d'Oddo Corporate Finance
- exploitation des éléments d'évaluation d'Oddo Corporate Finance

2. Valorisation intrinsèque (DCF)

- revue des résultats historiques, de la structure financière et de la vie de la Société au travers des procès-verbaux des assemblées générales et des conseils d'administration, des rapports de gestion XIRING et des comptes annuels et semestriels de XIRING (2008 à juin 2011)
- recherche de notes de brokers et de consensus d'analystes
- examen de la construction du plan d'affaires et des paramètres d'activité
- étude des paramètres financiers
- tests de sensibilité

3. Valorisation analogique (comparables boursiers et références transactionnelles)

- constitution d'un panel de « comparables »
- exploitation des notes de brokers les plus récentes sur cet échantillon
- recentrage du panel en fonction notamment des informations recueillies auprès du management et de l'établissement présentateur
- confrontation des multiples issus des bases de données et des dernières notes d'analystes
- recherche de références et de multiples transactionnels dans la base ThomsonOne

- ANNEXE 1

PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE SA (suite)

4. Rapport d'expertise

- réunions et entretiens téléphoniques (*annexe 3*)
- rédaction d'une lettre de mission et d'une proposition de lettre d'affirmation destinées au Président Directeur Général de XIRING
- rédaction de l'attestation d'équité
- examen des notes d'information en vue de leur dépôt
- administration et supervision de la mission

5. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission s'établit à 40 000 €(hors taxes et frais de mission)

ANNEXE 2

CALENDRIER DE L'ETUDE

- 14 octobre au 21 octobre 2011
 - Désignation de l'expert indépendant par le Président Directeur Général de XIRING (retour de la lettre de mission)
 - Prise de connaissance générale et revue de l'historique
 - Prise de contact avec les conseils de XIRING
 - Analyse de l'opération et de son cadre juridique
 - Revue de l'évolution historique du cours de bourse et de la volatilité du titre
 - Etude détaillée des comptes consolidés semestriels et annuels de XIRING
 - Prise de connaissance du projet de document d'offre transmis à titre de document de travail par l'établissement présentateur et de son rapport d'évaluation
 - Premières demandes d'informations

- 24 octobre au 28 octobre 2011
 - Analyse de l'activité, du marché et de la situation concurrentielle de XIRING
 - Prise de contact avec l'établissement présentateur
 - Visite du siège de XIRING
 - Exploitation de la documentation juridique
 - Revue du plan d'affaires
 - Constitution et exploitation d'un panel de sociétés comparables
 - Demandes d'informations complémentaires
 - Premières approches de valorisation

- 31 octobre au 4 novembre 2011
 - Recherche de transactions comparables
 - Demandes d'informations complémentaires
 - Analyse des projets de notes d'information destinées à l'AMF

 - Prise de connaissance de nouvelles versions du projet de rapport d'évaluation de l'établissement présentateur et du projet de document d'offre
 - Entretien avec l'Initiateur
 - Rédaction du projet d'attestation d'équité
 - Finalisation des travaux de valorisation

- 7 novembre au 11 novembre 2011
 - Prise de connaissance d'une nouvelle version du projet de document d'offre
 - Levée des points en suspens

- Finalisation du projet d'attestation d'équité
- Envoi et retour de la lettre d'affirmation signée
- Diffusion du projet de rapport d'expertise indépendante en vue du conseil d'administration du 11 novembre 2011 et de l'insertion dans le projet de note d'informations à l'AMF déposé le xx novembre 2011
- Prise en compte à l'issue du dépôt du projet de note d'informations des observations de l'AMF
- Diffusion du rapport d'expertise indépendante dans sa version définitive

ANNEXE 3

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES PAR LEDOUBLE SA

XIRING

M. Georges Liberman	Président Directeur Général
M. Dominique Laubier	Directeur Administratif et Financier Membre du Directoire
M. Claude Durand	Directeur R&D

ODDO CORPORATE FINANCE

M. Arnaud Saint-Clair	Vice President
M. César Darcy	Associate

JONES DAY

M. Charles Gavoty

Avocat associé

CA-CIB

M. Tristan de Lussy

Analyst M&A

M. Lester Bernard

Associate M&A

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES

XIRING

Une data-room ouverte par XIRING a été mise à notre disposition du 14 octobre au 10 novembre 2011.

Informations relatives à l'opération et à l'évaluation du titre XIRING

Oddo Corporate Finance - Rapport d'évaluation XIRING novembre 2011

Projet de note d'information établie par INGENICO

Engagements d'apport à l'offre

Convention de liquidité

Lettre sur les aspects sociaux

Projet de note d'informations à l'AMF de XIRING en réponse au projet d'offre publique d'achat visant les actions XIRING initié par INGENICO.

Informations comptables et financières

- Comptes annuels 2008 à 2010
- Comptes semestriels au 30 juin 2010 et 2011
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels
- Analyse du BFR et de la trésorerie de décembre 2008 à juillet 2011
- *Management accounts* (différentes périodes mensuelles)
- Statistiques produits au 31 décembre 2010
- Contrat de couverture de change
- Inventaire des droits de propriété intellectuelle
- Document de base 2006
- Communiqués de presse de XIRING (2009 à 2011)

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Informations juridiques

Procès-verbaux des délibérations des assemblées générales du 19 juin 2008 au 27 avril 2011

Rapports de gestion du conseil d'administration aux assemblées générales du 19 juin 2008 au 27 avril 2011

Procès-verbal du conseil d'administration du 11 janvier 2008 au 12 juillet 2011

Statuts, K-bis, état des privilèges et nantissements de XIRING

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Informations prévisionnelles

Business Plan 2011-2015 (« BP Angel »)

Management Presentation juillet 2011

Budget 2011 et réalisations (*Management accounts 2011*).

Etude de marché

ABI Research (consultation du site)

Base de données IN FINANCIALS

Sociétés cotées comparables

Transactions comparables

Valeurs d'entreprises, capitalisations boursières et *beta*

Multiplés de valorisation

Base de données THOMSON ONE

Sociétés cotées

Notes de brokers (comparables)

Euronext

Historique de cours de XIRING

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Notes d'analystes financiers sur XIRING

Genesta (19/09/2011, 13/07/2011, 17/03/2011)

Gilbert Dupont (12/07/2011, 01/04/2011)

GlobalData (25/07/2011)

Wright Investors Service (15/07/2011)

SADIF (01/07/2011)

Datamonitor (22/06/2011)

Informations en ligne

<http://www.xiring.com>

<http://www.amf-france.org>

ANNEXE 5

COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours de 2006 à 2011 figurent en annexe 6. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (61 ans), Président de Ledouble SA (signataire)

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de l'APEI
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Conduit régulièrement des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

Olivier CRETTE (47 ans), Associé (revue indépendante interne)

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, DEA en sciences de gestion
- Membre de l'APEI
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation
- Chargé d'enseignement au CNAM et à l'IAE de Paris

ANNEXE 5

COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE SA (suite)

Olivier CHARBONNEAU (45 ans), Directeur de mission

- Expert-comptable
- Intervient spécifiquement dans des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

ANNEXE 6

EXPERTISES ET ANALYSES FINANCIERES INDEPENDANTES EFFECTUÉES PAR LEDOUBLE SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
2011	Eurosic	BNP Paribas
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2011	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative & Finance Investissement	Rothschild & Cie Banque
2010	Sperian Protection	Lazard et Deutsche Bank
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall*	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logements	Société Générale et CA LYON
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi*	SGCIB
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus*	CA LYON
2008	Réponse	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance
2007	HF COMPANY*	Europe Offering
2007	TOUAX*	Société Générale
2007	XRT	BNP Paribas
2007	AuFeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate Finance
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale
2006	Eurofins Scientific*	Europe Offering
2006	Airox	Société Générale
2006	Alain Afflelou	Lazard
2006	Camaïeu	CA LYON
2006	Deveaux	BNP Paribas
2006	Elior	HSBC
2006	Société Foncière Lyonnaise	CA LYON/UBS/Goldman Sachs

2006	Team Partners Group	Natexis Bleichroeder
------	---------------------	----------------------

ANNEXE 7

DESCRIPTIF DES COMPARABLES BOURSIERS

Sources : bases de données financières, sites internet des sociétés.

Les éléments de compte de résultat présentés ci-dessous correspondent à la dernière clôture annuelle publiée par chaque société. La capitalisation boursière est présentée, sauf exception, à la même date et dans la même devise.

Société	Activité
Kofax Plc (Royaume-Uni)	<p>Kofax intervient dans le secteur de la dématérialisation et l'automatisation de process liés au traitement des documents. Ses deux segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - capture et numérisation de documents en vue d'intégrer des applications ou de l'archivage ; - vente de produits de scanning et d'archivage à des grossistes. <p>Chiffres clés au 30 juin 2011</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 244 M\$ - EBITDA : 34 M\$ - Résultat net : 7 M\$ - Capitalisation boursière : 335 M\$ <p>La société publie ses comptes en dollars et non en livres sterling.</p>

Société	Activité
Esker SA (France)	<p>Esker est une société de conception et d'édition de logiciels dans le domaine de la dématérialisation des documents de gestion pour les entreprises : logiciels de traitement automatique de fax, de diffusion électronique de supports papiers et de connectivité.</p> <p>Chiffres clés au 31 décembre 2011</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 33 M€ - EBITDA : 4 M€ - Résultat net : 1 M€ - Capitalisation boursière : 29 M€

Société	Activité
ReadSoft AB (Suède)	<p>Readsoft est éditeur de logiciels dans le secteur de la dématérialisation et l'automatisation de process liés au traitement des documents. Ses deux segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'automatisation du traitement des documents commerciaux, - l'automatisation de la capture et de la numérisation des documents. <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 618 M SEK - EBITDA : 102 M SEK - Résultat net : 37 M SEK

	- Capitalisation boursière (30 septembre 2011) : 595 M SEK
--	------------------------------------------------------------

Société	Activité
Zetes Industries (Belgique)	<p>Zetes Industries est spécialisé dans les solutions d'identification automatiques, de traçabilité et de mobilité pour les besoins de la chaîne logistique et les services d'identification sécurisée de données personnelles. Ses deux segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les solutions pour la <i>Supply Chain</i> (respect des réglementations en matière de traçabilité), - les solutions d'identification des personnes (identification sécurisée des documents, listes électorales, registres nationaux, etc.). <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 217 M€ - EBITDA : 19 M€ - Résultat net : 8 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 85 M€

Société	Activité
Hologram Industries (France)	<p>Hologram Industries est spécialisé dans les solutions de haute sécurité optiques et digitales. La société propose :</p> <ul style="list-style-type: none"> - des solutions sécurisantes pour les documents identitaires, les documents fiduciaires, les produits de marque, - des logiciels de signature de contenu numérique et de génération de codes uniques - des systèmes de gestion de bases de données. <p>Chiffres clés au 31/12/2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 32 M€ - EBITDA : 6 M€ - Résultat net : 3 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 91 M€

Société	Activité
OpenLimit Holding (Suisse)	<p>OpenLimit est spécialisé dans la fourniture de logiciels de signature et d'identification électronique. La société propose des solutions électronique pour :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la facturation, - l'archivage, - les opérations de banques en ligne, - les formulaires en ligne, - les services administratifs, - les signatures. <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 7 M€

	<ul style="list-style-type: none"> - EBITDA : 0 M€ - Résultat net : (2) M€ - Capitalisation boursière (25 octobre 2011) : 8,5 M€ <p>La société publie ses comptes en euros et non en francs suisses.</p>
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Société	Activité
Smartrac (Pays-Bas)	<p>Smartrac est spécialisé dans les solutions de radio-identification (RFID). Ses segments d'activité couvrent :</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'identification électronique à l'usage des Etats, - les cartes de transport, d'accès, de paiement en ligne, - les solutions de traçabilité et d'identification pour les industries, - les solutions d'identification des produits pharmaceutiques, des bagages pour les compagnies aériennes, la vente de billets, etc. <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 180 M€ - EBITDA : 19 M€ - Résultat net : 6 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 189 M€

Société	Activité
Datalogic Spa (Italie)	<p>Datalogic Spa est spécialisé dans les solutions de radio-identification, les lecteurs de codes-barres, les capteurs pour le secteur de l'automatisation industrielle, les unités mobiles de stockage de données. Ses quatre segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la portabilité : les produits informatiques portables et les solutions de numérisation, - l'automatisation : codes-barres, étiquetage, capteurs et lecteurs de radiofréquence, - la numérisation, - l'identification automatique. <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 393 M€ - EBITDA : 49 M€ - Résultat net : 18 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 323 M€

Société	Activité
Gemalto (Pays-Bas)	<p>Gemalto est spécialisé dans les solutions de sécurité numérique intégrées. La société fournit des dispositifs personnels sécurisés, des logiciels et services destinés à des applications dans l'univers numérique telles que :</p> <ul style="list-style-type: none"> - des dispositifs portables de stockage sécurisé d'informations (cartes à microprocesseurs, passeports électroniques, etc.), - des services de personnalisation, - des terminaux de paiement, - des cartes mémoires, etc.

	<p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 1 906 M€ - EBITDA : 254 M€ - Résultat net : 167 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 2 928 M€
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Société	Activité
Verifone (Etats-Unis)	<p>Verifone est spécialisé dans les solutions de paiement électronique sécurisé. La société fournit des solutions et des services pour les secteurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - publique, - de la finance, - de la distribution, - du pétrole, - des transports, - de la santé, - caritatif. <p>Chiffres clés au 31 octobre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 1 002 M \$ - EBITDA : 153 M \$ - Résultat net : 99 M \$ - Capitalisation boursière (31 juillet 2011) : 4 385 M \$

Société	Activité
Ingenico (France)	<p>Ingenico est spécialisé dans les solutions de paiement électronique sécurisé. Ses segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la gestion des terminaux, - la gestion des transactions, - la gestion de la connectivité, - la plateforme en ligne offrant des services à valeur ajoutée pour les terminaux déjà installés. <p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chiffre d'affaires : 907 M€ - EBITDA : 129 M€ - Résultat net : 40 M€ - Capitalisation boursière (30 juin 2011) : 1 496 M€

Société	Activité
Diebold (Etats-Unis)	<p>Diebold est spécialisé dans la fourniture de services et systèmes intégrées de sécurité et d'accès facilités aux personnes. Ses deux segments d'activité sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les solutions d'accès individualisé sécurisé dans les secteurs de la finance et de la santé (distributeurs de billets, solutions d'externalisation, etc.) - les solutions de sécurité des entreprises aussi bien physique qu'électronique.

	<p>Chiffres clés au 31 décembre 2010</p> <ul style="list-style-type: none">- Chiffre d'affaires : 2 824 M \$- EBITDA : 105 M \$- Résultat net : (20) M \$- Capitalisation boursière (30 septembre 2011) : 2 075 M \$
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

4 CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE CONTRACTUELLE OU SUR SON ISSUE

A l'exception des Engagements d'Apports décrits au paragraphe 1.1.4 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Contractuelle ou sur son issue.

5 INTENTION DES ADMINISTRATEURS

Les administrateurs détenant des actions de la Société (i.e., Monsieur Georges Liberman, Monsieur Eric Planchard et Seventure Partners) ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre Contractuelle.