

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**

NETWORK RELATED SERVICES



**Business
Services**

INITIEE PAR



PRESENTEE PAR

LAZARD

LAZARD FRÈRES BANQUE

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES FRANCE TELECOM ET
NETWORK RELATED SERVICES (EX GROUPE SILICOMP)**

**Durée de l'offre : Du 14 juin 2010 au 25 juin 2010 inclus, soit 10 jours
de négociation**

Prix de l'offre : 18 euros par action Network Related Services

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Network Related Services qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet seront transférés le jour de négociation suivant la clôture de l'offre à France Télécom, moyennant une indemnité de 18 euros par action.



Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 27 mai 2010, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-18, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-finance.org) et sans frais sous format papier ou sur demande exprimée par courrier auprès de :

France Télécom
Service actionnaires
6, place d'Alleray
75505 Paris cedex 15

Network Related Services
195, rue Lavoisier –BP 1 ZIRST
38 330 Montbonnot Saint Martin

Lazard Frères Banque
121, boulevard Haussmann
75008 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables des sociétés France Télécom et Network Related Services seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

I. CONTEXTE DE L'OPERATION	4
II. INTENTIONS DE FRANCE TELECOM POUR LES DOUZE MOIS A VENIR.....	4
II.1 Politique industrielle et financière	4
II.2 Orientations en matière d'emploi	5
II.3 Direction de la Société et organes sociaux.....	5
II.4 Avantages pour les deux sociétés et leurs actionnaires – Gains économiques.....	5
II.5 Politique de distribution de dividendes	5
II.6 Intentions en matière de fusion.....	6
II.7 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	6
III. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	6
III.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire	6
III.2 Nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	6
III.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	6
III.3.1 L'Offre.....	6
III.3.2 Le Retrait Obligatoire	7
III.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	8
III.3.4 Financement et coûts de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire	8
III.4 Restrictions concernant l'Offre a l'étranger.....	9
III.5 Régime fiscal de l'Offre	9
III.5.1 Les actions	9
III.5.1.1 Actionnaires personnes physiques fiscalement domiciliés en France et agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé (c'est à dire dans des conditions non analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations)	9
III.5.1.2 Actionnaires personnes morales résidant en France et soumis à l'impôt sur les sociétés	11
III.5.1.3 Actionnaires non-résidents fiscaux français	11
III.5.1.4 Autres titulaires d'actions.....	11
III.6 Régime fiscal du Retrait Obligatoire	11
IV. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NETWORK RELATED SERVICES, SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE	12
V. ELEMENTS D'APPRECIATION PAR LA BANQUE PRESENTATRICE DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	12
V.1 Méthodologie	13
V.1.1 Critères écartés.....	13
V.1.2 Critère retenu à titre indicatif.....	13
V.1.3 Critères retenus	13
V.2 Éléments intervenants dans les travaux de valorisation	13
V.2.1 Nombre d'actions utilisé pour déterminer la valeur par action	13
V.3 Sources des informations utilisées.....	14
V.3.1 Endettement Financier Net (« EFN ») et autres ajustements appliqués à la valeur d'entreprise	14
V.3.1.1 Ajustements de l'EFN de NRS au 30/06/2010.....	14
V.3.1.2 Ajustements relatifs aux intérêts minoritaires et aux participations dans des sociétés mises en équivalence	14
V.3.1.3 TSSDI.....	15
V.4 Appréciation de l'offre au regard des différents éléments d'appréciation retenus	15
V.4.1 Méthode des comparables boursiers	15
V.4.2 Méthode des transactions comparables.....	16
V.4.3 Méthode DCF.....	17
V.5 Critère retenu à titre indicatif	19

V.5.1 La référence au cours de bourse.....	19
V.6 Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre.....	20
VI. ATTESTATION D'EQUITE DE L'EXPERT INDEPENDANT	20
VII. INFORMATIONS RELATIVES A NETWORK RELATED SERVICES SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	35
VIII. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	36
VIII.1 Pour la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	36
VIII.2 Pour France Télécom	36
VIII.3 Pour Network Related Services	36

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (le "**Règlement Général de l'AMF**"), France Télécom, société anonyme de droit français, ayant son siège social 6, place d'Alleray 75505 Paris cedex 15 ("**France Télécom**" ou l'"**Initiateur**"), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Network Related Services (ex Groupe Silicomp), société anonyme au capital de 820 624,05 euros, ayant son siège social au 195, rue Lavoisier – BP 1 ZIRST – 38330 Montbonnot-Saint-Martin immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble sous le numéro 345 039 416 (la "**Société**" ou "**Network Related Services**" – Paris FR0000063794), et dont les actions (FR0000063794) sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Eurolist d'Euronext Paris S.A. ("**Euronext Paris**"), d'acquiescer la totalité de leurs actions (les "**Actions**") dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'"**Offre**"), qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le "**Retrait Obligatoire**").

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Lazard Frères banque ("**Lazard**") garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

I. CONTEXTE DE L'OPERATION

A l'issue de la cession le 4 janvier 2007 par les actionnaires majoritaires de Groupe Silicomp à France Télécom de leur participation, France Télécom détenait 2 496 591 actions, soit 53,81% des actions et 53,25% des droits de vote de Groupe Silicomp. En outre, France Télécom a acquis dans le cadre de la même opération 56 062 BSA.

A l'issue de la garantie de cours initiée du 6 au 27 février 2007 par France Télécom sur les Actions et les bons de souscription d'actions alors existants (les "**BSA**"), cette opération ayant fait l'objet d'une décision de conformité de l'AMF publiée par avis n° 207C2245 en date du 5 février 2007, France Télécom a déclaré avoir franchi en hausse, le 5 mars 2007 après bourse, les seuils de 90 % du capital et des droits de vote de la Groupe Silicomp. La garantie de cours a fait l'objet d'un avis de résultat n° 207C0429 publié par l'AMF le 6 mars 2007.

France Télécom a ensuite procédé à l'achat de 115 442 Actions et de 141 215 BSA sur le marché au fil de l'eau du 8 mars 2007 au 27 décembre 2007 dans la limite d'un montant maximum de 20 euros par action et de 1,40 euro par BSA et à l'acquisition le 20 décembre 2007 d'un bloc hors marché portant sur 150 939 Actions au prix de 21,40 euros. En outre, France Télécom a procédé fin décembre 2007 à l'exercice de l'intégralité des 3 641 250 BSA qu'elle détenait à cette date, représentant la création de 364 125 actions nouvelles.

Enfin, 239 000 actions issues de l'exercice des options de souscription d'actions attribuées à des salariés français exerçables à compter du 6 décembre 2007 faisaient l'objet d'une promesse unilatérale d'achat par France Télécom entre le 6 décembre 2007 et le 31 janvier 2008.

Par suite des opérations décrites ci-dessus, et à la date de la présente note d'information, France Télécom détient 5 268 979 actions, soit 96,31 % du capital et 96,26 % des droits de vote, sur la base d'un nombre total de 5 470 827 actions et de 5 473 587 droits de vote.

Il convient également de noter le changement de nom de Groupe Silicomp en Network Related Services intervenu le 29 juin 2009.

II. INTENTIONS DE FRANCE TELECOM POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

II.1 Politique industrielle et financière

Depuis la fin de la garantie de cours initiée début 2007, France Télécom a intégré Network Related Services dans son activité dans le cadre du regroupement des filiales de services visant à créer un ensemble cohérent d'offre de services cadrant avec la stratégie "real-time business" poursuivie par Orange Business Services. En particulier, Network Related Services a procédé à une augmentation de son périmètre avec l'acquisition auprès de France Telecom d'un certain nombre de sociétés en 2009, en se finançant, pour se faire, auprès de France Télécom.

Les activités de Network Related Services sont désormais regroupées au sein de quatre segments d'activités :

- Consulting Services : conseil en gestion de réseaux, en informatique (architecture, sécurité, ...), en gestion de la relation client, conseil en entreprise collaborative.
- Information Technology & Labs : intelligence embarquée et systèmes associés, intégration et management des processus industriels, solutions de sécurité, convergence IT et réseaux, applications nomades.
- Multimedia Customer Contact : gestion du contact client, centres de contact intégrés, diffusion de contenus, solutions e-commerce, solutions de paiement.
- Network Integration Services : réseaux LAN/WAN, ToIP et intégration de réseaux.

France Télécom n'entend pas à ce jour, modifier, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. En particulier, l'Initiateur n'entend pas modifier l'objet social de la Société.

II.2 Orientations en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Network Related Services, et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société et ses filiales en matière d'emploi. Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines actuellement pratiquées.

II.3 Direction de la Société et organes sociaux

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à la date de la présente note d'information, 96,31 % du capital et 96,26 % des droits de vote de Network Related Services et, à ce titre, assure déjà la gestion opérationnelle de Network Related Services. L'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition de la direction ou des organes sociaux en raison de l'Offre.

II.4 Avantages pour les deux sociétés et leurs actionnaires – Gains économiques

L'Initiateur considère que l'admission des Actions Network Related Services sur un marché réglementé n'est plus pertinente, du fait que la Société n'a pas de projet nécessitant de recourir à une offre au public de titres financiers à court ou moyen terme, le financement étant assuré par France Télécom. D'autre part, il estime, au vu des faibles volumes échangés et de l'étroitesse du flottant qui représente 3,69 % du capital et 3,74 % des droits de vote, que le maintien à la cote des Actions sur l'Eurolist compartiment C n'est plus justifié et représente un coût, en particulier compte tenu des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission et au maintien des Actions à la cote et serait de nature à simplifier le fonctionnement de la Société.

Concernant les actionnaires de la Société, l'opération leur permet de recevoir en contrepartie de leurs Actions un prix dont le caractère équitable est attesté par un expert indépendant (voir le rapport de l'expert indépendant figurant au Chapitre VI de la présente note d'information).

II.5 Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de Network Related Services sera arrêtée par les organes compétents de Network Related Services, en tenant compte des capacités distributrices de Network Related Services, de même que d'un certain nombre de facteurs, parmi lesquels les perspectives d'activités commerciales de Network Related Services, les liquidités disponibles, les résultats financiers, la conjoncture du marché, le climat économique général, ainsi que des considérations fiscales et réglementaires.

Pour mémoire, aucun dividende n'a été versé par la Société au cours des trois derniers exercices et il n'est pris à ce stade aucun engagement de la Société ou de l'Initiateur sur le principe ou sur la quotité d'éventuelles futures distributions.

II.6 Intentions en matière de fusion

A ce jour, France Télécom n'envisage pas de fusionner avec Network Related Services.

II.7 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

France Télécom n'a pas connaissance de l'existence d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

III. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

III.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, Lazard, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 27 mai 2010 l'offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur.

En conséquence, France Télécom s'engage irrévocablement auprès des actionnaires à acquérir, au prix de 18 euros par action, toutes les Actions qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, soit du 14 juin 2010 au 25 juin 2010 inclus.

Les termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire ont été approuvés par décision du Directeur Général de France Télécom en date du 27 mai 2010.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Lazard garantit, en qualité d'établissement présentateur, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

III.2 Nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à la date de la présente note d'information, 5 268 979 actions, représentant environ 96,31 % du capital et environ 96,26 % des droits de vote et que les actionnaires au nominatif bénéficient d'un droit de vote double dès lors que leurs actions sont inscrites au nominatif depuis plus de quatre ans.

L'Offre porte donc sur la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur, à savoir 204 231 actions et 206 991 droits de vote – y compris les 2 388 actions nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 2 388 options de souscription en actions Network Related Services exerçables – représentant environ 3,73 % du capital et 3,78 % des droits de vote de la Société.

Il est précisé qu'il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ni d'instruments financiers donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

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

III.3.1 L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé le 27 mai 2010 et mis en ligne sur le site internet de l'AMF le 28 mai 2010. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre sera diffusé sous forme d'avis financier dans le journal Les Echos en date du 31 mai 2010. En outre, le projet de la présente note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés France Télécom, Network Related Services, et Lazard et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de France Télécom (www.francetelecom.com) et de Network Related Services (www.itlabs.fr.orange-business.com).

Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'Autorité des marchés financiers publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet de note d'information aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les documents contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais au siège des sociétés France Télécom, Network Related Services, et Lazard. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié dans un journal économique de diffusion nationale.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, un avis annonçant l'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet, sera publié par NYSE-Euronext Paris.

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

Conformément aux dispositions de l'article 236-7 du Règlement général de l'AMF, l'intégralité des ordres portant sur les actions Network Related Services apportées seront exécutés sur le marché. HSBC Bank Plc. prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de France Télécom, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre.

Lazard, agissant pour le compte de France Télécom s'engage irrévocablement à acquérir, au prix de 18 euros par action, toutes les actions Network Related Services qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'Actions inscrites en compte nominatif, doivent demander dans les plus brefs délais l'inscription de leurs Actions sous la forme au porteur chez un prestataire habilité.

Les Actions apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au titre du transfert de la propriété. France Télécom se réserve le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les propriétaires d'Actions qui souhaiteraient les apporter à l'Offre devront remettre un ordre de vente qui sera irrévocable au prestataire de services d'investissement habilité dépositaire de leurs Actions au plus tard le dernier jour de l'Offre, soit le 25 juin 2010.

Le règlement sera effectué au profit des intermédiaires au fur et à mesure de l'exécution des ordres 3 jours de négociation après chaque négociation.

Il est précisé que les frais de négociation resteront à la charge des vendeurs et de l'acheteur, chacun pour ce qui les concerne.

III.3.2 Le Retrait Obligatoire

France Télécom a également demandé à l'AMF l'autorisation de procéder au Retrait Obligatoire des Actions dès la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du Règlement Général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires seront transférées au profit de France Télécom le 28 juin 2010, moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, à savoir 18 euros par action.

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

Le montant de l'indemnisation par action sera versé à cette date par France Télécom sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Lazard, centralisateur des opérations d'indemnisation. A la clôture par Euroclear France des comptes des établissements dépositaires teneurs de comptes affiliés Euroclear, ces établissements dépositaires teneurs de comptes demanderont à Lazard une indemnisation pour les actions en compte dans leurs livres n'ayant pas été apportées à l'Offre, puis

créditeront les comptes des détenteurs des actions Network Related Services de l'indemnité leur revenant.

Les actions Network Related Services seront radiées de l'Eurolist (compartiment C) d'Euronext Paris SA, le jour de bourse suivant la clôture de l'offre publique de retrait.

Conformément à l'article 237-6 du Règlement Général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants-droits sont restés inconnus, seront conservés par Lazard pour une durée de dix ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droits sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

III.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire

27 mai 2010	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
28 mai 2010	Mise à disposition du public et en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information conjointe relative à l'Offre et au Retrait Obligatoire
	Communiqué de presse conjoint publié par France Télécom et Network Related Services relatif au dépôt de l'Offre
10 juin 2010	Déclaration de conformité de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
11 juin 2010	Mise à disposition de la note d'information relative à l'Offre et au Retrait Obligatoire visée par l'AMF
	Mise à disposition des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de France Télécom et Network Related Services
	Publication d'un communiqué informant le public des modalités de mise à disposition de ces documents
14 juin 2010	Ouverture de l'Offre
25 juin 2010	Clôture de l'Offre
	Communiqué de presse conjoint publié par France Télécom et Network Related Services relatif à la clôture de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire
28 juin 2010	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Network Related Services de NYSE-Euronext Paris

III.3.4 Financement et coûts de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire

Le montant maximum de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire est de 3 676 158 euros correspondant à l'acquisition de 204 231 actions au prix unitaire de 18 euros, étant précisé que la totalité des Actions apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire sera acquise par l'Initiateur, à l'exception, chaque administrateur de Network Related Services détenant 1 action, des 5 actions détenues par ces administrateurs qui ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter les dispositions statutaires.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 260 000 euros hors taxes.

Le coût total maximum de l'Offre et du Retrait Obligatoire est ainsi estimé à environ 3 936 158 euros et sera financé par la trésorerie disponible de France Télécom en totalité.

III.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. La diffusion de la note d'information, de l'Offre et de son acceptation, peut, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique. 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. France Télécom décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales qui lui sont applicables.

En particulier, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes américaines, et aucune acceptation de l'Offre et du retrait Obligatoire ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la présente note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Tout actionnaire qui apportera ses Actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas une personne américaine ou "*US person*" (au sens du règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport d'Actions depuis les Etats-Unis.

Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

III.5 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à la présente opération est décrit ci-après. L'attention des personnes cédantes est toutefois appelée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un résumé du régime fiscal qui peut leur être applicable et qu'il leur appartient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel. En outre, les non-résidents fiscaux français devront se conformer à la législation en vigueur dans leur Etat de résidence ainsi que, le cas échéant, aux dispositions de la convention fiscale signée entre la France et leur Etat de résidence.

III.5.1 Les actions

III.5.1.1 Actionnaires personnes physiques fiscalement domiciliés en France et agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé (c'est à dire dans des conditions non analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations)

(a) Cas général

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts ("**CGI**"), les gains nets résultant de l'apport des actions Network Related Services à l'Offre, égaux à la différence entre le prix offert et le prix d'acquisition des actions Network Related Services apportées à l'Offre, sont imposables à l'impôt sur le revenu, dès le premier euro, si le montant brut annuel des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés (à l'exclusion des opérations exonérées, notamment les cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions, "**PEA**", ainsi que des échanges de titres bénéficiant du sursis d'imposition prévu à l'article 150-0 B du CGI) réalisées par l'ensemble des membres du foyer fiscal excède un seuil actuellement fixé à 25 830 euros.

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 30,1 % (ou 12,1 % si le montant global des cessions de valeurs mobilières reste inférieur à 25 830 euros) tenant compte :

- de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 18 % ;
- de la contribution sociale généralisée de 8,2 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ("**CSG**") ;
- de la contribution pour le remboursement de la dette sociale de 0,5 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ("**CRDS**") ;

- du prélèvement social de 2 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu ;
- de la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 1,1 %, instaurée par la loi 2008-1249 du 1er décembre 2008 en vue du financement de la généralisation du revenu de solidarité active ; et
- de la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3 %, non déductible de la base de l'impôt sur le revenu.

Les moins-values de cession de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes (conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI), à condition que le montant des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés excède le seuil de 25 830 euros visé ci avant au cours de l'année de réalisation de ces moins-values. Pour l'application de ces dispositions, les plus-values de même nature s'entendent notamment, outre celles visées à l'article 150-0 A du CGI (lesquelles incluent notamment les gains nets imposables à la clôture anticipée d'un PEA avant la cinquième année suivant la date d'ouverture du PEA), des profits retirés d'opérations sur bons d'options (article 150 *decies* du CGI) et des profits réalisés sur les marchés à terme d'instruments financiers (article 150 *quinquies* et 150 *sexies* du CGI) et sur les marchés à terme d'options négociables (article 150 *nonies* du CGI).

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

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

Sous certaines conditions, les plus-values réalisées lors de l'apport à l'Offre d'actions Network Related Services détenues dans le cadre d'un PEA sont exonérées d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux au jour de leur réalisation. Au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie ainsi d'une exonération d'impôt sur le revenu mais reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles à ce prélèvement, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur les plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture et que les titres figurant dans le plan ont été cédés en totalité, sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières de 25 830 euros visé ci avant ait été dépassé au titre de l'année considérée.

(c) Salariés et mandataires sociaux résidents de France titulaires d'actions Network Related Services reçues lors de l'exercice d'options d'achat ou de souscription d'actions

En application de l'article 163 bis C du CGI, les bénéficiaires d'options de souscription ou d'achat d'actions Network Related Services attribuées conformément aux dispositions des articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce ne peuvent bénéficier du régime de faveur qui leur est attaché, tant en matière fiscale que pour l'application des cotisations et prélèvements sociaux, que si les actions Network Related Services reçues lors de l'exercice de ces options sont conservées sous la forme nominative et ne sont pas cédées ni converties au porteur avant l'expiration d'un délai de cinq ans (pour les options attribuées à compter du 27 avril 2000) à compter de l'attribution des options (sauf, sous certaines conditions, en cas de décès, licenciement, invalidité ou mise à la retraite intervenant dans ce délai).

Ainsi, en cas d'apport à l'Offre ou de cession sur le marché des actions Network Related Services acquises dans le cadre d'un plan d'options de souscription ou d'achat après l'expiration du délai de cinq ans visé ci-dessus, la plus-value d'acquisition (qui est égal, par action, à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action Network Related Services du jour de l'exercice de l'option et (ii) le prix de souscription ou d'achat de ces actions bénéficiera du régime fiscal et social suivant, sous réserve que les actions revêtent la forme nominative depuis la date de levée des options, la période

d'indisponibilité ayant nécessairement été respectée (5 ans à compter de la date d'attribution de l'option) : imposition sans condition de seuil aux prélèvements sociaux au taux global de 12,1 % augmenté en cas de franchissement du seuil de 25 830 euros précité, de l'imposition à l'impôt sur le revenu comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 30 % (ou sur option, comme traitements et salaires).

La plus-value de cession est constituée par la différence entre le prix net de cession des actions issues de levées d'options et le premier cours coté des actions le jour de la levée des options. La plus-value de cession sera imposée dès le premier euro aux prélèvements sociaux (au taux global de 12,1 %), augmentée en cas de franchissement du seuil de 25 830 euros précité, de l'imposition à l'impôt sur le revenu comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 18 %, soit un taux global de 30,1 %.

III.5.1.2 Actionnaires personnes morales résidant en France et soumis à l'impôt sur les sociétés

Les plus-values réalisées et les moins-values subies par des personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés à l'occasion de l'apport des actions Network Related Services à l'Offre, et égales à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions Network Related Services apportées à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33 1/3 % majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement de 763 000 euros par période de douze mois. Sont toutefois exonérées de la contribution sociale les entreprises ayant réalisé au titre de l'exercice considéré un chiffre d'affaires hors taxes inférieur à 7 630 000 euros et dont le capital, entièrement libéré, a été détenu de manière continue, pour 75 % au moins, par des personnes physiques, ou par des sociétés répondant aux mêmes conditions de chiffre d'affaires, de libération et de détention du capital. En outre, pour ces mêmes entreprises, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé à 15 %, dans la limite de 38 120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois.

III.5.1.3 Actionnaires non-résidents fiscaux français

Les plus-values réalisées à l'occasion de cessions à titre onéreux de valeur mobilières effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumise à l'impôt en France (article 244 bis C du CGI) et (ii) que la personne cédante n'ait pas détenu directement ou indirectement avec son conjoint, ses ascendants ou descendants, les ascendants ou descendants de son conjoint, des droits sociaux donnant droit à plus de 25 % des bénéfices de la société dont les titres sont cédés, à un moment quelconque au cours des 5 années précédant la cession. Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25 % au cours de la période susvisée, sont soumises à l'impôt au taux proportionnel de 18 % (article 244 bis B du CGI) sous réserve de l'application de dispositions plus favorables résultant d'une convention visant à éviter les doubles impositions.

III.5.1.4 Autres titulaires d'actions

Les titulaires d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui apportent leurs actions Network Related Services à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières s'effectuent dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations, ou les autres sociétés à l'actif du bilan desquelles figurent des actions Network Related Services, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

III.6 Régime fiscal du Retrait Obligatoire

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

IV. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NETWORK RELATED SERVICES, SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE

Le Conseil d'administration de la société Network Related Services s'est réuni le 27 mai 2010 sous la présidence de M. Laurent Barbé, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initié par France Télécom et de rendre un avis motivé sur les conséquences que présentent l'offre pour la société Network Related Services, ses salariés et ses actionnaires. Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés.

Après avoir entendu l'exposé de son Président et après avoir pris connaissance du projet de note d'information, des conditions et modalités de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, du projet des informations complémentaires concernant la Société devant faire l'objet d'une publication dans le cadre de l'Offre ainsi que du rapport de l'expert indépendant, la société Accuracy représentée par M. Bruno Husson et M. Henri Philippe, en date du 26 mai 2010, qui a estimé que le Prix d'Offre de 18 euros est équitable pour les actionnaires minoritaires de NRS dans le cadre de l'Offre dans la perspective du Retrait Obligatoire envisagé et dont le contenu intégral est reproduit en section VI, le Conseil d'administration a rendu l'avis motivé suivant :

"Au vu de ce qui précède, le Conseil, après délibération, prend à l'unanimité les décisions suivantes :

- *Décide que le projet d'Offre est conforme tant aux intérêts propres de Network Related Services qu'à ceux de ses actionnaires et salariés ;*
- *Approuve l'Offre qui sera initiée par France Télécom ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe et des informations complémentaires sur la Société, et décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé que ces actions seront en toute hypothèse transférées à France Télécom dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 18 euros par action Network Related Services ;*
- *Donne tous pouvoirs au Directeur Général et à Monsieur Pierre Raguideau, Directeur Administratif et Financier de la Société, pour procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information conjointe et les informations complémentaires sur la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'Autorité des Marchés Financiers ;et*
- *Invite le Directeur Général et Monsieur Pierre Raguideau, Directeur Administratif et Financier de la Société, à apporter leur concours au dépôt de l'Offre et à effectuer les démarches nécessaires à son bon déroulement".*

Le Conseil d'administration a par ailleurs pris acte de ce que les actions Network Related Services seront radiées de l'Eurolist (compartiment C) d'Euronext Paris SA, le jour de bourse suivant la clôture de l'offre publique de retrait.

V. ELEMENTS D'APPRECIATION PAR LA BANQUE PRESENTATRICE DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ci-après ont été préparés par Lazard, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de France Télécom et constituent la synthèse du rapport d'évaluation préparé par Lazard pour le compte de l'Initiateur sur la base d'informations communiquées à Lazard par France Telecom et NRS. Ces informations n'ont pas fait l'objet de vérification indépendante de la part de Lazard.

Le prix proposé par France Telecom dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre du Retrait Obligatoire est de 18 euros par action Network Related Services (le « Prix d'Offre »).

La valorisation de la société a été réalisée en date du 24 mai 2010, et repose notamment sur les comptes consolidés de NRS au 31 décembre.

Par ailleurs, les éléments de valorisation présentés dans ce document intègrent les conditions financières et économiques de marchés prévalant au 19 mai 2010 et ne préjugent pas des

ajustements nécessaires si ces conditions, notamment de marchés boursiers et de taux d'intérêt, venaient à se modifier.

V.1 Méthodologie

La valorisation de NRS a été menée sur la base d'une approche multicritères reposant sur des méthodes d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée.

V.1.1 Critères écartés

Les méthodes d'évaluations suivantes ont été jugées non pertinentes dans le cadre de l'analyse multicritères en vue de l'appréciation du prix de l'Offre.

➤ *Méthode de l'Actif Net Comptable (« ANC ») et de l'Actif Net Réévalué (« ANR »)*

Les méthodes patrimoniales sont en général peu appropriées pour l'évaluation d'une société industrielle ou commerciale dont l'acquéreur envisage de poursuivre l'exploitation. Les mesures de l'ANC et de l'ANR apparaissent donc d'une pertinence limitée pour l'appréciation du prix de l'Offre. A titre indicatif, l'Actif Net Comptable consolidé de NRS, tel qu'il ressort du bilan au 31 décembre 2009, s'élève à 29,9 millions d'euros, soit 5,5 euros par action¹.

➤ *Méthode de l'Actualisation des Flux de Dividendes (« DDM »)*

La méthode d'actualisation des flux de dividendes consiste à estimer la valeur des fonds propres de la société évaluée en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par tous les actionnaires. Toutefois, cette approche demeure intrinsèquement liée au niveau du taux de distribution, qui peut être arbitrairement fixé par la direction de la société, et être ainsi totalement décorrélé de la capacité propre de la société à engendrer des flux de trésorerie pour l'actionnaire. Par ailleurs, NRS n'a pas d'historique de distribution de dividendes.

Cette méthode n'a en conséquence pas été retenue.

V.1.2 Critère retenu à titre indicatif

La méthode suivante n'a été retenue qu'à titre indicatif.

➤ *Méthode du cours de bourse*

NRS est une société cotée sur le marché réglementé Eurolist (Compartiment C) d'Euronext depuis le 16 juin 1998. Néanmoins, en raison de la faible part du flottant, les titres NRS sont peu liquides au regard des faibles volumes échangés, suite au rachat de la plupart des titres NRS par France Telecom et de l'absence de couverture par les analystes depuis la clôture de la garantie de cours en 2007. La méthode du cours de bourse n'est donc retenue qu'à titre illustratif.

V.1.3 Critères retenus

Seules les méthodes suivantes ont été retenues pour la détermination du prix de l'Offre :

- *Méthode des comparables boursiers ;*
- *Méthode des transactions comparables ; et*
- *Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (« DCF »).*

V.2 Éléments intervenants dans les travaux de valorisation

V.2.1 Nombre d'actions utilisé pour déterminer la valeur par action

Le capital de NRS se compose au 31 décembre 2009 de 5.470.827 actions.

¹ Sur la base de 5.471.849 actions

Les plans de souscriptions d'actions « dans la monnaie » par rapport au prix de l'Offre représentent par ailleurs une création potentielle de 1.022 actions supplémentaires pouvant être apportées à l'Offre (par application de la « Treasury Method » consistant à racheter des titres au prix de l'offre via la trésorerie générée par la conversion des instruments dilutifs par leurs détenteurs puis à les annuler).

Ainsi, le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation du prix de l'Offre est de 5.471.849.

V.3 Sources des informations utilisées

La valorisation de NRS a été menée à partir des sources d'informations suivantes :

- les Documents de Référence 2008 et 2009 et les comptes semestriels clos au 30 juin 2009 de NRS ;
- le plan d'affaires de la Société sur la période 2010-2017 ; et
- des sessions de questions/réponses avec le management de la Société.

V.3.1 Endettement Financier Net (« EFN ») et autres ajustements appliqués à la valeur d'entreprise

L'Endettement Financier Net (« EFN ») utilisé dans la valorisation de NRS est calculé sur la base des comptes consolidés de NRS au 31 décembre 2009.

L'ensemble des ajustements réalisés afin de déterminer la valeur des capitaux propres de NRS à partir de sa valeur d'entreprise au 30 juin 2010 s'élèvent à 44,5 millions d'euros.

En millions d'euros	31/12/2009	30/06/2010
Endettement financier net publié	(3,8)	
Provisions pour restructuration et pertes à terminaison et garanties	0,6	
Trésorerie générée au premier semestre 2010 (estimée)	-	(3,7)
Endettement financier net ajusté au 30/06/2010	-	(7,0)
Titres Super Subordonnés à Durée Indéterminée	50,0	
Autres ajustements ⁽¹⁾	1,5	
Ajustements appliqués à la valeur d'entreprise		44,5

(1) Correspondent à la valeur des intérêts minoritaires relatifs à Téléfact et de la valeur de la participation de 34% détenue dans CNTP

V.3.1.1 Ajustements de l'EFN de NRS au 30/06/2010

A fin 2009, NRS affiche une position de trésorerie nette de 3,3 millions d'euros avant prise en compte des TSSDI. Il est estimé que NRS générera 3,7 millions d'euros de trésorerie au premier semestre 2010 amenant la position de trésorerie nette à 7,0 millions d'euros.

V.3.1.2 Ajustements relatifs aux intérêts minoritaires et aux participations dans des sociétés mises en équivalence

La quote-part des minoritaires à hauteur de 30,5% dans Téléfact ainsi que la valeur de la participation de 33,99% dans CNTP Extélia constituent des ajustements supplémentaires à la valeur d'entreprise afin de déterminer la valeur des capitaux propres de NRS.

Téléfact et CNTP Extélia ont été valorisés par actualisation des flux de trésorerie (« DCF ») sur la base des plans d'affaires respectifs fournis par NRS en tenant compte des hypothèses suivantes :

- Valorisation effectuée à fin juin 2010
- WACC de 8,8% et taux de croissance à l'infini de 1,5%

La valeur des capitaux propres de CNTP Extélia est obtenue par ajustement de la valeur d'entreprise de la trésorerie nette à fin juin 2010. Cette dernière étant estimée en ajoutant à la dette nette au 31/12/2009 la moitié des cash flows attendus en 2010, la portant à 0,2 millions d'euros.

De la même façon, la valeur des capitaux propres de Téléfact est déduite en ajustant la valeur d'entreprise de la position de trésorerie nette au 30 juin 2010 estimée à 4,0 millions d'euros par la Société.

V.3.1.3 TSSDI

L'entrée dans le périmètre de la Société, au 1er juin 2009, des sociétés Expertel, CVF, Setib et Telefact, précédemment filiales de France Télécom a été financée sans recours au marché au moyen de l'émission de Titres Super Subordonnés à Durée Indéterminée (« **TSSDI** ») pour un montant de 50 millions d'euros entièrement souscrits par France Télécom.

Les TSSDI sont des titres obligataires à durée indéterminée dont le remboursement est subordonné au remboursement de toutes les autres dettes y compris les titres participatifs.

Au regard de la norme comptable IAS32, les TSSDI sont considérés comme un instrument de capitaux propres du point de vue de l'émetteur.

Les TSSDI sont retranchés de la valeur d'entreprise de NRS afin de déterminer la valeur des capitaux propres.

V.4 Appréciation de l'offre au regard des différents éléments d'appréciation retenus

V.4.1 Méthode des comparables boursiers

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 domaine d'activité, de perspectives de croissance et de taille.

L'échantillon retenu pour NRS est composé de sociétés françaises cotées actives dans le segment des sociétés de services en ingénierie informatique (SSII) : Assystem, Atos Origin, Capgemini, Devoteam, GFI Informatique, Groupe Open, Solucom, Sopra Group, Steria.

Cet échantillon a l'avantage de comprendre des sociétés :

- *Qui ont pour la plupart une taille comparable ou légèrement supérieure à celle de NRS ;*
- *Qui exercent le même type d'activité (prestations de services informatiques) ; et*
- *Dont le chiffre d'affaires est réalisé de manière prépondérante en France. Les effets liés à d'éventuels décalages de cycle/conjoncture sont donc atténués.*

Les sociétés Capgemini et Atos Origin, bien que de taille supérieure à celle de NRS, ont été retenues dans l'échantillon de comparables du fait de leur positionnement en concurrence directe avec NRS sur de nombreux segments de son activité.

Il convient de noter que l'échantillon inclut des SSII qui opèrent sur des segments parfois différents avec des offres de produits et services recouvrant des champs différents, se traduisant par des niveaux de marge d'exploitation différents. Les multiples considérés comme les plus pertinents permettant de mesurer la performance opérationnelle sont par conséquent les multiples d'EBIT («Earnings Before Interests and Taxes» ou résultat d'exploitation). En particulier, le multiple d'EBIT 2010E a été choisi pour la valorisation.

Echantillon retenu	Cap. boursière ⁽¹⁾ (m€)	Valeur d'entreprise ⁽²⁾ (m€)	VE/EBIT ⁽³⁾
Assystem	232	234	7,3x
Atos Origin	2 629	2 779	8,5x
Capgemini	5 841	4 556	8,8x
Devoteam	215	184	6,6x
GFI Informatique	156	267	7,6x
Groupe Open	68	66	5,1x
Solucom	76	81	8,3x
Sopra Group	660	798	8,7x
Steria	678	864	7,2x
Moyenne échantillon			7,6x
Médiane échantillon			7,6x
Min échantillon (médiane - 1,0x)			6,6x
Max échantillon (médiane + 1,0x)			8,6x
Valorisation de NRS			
Valeur d'entreprise NRS (médiane - m€)			102,4
Valeur d'entreprise NRS (min - m€)			88,9
Valeur d'entreprise NRS (max - m€)			115,8
Dettes nettes/(trésorerie) estimée au 30/06/2010			44,5
Valeur des fonds propres NRS (médiane - m€)			57,9
Valeur des fonds propres NRS (min - m€)			44,5
Valeur des fonds propres NRS (max - m€)			71,3
Prix par action (médiane - €)			10,6
Prix par action (min - €)			8,1
Prix par action (max - €)			13,0

Notes : (1) Moyenne 1 mois au 19-05-2010 (source : Datastream)

(2) Passage de la valeur des capitaux propres à la valeur d'entreprise sur la base d'une position de dette nette au 31 décembre 2009 (sauf pour Solucom au 30/09/2009) retraitée des sociétés mises en équivalence, des intérêts minoritaires, et des IDR (source : rapports annuels, comptes semestriels et Bloomberg)

(3) Multiples calculés sur la base d'EBIT 2010 issus de consensus de brokers

La valeur d'entreprise considérée dans l'approche multicritères pour la méthode des comparables boursiers est comprise entre 88,9 et 115,8 millions d'euros (sur la base d'agrégats 2010). Après déduction de la dette nette estimée au 30 juin 2010 et des ajustements de 44,5 millions d'euros, la valeur des capitaux propres considérée est comprise entre 44,5 et 71,3 millions d'euros.

La fourchette de valeurs qui ressort de l'application du minimum et du maximum des multiples d'EBIT 2010E des sociétés comparables est de 8,1 euros à 13,0 euros par action, avec un prix par action médian de 10,6 euros. A 18 euros par action, le prix offert se situe donc au dessus de la fourchette induite par la méthode des multiples comparables. Le prix offert inclut donc une prime substantielle entre 38,2% et 121,6% par rapport à la fourchette de prix induits par les multiples d'EBIT 2010E.

V.4.2 Méthode des 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. L'Offre n'est pas une offre publique visant à prendre le

contrôle de la Société, l'Initiateur détenant déjà plus de 95% des actions et droits de vote. Lazard a donc retenu des transactions comparables visant un bloc minoritaire du capital.

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.

Le multiple d'EBIT est considéré comme étant le plus pertinent pour valoriser les entreprises du secteur. En particulier, un multiple NTM (soit « Next Twelve Months », 12 mois à partir de l'annonce) est retenu en l'espèce afin de mieux prendre en compte la croissance attendue des activités.

Un échantillon de transactions minoritaires récentes (2008-2009), dont l'activité de la cible est comparable à celle de NRS dans le secteur des SSII en Europe a été constitué :

- L'acquisition d'une part minoritaire de Valtech par Siegco (décembre 2009) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de Vision IT par un groupe d'investisseurs belges (novembre 2009) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de Indra Sistemas par Corporación Financiera Alba (juillet 2009) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de TietoEnator par Swedbank Robur (mars 2009) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de Teamlog par Groupe Open (décembre 2008) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de Indra Sistemas par Caja Madrid (novembre 2008) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de TietoEnator par JPMorgan Chase (août 2008) ;
- L'acquisition d'une part minoritaire de Alti par Financière Alti (août 2008) ; et
- L'acquisition d'une part minoritaire de Atos Origin par PAI Partners (juin 2008).

VE⁽¹⁾/EBIT NTM

Moyenne échantillon	9,2x
Médiane échantillon	9,5x
Min (médiane - 1,0x) échantillon	8,5x
Max (médiane + 1,0x) échantillon	10,5x
Projection d'EBIT 2010 pour NRS (m€)	13,4
Prix par action (médiane - €)	15,4
Prix par action (min - €)	12,9
Prix par action (max - €)	17,9

Note : (1) Valeur d'Entreprise

La fourchette de valeurs qui ressort de l'application du minimum et du maximum des multiples d'EBIT de transactions comparables est de 12,9 euros à 17,9 euros par action, avec un prix par action médian de 15,4 euros. A 18 euros par action, le prix de transaction offre donc une prime allant de 0,8% et 39,3% par rapport à la fourchette induite par la méthode des transactions comparables.

V.4.3 Méthode DCF

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie.

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

La valeur d'entreprise est calculée par actualisation au 30 juin 2010 des flux de trésorerie futurs au coût moyen pondéré du capital ; elle comprend la valeur actualisée des flux sur l'horizon explicite (2010-2017), ainsi qu'une valeur terminale correspondant à l'actualisation des flux au-delà de cet

horizon. Dans le cas présent, la valeur terminale compte pour 62,3% de la valeur d'entreprise obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie (pour un coût moyen pondéré du capital de 8,8% et un taux de croissance à l'infini de 1,5%).

La valeur des flux au-delà de l'horizon du plan (2017) est 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. La fourchette du taux de croissance à l'infini (« TCI ») qui a été retenue est de 1,0% à 2,0%.

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») retenu pour l'actualisation des flux de trésorerie de NRS est de 8,8% en valeur centrale. Les éléments intervenant dans le calcul sont les suivants :

- Un taux sans risque de 3,36% (OAT 10 ans, moyenne 3 mois au 19 mai 2010) (source : Datastream);
- Une prime de risque de 5,00% (Hypothèse Lazard) ;
- Et une médiane au 19 mai 2010 des bêtas non-endettés de l'échantillon des entreprises comparables de 1,11 (source : Datastream). L'échantillon utilisé pour ce calcul est celui utilisé pour la méthode des comparables boursiers et il comprend les sociétés suivantes : Assystem, Atos Origin, Capgemini, Devoteam, GFI Informatique, Groupe Open, Solucom, Sopra Group et Steria. Les capitalisations boursières sont calculées sur la base de la moyenne 3 mois des cours de bourse de chacune des entreprises (source : Datastream) et incluent les intérêts minoritaires. Les dettes nettes sont calculées au 31 décembre 2009 (sauf pour Solucom au 30/09/2009) et retraitées des IDR et des sociétés mises en équivalence (source : rapports annuels, comptes semestriels et Bloomberg).

Les travaux ont été réalisés sur la base d'un plan d'affaires couvrant la période 2009-2017 (année fiscale à fin décembre) élaboré par les opérationnels de NRS et de France Telecom. Ces prévisions ont été confrontées aux données de marché, aux tendances prévisionnelles attendues par l'ensemble des acteurs du secteur et aux récents événements intervenus sur les marchés financiers.

A l'horizon des projections du plan d'affaires, les experts de France Telecom envisagent :

- Une amélioration progressive de la marge opérationnelle convergeant vers un niveau généralement attendu pour le secteur ;
- Un niveau d'investissement en ligne avec celui observé historiquement ; et
- Un besoin en fonds de roulement en ligne avec la croissance projetée de l'activité et tenant compte des améliorations opérationnelles en cours de mise en œuvre.

La valeur des capitaux propres est déduite de la valeur d'entreprise ainsi calculée après soustraction de l'endettement financier net de NRS estimé par France Télécom au 30 juin 2010 et des ajustements.

Le tableau suivant montre la sensibilité de la valeur des capitaux propres et du prix par action de NRS au CMPC et au TCI.

	Valeur d'entreprise de NRS (en millions d'euros) TCI		
PC	1,0%	1,5%	2,0%
8,3%	144,3	151,4	159,6
8,8%	134,9	140,9	147,8
9,3%	126,7	131,8	137,7

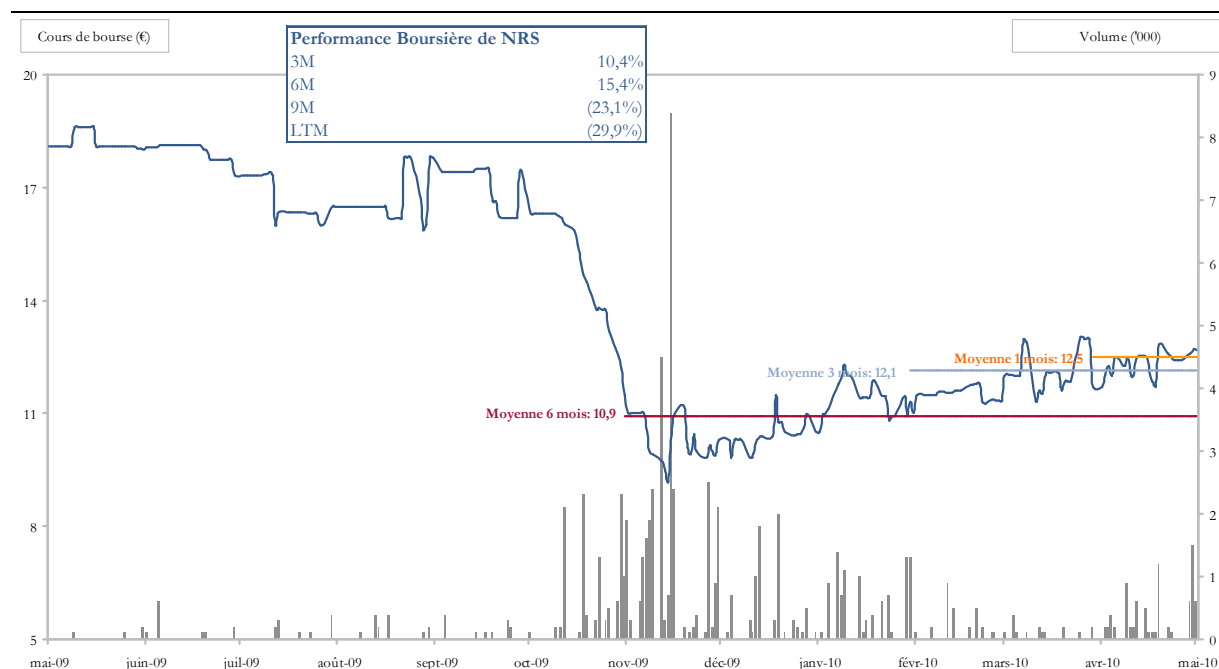
	Valeur par action NRS (en euros) TCI		
CMPC	1,0%	1,5%	2,0%
8,3%	18,2	19,5	21,0
8,8%	16,5	17,6	18,9
9,3%	15,0	16,0	17,0

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur des capitaux propres comprise entre 82,2 et 115,1 millions d'euros, soit un prix par action de 15,0 à 21,0 euros – en tenant compte d'une fourchette du CMPC de 8,3% à 9,3% et du taux de croissance à l'infini de 1,0% à 2,0% – et une valeur centrale par action de 17,6 euros. Le Prix d'Offre de 18 euros par action offre une prime de 2,1% par rapport à la valeur centrale par action de 17,6 euros par action et de (14,4%) à 19,8% par rapport à la fourchette induite par la DCF.

V.5 Critère retenu à titre indicatif

V.5.1 La référence au cours de bourse

EVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE NRS



Notes : - Moyennes pondérées par les volumes échangés, au 19 mai 2010

Source : Datastream

	Volumes moyens quotidiens	Prix par action (en euros)				Primes à 18 euros	
		Minimum	Maximum	Moyenne arithmétique	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Sur moyenne arithmétique	Sur moyenne pondérée
Clôture au 19-05-2010							
Sur 1 semaine	0,68	12,4	12,7	12,5	12,7	43,6%	42,0%
Sur 1 mois	0,39	11,7	12,8	12,3	12,5	46,3%	44,0%
Sur 3 mois	0,29	11,3	13,1	12,0	12,1	49,8%	48,2%
Sur 6 mois	0,64	9,2	13,1	11,4	10,9	58,5%	64,9%
Sur 12 mois	0,49	9,2	18,6	14,1	11,7	27,2%	53,3%

Notes : (1) Moyenne pondérée par les volumes échangés, au 19 mai 2010

Source : Datastream

Le Prix de l'Offre de 18 euros fait ressortir une prime de 44,0% par rapport la moyenne pondérée des cours du dernier mois de cotation de NRS.

V.6 Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre

Le tableau ci-dessous récapitule les résultats obtenus par l'analyse multicritères et présente les primes extériorisées par les méthodes utilisées.

	Prix par action (en euros)			Primes à 18 euros par action		
	Min.	Moyenne	Max.	Min.	Moyenne	Max.
Critères retenus à titre indicatif						
Cours de bourse sur 1 mois ⁽¹⁾	11,7	12,3	12,8	53,6%	46,3%	40,2%
Cours de bourse sur 3 mois ⁽¹⁾	11,3	12,0	13,1	59,6%	49,8%	37,9%
Cours de bourse sur 6 mois ⁽¹⁾	9,2	11,4	13,1	95,4%	58,5%	37,9%
Critères retenus						
DCF	15,0	17,6 ⁽²⁾	21,0	19,8%	2,1%	(14,4%)
Comparables boursiers (multiples d'EBIT 2010)	8,1	10,6	13,0	121,6%	70,2%	38,2%
Transactions comparables (multiples d'EBIT 2010 NTM ⁽³⁾)	12,9	15,4	17,9	39,3%	17,0%	0,8%

Notes : (1) Moyenne pondérée par les volumes échangés, au 19 mai 2010

(2) Valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux

(3) "Next Twelve Months", 12 mois à partir de l'annonce

Le Prix de l'Offre de 18 euros fait ressortir une prime allant de 46,3% à 58,5% par rapport à la moyenne pondérée des cours de bourse sur 1 mois, 3 mois et 6 mois précédant le 19 mai 2010 respectivement.

Le Prix de l'Offre de 18 euros fait aussi ressortir une prime de 2,1% par rapport au point central de la DCF, de 70,1% par rapport à la moyenne de la fourchette de valeurs induite par les comparables boursiers et de 17,0% par rapport à la moyenne de la fourchette de valeurs induite par les transactions comparables.

VI. ATTESTATION D'EQUITE DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le texte du rapport d'Accuracy, expert indépendant, est reproduit intégralement ci-dessous :

NRS (« la Société »), société cotée à la bourse de NYSE Euronext Paris (compartiment C), est aujourd'hui détenue à hauteur de 96,31% par France Télécom (« l'Initiateur »). Cette structure d'actionnariat est la conséquence de l'acquisition, par France Télécom, en décembre 2006, d'un bloc de contrôle de la Société (alors dénommée Silicomp), ainsi que de l'offre publique obligatoire sur les actions et les bons souscription d'actions (BSA) de la Société qui en avait résulté en février 2007.

France Télécom souhaite à présent initier sur les actions de la Société une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Offre », « l'Opération »). Conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéa I) du règlement général de l'AMF, en raison de la nature de l'offre (retrait obligatoire) et des conflits d'intérêts potentiels générés par l'Offre, la Société nous a sollicités afin qu'Accuracy intervienne en qualité d'expert indépendant pour délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix d'indemnisation (« le Prix d'offre ») envisagé par France Télécom pour le retrait obligatoire.

Le présent rapport d'expertise est une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006.

Il est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société Accuracy, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi

qu'une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. Après une description des principales caractéristiques du portefeuille d'activités de la Société et une analyse du statut boursier du titre NRS depuis le dénouement début 2007 de l'offre publique obligatoire initiée par France Télécom, la deuxième partie rappelle les caractéristiques et les objectifs de l'Opération afin de préciser la façon d'appréhender le caractère équitable du Prix d'offre et définir la démarche d'évaluation la plus appropriée. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par Accuracy pour estimer la valeur des actions de la Société, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur les travaux d'évaluation réalisés par Lazard Frères, banque présentatrice de l'Offre (« la Banque »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix d'offre envisagé par l'Initiateur dans le cadre de l'Opération.

VI.1 Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

VI.1.1 Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe Aon, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée à Paris, Madrid, Amsterdam, Milan, Francfort et Bruxelles, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyse de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 130 consultants (dont 80 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2008				
Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Conseil
avr.-10	Etam Développement	société	OPRA	Rothschild & Cie
nov.-09	Atari	société	Emission d'actions et d'ORANE	Natixis
mai-09	Cap Gemini	société	Emission de BSAAR	Europe Offering
déc.-08	Overlaap Group	société	Emission de BSAAR	Société Générale, Oddo & Cie
déc.-08	Infogrames	société	OPE sur ORANE et BSA	Natixis
juin-08	Hyparlo	Carrefour	OPA	Calyon CIB
juin-08	STEF TFE	société	Emission de BSAAR	Oddo & Cie
avr.-08	Geodis	SNCF	OPA	Deutsche Bank, Lazard Frères

VI.1.2 Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson et Henri Philippe, tous deux Associés d'Accuracy.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé de HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.
- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 10 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également chargé de cours à HEC et à l'Université de Paris-Dauphine.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre :

- deux consultants juniors, diplômés d'HEC et de l'ESSEC, disposant respectivement d'une expérience de 3 ans et de 1 ans dans le domaine du conseil financier ;
- un troisième associé de la société, diplômé d'HEC et du DECF, non impliqué directement dans la mission, avec pour seule responsabilité d'assurer le contrôle qualité du présent rapport.

VI.1.3 Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), Accuracy atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

VI.1.4 Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Accuracy au titre de la présente mission s'élève à 45 000 € hors taxes.

VI.1.5 Diligences effectuées

VI.1.5.1 Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la structure d'actionnariat de la Société, de la performance boursière historique et de la liquidité du titre, et du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse de la note d'opération élaborée par l'Initiateur et sa banque conseil ;
- analyse financière des comptes historiques de la Société ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur les différents segments d'activité de la Société ;
- entretiens avec des responsables de la Société (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, etc.) ;
- entretiens avec des représentants de la Banque conseil ;
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par Lazard Frères dans le cadre de l'Opération ;
- évaluation de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash Flows) et de la méthode des comparaisons boursières ;
- dans le cadre de la méthode DCF, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale et à la détermination du taux d'actualisation ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
- obtention d'une lettre d'affirmation de la Société ;
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au règlement de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

VI.1.5.2 Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandaté formellement par la Société le 3 mai 2010. Notre mission s'est déroulée du 4 mai 2010 au 26 mai 2010.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le directeur financier de la Société, des représentants des services financiers de France Télécom impliqués dans l'Opération et des représentants de Lazard Frères.

VI.1.5.3 Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Pierre Raguideau, Directeur Financier, NRS ;
- Olivier Froissart, Directeur Adjoint, Direction des Fusions Acquisitions, France Télécom ;
- Yohann Gbahoue, Chef de projet, Direction des Fusions Acquisitions, France Télécom ;
- Damien Musset, Associate, Direction des Financements Groupe et Internationaux & des Opérations sur Actions, France Télécom ;
- Xavier Atieh, Gérant, Lazard Frères.

VI.1.5.4 Informations utilisées

Outre les informations disponibles publiquement, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2009 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- contrat de souscription et de prise ferme des TSSDI signé entre NRS et France Télécom en date du 2 juin 2009 ;
- budget 2010 établi par le management de la Société ;
- plan d'affaires 2011-2013 et extrapolation de ce plan sur la période 2014-2017 élaborés par le management de la Société ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières Bloomberg, Reuters, Mergermarket et Zephyr : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées) ;
- rapport d'évaluation élaboré par Lazard Frères.

VI.1.5.5 Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

VI.2 Contexte et objectifs de l'Opération

VI.2.1 Présentation de la Société

VI.2.1.1 Un portefeuille d'activités diversifié

NRS est un groupe qui développe des activités de conseil et de fourniture de solutions technologiques innovantes dans les domaines logiciel, réseau, sécurité, qualité, relation-client, convergence IT, monétique et cartes à puces. Ce vaste portefeuille d'activités est le fruit du regroupement des activités de Silicomp avec celles d'autres sociétés également détenues par France Télécom (CVF, Expertel Consulting, Dynetcom, Setib et Telefact) et cédées à la Société postérieurement à la prise de contrôle de décembre 2006. Ces opérations sont à l'origine du changement de taille de la Société dont le chiffre d'affaires consolidé est passé de 124 M€ en 2006 à 338,6 M€ en 2009 (donnée pro forma).

Les activités de NRS peuvent aujourd'hui être regroupées en cinq pôles distincts :

- Technologie de l'information (32% du CA 2009 pro forma) : il s'agit de l'un des métiers historiques de Silicomp. La Société dispose d'une expertise au carrefour des systèmes d'information et des télécommunications dans le domaine des technologies embarquées (en particulier dans le domaine des transports).
- Lab (7%) : la Société dispose également d'un savoir-faire dans la certification des cartes à puce (audit, qualification, etc.).
- Intégration et Réseau (40%) : NRS développe des activités d'intégrateur télécom (conception, conseil, exploitation et mise en œuvre). Dans le cadre de cette activité, la Société propose une solution complète en fournissant les systèmes, la prestation de services et la conception du projet d'infrastructure.
- Multimedia Customer Contact - MMC (18%) : ce pôle regroupe l'ensemble des activités dédiées à la relation client. Ce métier comprend des solutions de contact client (portails vocaux par exemple), des solutions de commerce électronique (paiement Internet par exemple) et des solutions d'infrastructure de centres d'appel téléphonique.
- Conseil (4%) : ce dernier pôle recouvre des prestations de conseil au carrefour des technologies innovantes, des télécommunications et des systèmes d'information.

Au total, NRS est présent dans 9 pays, emploie 2 151 salariés (essentiellement en France), et regroupe 20 sociétés différentes. En termes de performance opérationnelle, malgré la crise récente, le chiffre d'affaires de la société a encore progressé en 2009 pour dépasser 300 millions d'euros, notamment en raison de l'intégration de nouvelles activités dans son périmètre. En revanche, la marge opérationnelle (EBIT rapporté au chiffre d'affaires) dégagée par l'activité reste inférieure à 5% (4,6% en 2009).

VI.2.1.2 Une rentabilité des capitaux engagés impactée par les goodwill issus de la croissance externe

La rentabilité des capitaux employés (ROCE pour Return On Capital Employed) attendue par la Société en 2010 est de l'ordre de 25% en excluant le goodwill généré par la croissance externe. Tout au long du plan d'affaires, le ROCE progresse encore nettement jusqu'à atteindre plus de 30% (hors goodwill) au terme de la période de prévisions. Cette performance est liée au fait que l'activité de la société est, à première vue, peu consommatrice de capitaux : il n'y a pas ou peu d'immobilisations corporelles et le besoin en fonds de roulement est relativement faible (environ 20 jours de chiffres d'affaires en 2009).

A cet égard, la Société peut donc être considérée comme une valeur de croissance : la valeur de la Société est particulièrement sensible au rythme de sa croissance (endogène) en raison de la rentabilité particulièrement élevée des capitaux engagés dans l'exploitation courante. Autrement dit, la rentabilité attendue de l'investissement requis par un point de croissance endogène additionnel est telle que toute révision en hausse ou en baisse des anticipations de croissance a un impact significatif sur la valeur de la Société.

Cette première analyse ne doit cependant pas masquer le fait que dans ce secteur d'activités qui repose assez largement sur la qualité des ressources humaines, l'apprentissage de nouvelles compétences et l'entrée sur de nouveaux marchés se réalisent bien souvent grâce à l'acquisition de

jeunes sociétés innovantes. De tels investissements peuvent donc être considérés comme indispensables pour assurer une croissance soutenue sur le moyen terme. De ce fait, une modélisation rigoureuse du développement futur de la Société exige a priori de prendre en compte deux types d'investissements : (i) le prix payé pour l'acquisition de sociétés qui représente l'investissement lié à la croissance externe, (ii) l'augmentation du besoin en fonds de roulement qui représente le coût lié à la croissance interne. Or, autant ce deuxième coût est simple à modéliser via la détermination d'un besoin en fonds de roulement normatif, autant l'existence éventuelle et le coût de la croissance externe s'avèrent particulièrement délicats à intégrer dans un modèle de prévisions.

Dès lors, afin de comprendre l'évolution future de la rentabilité de la Société, il nous semble plus pertinent d'analyser la rentabilité de l'ensemble des capitaux employés

(i.e. en incluant le goodwill dans le calcul du ratio) afin de mesurer la performance de l'activité en tenant compte du coût de la croissance externe passée. Sur cette base, la rentabilité des capitaux employés avoisine 9% en 2010, soit un niveau tout juste égal au coût du capital (cf. infra). Cette rentabilité progresse tout au long de la période de prévision sous l'effet conjugué d'une amélioration de la marge opérationnelle (conséquence de l'effet de levier opérationnel positif induit par une croissance de l'activité d'environ 3,5% par an en moyenne) et de la rotation des capitaux employés (conséquence de la baisse du poids relatif des goodwill en l'absence de nouvelles acquisitions). Le niveau atteint au terme de cette période, soit un peu moins de 13%, extériorise une rente économique de l'ordre de 4% (écart entre la rentabilité et le coût des capitaux engagés). Dans le cadre de l'évaluation de la Société, il conviendra de s'interroger sur la pérennité de cette rente sur le long terme.

VI.2.2 Vie boursière de la Société

VI.2.2.1 Un flottant extrêmement réduit entraîne l'absence de liquidité et de suivi par les analystes financiers

La Société est cotée sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris. Avant d'analyser l'évolution du cours de bourse depuis l'issue de la garantie de cours initiée par France Télécom en février 2007, il convient de souligner l'absence de liquidité du marché du titre, comme attesté par les données du tableau ci-dessous.

Liquidité du titre NRS					
	Volume d'échanges quotidien moyen (nombre de titres)	Volume cumulé			
		nombre de titres	en % du capital	en % du flottant	en m€
20/05/2010	44	44	0,0 %	0,0 %	0,0
dernier mois	357	7 854	0,1 %	3,9 %	0,1
3 derniers mois	261	12 270	0,2 %	6,1 %	0,2
6 derniers mois	606	60 588	1,1 %	30,0 %	0,7
12 derniers mois	484	79 831	1,5 %	39,5 %	0,9

Source : Bloomberg

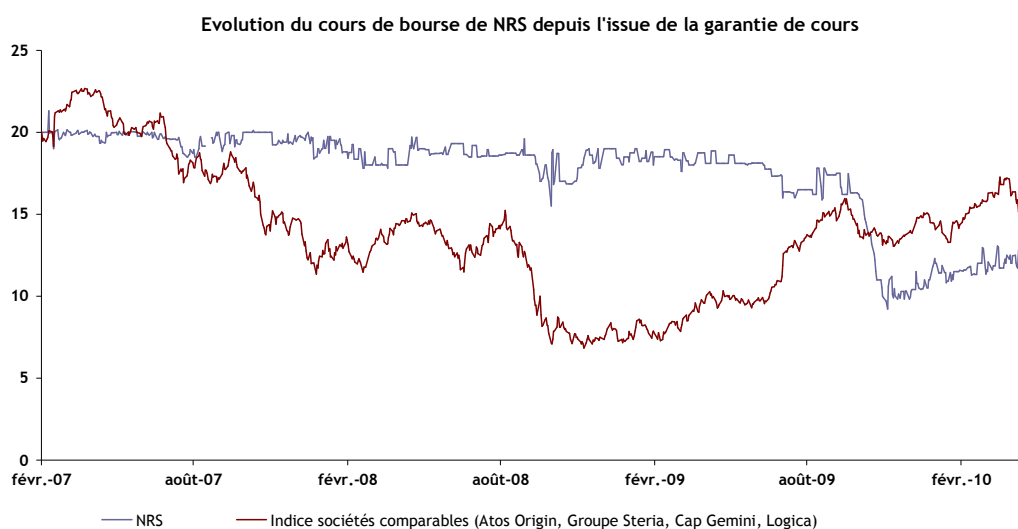
Avec moins de cinq cents titres échangés quotidiennement au cours des douze derniers mois (soit moins de 100 000 € en capitaux), le titre NRS est définitivement sans intérêt pour les gérants de fonds intéressés par les valeurs petites et moyennes et a fortiori pour les analystes spécialisés sur ce segment de la cote.

VI.2.2.2 Un cours de bourse en constante régression depuis la fin de l'offre obligatoire initiée par France Télécom

Depuis le 27 février 2007, date du dénouement de l'offre publique obligatoire initiée par France Télécom à la suite de l'acquisition du contrôle de la Société auprès de ses fondateurs, l'évolution du cours de bourse de NRS a connu deux grandes périodes.

- Sur la première période, comprise entre février 2007 et fin décembre 2007, le cours de bourse de la Société est resté stable entre 19 € et 20 €, en raison du soutien apporté par les achats réalisés par France Télécom sur la base d'un cours maximum de 20 €.

- Dans une deuxième période, de janvier 2008 à fin octobre 2009, le soutien apporté par les achats de France Télécom ayant disparu, le cours de bourse de la Société a décliné progressivement, passant de 20 € à 16 €.
- Enfin, dans une troisième et dernière période, qui s'étale de fin octobre 2009 au 20 mai 2010, le cours de l'action enregistre d'abord au cours des mois de novembre et décembre 2009 une baisse significative de l'ordre de 40%, avant de se stabiliser entre 10 € et 12 €. Nous ignorons les causes précises de cette baisse.
- Au total, comme attesté par le graphique ci-après qui retrace sur la période précisée l'évolution du cours de bourse de NRS et celle d'un indice équi pondéré constitué par les quatre sociétés (Atos Origin, Cap Gemini, Groupe Steria et Logica) retenues dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières (cf. infra), le cours de bourse de NRS semble évoluer de façon relativement autonome sans liaison apparente avec les mouvements qui affectent les sociétés du secteur.



Source : Bloomberg

VI.2.3 Objectifs et caractère équitable de l'Opération

L'objectif de la présente opération est de procéder au retrait obligatoire de tous les titres détenus par les actionnaires minoritaires résiduels de la Société. Dans ce contexte spécifique, le caractère équitable du prix d'indemnisation de 18 € proposé à ces actionnaires doit être apprécié au regard des trois conditions suivantes :

- (i) Le prix d'indemnisation doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par France Télécom à des actionnaires minoritaires de la société pour l'acquisition de titres NRS au cours des douze derniers mois.
- (ii) Le prix d'indemnisation proposé doit intégrer la valeur des actifs et des perspectives de développement de la Société dans le cadre de la poursuite de la stratégie engagée par l'actionnaire contrôlant actuel (France Télécom).
- (iii) Le prix d'indemnisation doit également intégrer le supplément de valeur qui pourrait résulter d'un changement stratégique décidé par l'actionnaire contrôlant actuel et pouvant aller jusqu'à la cession du contrôle de la Société, ce supplément de valeur éventuel étant pondéré par la probabilité que le changement stratégique susmentionné intervienne.

La première condition est celle imposée par la réglementation boursière à l'initiateur d'une offre publique obligatoire. Bien que cette condition ne soit pas explicitement imposée par la réglementation dans le contexte d'un retrait obligatoire, il nous semble que l'équité exige qu'elle soit également respectée dans ce contexte. Dans le cas d'espèce, la question ne se pose pas dans la mesure où France Télécom a cessé toute intervention sur le marché du titre NRS depuis fin décembre 2007.

S'agissant de la troisième condition, l'Initiateur nous a confirmé qu'il n'était pas dans ses intentions de céder la Société dans un avenir prévisible. De plus, compte tenu de la taille et du positionnement

stratégique de France Télécom, il est douteux que le portefeuille d'activités de la Société puisse être mieux valorisé dans les mains d'une entreprise concurrente. Au total, nous estimons que le supplément de valeur susmentionné peut être considéré comme inexistant, si bien que le caractère équitable du prix d'indemnisation de 18 € ne dépend plus que du respect de la deuxième condition énoncée plus haut.

L'objet de l'évaluation multicritères qui est présentée ci-après est précisément de montrer que cette deuxième condition est également respectée.

VI.3 Évaluation de la Société

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation. Ces travaux ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises, à savoir l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF et l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

VI.3.1 Références d'évaluation disponibles

VI.3.1.1 Actif net comptable consolidé

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de sa valeur de marché (ou valeur intrinsèque), notamment parce qu'elle n'intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, l'actif net comptable consolidé de NRS s'élève à un peu plus de 9 € par action. Cet agrégat n'intègre pas la totalité du goodwill généré par le portefeuille d'activités de la Société ; il ne constitue donc pas une référence pertinente pour estimer la valeur intrinsèque de la Société.

VI.3.1.2 Transactions récentes sur le capital

La dernière transaction significative intervenue sur les actions NRS est intervenue le 20 décembre 2007, date à laquelle France Télécom a acquis, hors marché, au prix unitaire de 21,4 €, un bloc de 150 939 titres représentant environ 2,9% du capital. Comme nous l'ont confirmé des représentants de France Télécom, l'objectif recherché à l'époque était de dépasser le seuil de 95% avant la fin de l'année civile afin de satisfaire les conditions requises pour l'intégration fiscale de la Société au 1er janvier 2008.

Compte tenu de l'ancienneté de cette transaction (plus de 28 mois), nous considérons que cette référence ne peut être retenue dans le cas présent pour apprécier le caractère équitable du prix d'indemnisation de 18 € proposé aux actionnaires minoritaires résiduels de la Société.

VI.3.1.3 Cours de bourse

Sur la base des développements précédents sur la vie boursière de la Société, deux éléments nous conduisent à mettre en cause la pertinence du cours boursier comme référence de la valeur intrinsèque de la Société. En premier lieu, le marché du titre est étroit et peu actif : il est donc probable que le cours de l'action supporte une décote de liquidité significative et ne reflète donc pas en tant que telle la valeur intrinsèque du portefeuille d'activités de la Société. En second lieu, ce portefeuille d'activités est relativement complexe et de constitution récente via différentes acquisitions réalisées auprès de France Télécom : en l'absence de suivi par des analystes financiers de la valeur, on peut douter de l'efficience du marché du titre.

Dès lors, nous considérons que le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la valeur intrinsèque de la Société.

VI.3.2 Méthode DCF

VI.3.2.1 Estimation des flux de trésorerie annuels

Le management de la Société nous a communiqué le plan d'affaires 2010-2014 qu'il a élaboré dans la perspective de l'Opération, ainsi que l'extrapolation de ce plan sur une période additionnelle de 4 ans (2014-2017) qu'il a construit dans ce même contexte ; aux termes des discussions que nous avons eues avec le management de la Société, il nous a semblé que le plan d'affaires et son extrapolation (ci-après « le scénario du management ») donnait une vision médiane du potentiel de croissance de l'activité et des résultats, conforme aux caractéristiques d'un scénario moyen.

Sur cette base, les flux de trésorerie annuels retenus pour l'évaluation de la Société sont les flux économiques à dette nulle (free cash flows) tels qu'estimés dans le scénario du management, avec néanmoins un ajustement portant sur les variations annuelles du besoin en fonds de roulement (BFR). S'agissant de ce dernier paramètre, nous avons retenu les hypothèses explicites du management sur les postes clients et fournisseurs, qui intègrent une réduction des délais de paiement, et supposé que les autres composantes récurrentes du BFR (stocks, dettes sociales, contrats de maintenance comptabilisés d'avance, ...) augmentaient parallèlement au chiffre d'affaires sur la durée de la période de prévisions.

VI.3.2.2 Détermination d'une valeur terminale

Au terme de la période de prévisions, nous avons déterminé une valeur terminale du portefeuille d'activités selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

- Le flux normatif de l'année 2018 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau du ROCE jugé normatif :

$$\text{Flux normatif}_{2018} = \text{Capitaux employés}_{\text{début } 2018} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

- Le ROCE normatif a été estimé par référence au niveau de rente économique attendue au terme de la période de prévisions, soit environ 4%. Dans l'univers concurrentiel au sein duquel évolue la Société et compte tenu également du caractère cyclique de l'activité, le maintien à l'infini d'une rente de cet ordre nous semble relativement optimiste. Par suite, l'estimation obtenue en formulant cette hypothèse constitue une estimation haut de fourchette. Dès lors, nous avons également calculé une estimation bas de fourchette en postulant le maintien ad vitam d'une rente économique réduite de moitié, soit un niveau d'environ 2% correspondant à une marge opérationnelle de 4,0% au lieu de celle de 4,5% anticipée à terme dans le scénario du management.
- Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation de long terme qui nous semble refléter le niveau actuel des taux d'intérêt des emprunts d'état sur le même horizon de temps.

VI.3.2.3 Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu le coût moyen pondéré du capital (WACC pour Weighted Average Cost of Capital). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des

actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou coût d'opportunité du capital).

Le coût d'opportunité du capital (ainsi que le WACC traditionnel), déterminé dans le cadre du modèle du MEDAF, reflète uniquement le risque systématique de la société, c'est-à-dire la fraction du risque total qui ne peut être éliminée par la diversification. L'utilisation de ce taux suppose que le risque spécifique de l'activité évaluée, c'est-à-dire la fraction du risque qui peut être éliminée par la diversification, a été pris en compte dans les flux. En pratique, cela signifie que les flux actualisés par ce taux doivent être les flux attendus d'un scénario « moyen ». Autrement dit, en cas de scénario optimiste ou au contraire pessimiste, il conviendrait donc d'ajuster ce taux à la hausse ou à la baisse en appliquant des primes spécifiques adéquates.

Dans le cas présent, nous avons indiqué plus haut que le plan d'affaires 2010-2013 et son extrapolation sur une période additionnelle de 4 ans, qui nous ont été communiqués par le management de la Société, nous semblent refléter un scénario moyen. Dans ces conditions, le taux d'actualisation retenu est le coût d'opportunité du capital estimé sur le portefeuille d'activités de la Société, sans adjonction de prime de risque spécifique.

Les composantes de ce taux sont les suivantes :

- taux sans risque de 3,4%, soit le rendement moyen de l'OAT 10 ans sur les trois derniers mois ;
- prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions fixée à 4.5%, soit un niveau de prime qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale ;
- coefficient bêta désendetté (ou coefficient bêta du portefeuille d'activités) de 1,2, estimé selon la méthodologie décrite ci-après.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,8%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,4\% + [1,2 * 4,5\%] = 8,8\%$$

Le coefficient bêta désendetté de 1,2 a été estimé à partir de l'échantillon de 15 sociétés comparables qui est considéré par ailleurs dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. infra). Les coefficients bêta historiques sont issus d'une analyse de régression dont la qualité peut être mesurée par certains coefficients statistiques (le coefficient R^2 en particulier). Nous avons choisi de ne retenir que les coefficients bêta dont la régression affiche un R^2 supérieur à 15%, ce qui réduit l'échantillon à 12 sociétés. Nous avons observé les coefficients bêta de l'échantillon sur moyenne et longue période (4 à 5 ans) par rapport à l'indice boursier national de chaque société (source des cours et indices de marché historiques utilisés dans les régressions : Bloomberg). Ces coefficients bêtas ont ensuite été « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière propre à chacune des sociétés et obtenir une estimation du coefficient bêta de l'activité. Le coefficient bêta de 1,2 qui a été retenu correspond au coefficient bêta moyen désendetté obtenu sur la base de données mensuelles et à partir des périodes de référence de 4 et 5 ans.

Soulignons enfin que le coût d'opportunité du capital de 8,8% qui a été retenu est totalement cohérent avec le WACC de 8,5% que France Télécom nous a dit avoir utilisé dans le cadre des tests de dépréciation d'actifs qui ont été réalisés à l'occasion de la clôture des comptes 2009 de la Société conformément à la norme IAS 36.

VI.3.2.4 Modalités de prise en compte des TSSDI émis en juin 2009

Afin de financer l'acquisition de différentes entités acquises auprès de France Télécom sans diluer les actionnaires minoritaires et sans augmenter le levier financier, la Société a émis le 2 juin 2009 des TSSDI (Titres Super Subordonnés à Durée Indéterminée) pour un montant de 50 M€. Ces TSSDI, qui ont été souscrits en totalité par France Télécom, portent intérêt au taux de 10% sur les huit premières années et au taux de 15% au-delà et sont remboursables à tout moment à la seule initiative de l'émetteur.

Dans le cadre de la présente Opération, le management de la Société nous a précisé les deux éléments suivants de nature à faciliter le traitement des TSSDI. En premier lieu, conformément aux dispositions du contrat d'émission, la Société n'a pas jugé opportun, dans la perspective de la

présente opération, de procéder au paiement (optionnel en l'absence de distribution de dividende) des intérêts dus à France Télécom. En second lieu, il est précisé que, dans le futur, dès lors que les performances financières sont conformes aux objectifs en termes opérationnels et financiers (niveau d'endettement), la Société a l'intention de rémunérer le souscripteur des TSSDI.

Dans ces conditions, nous estimons que la valeur faciale des TSSDI, soit 50 M€, constitue une estimation plancher de leur valeur de marché. C'est cette estimation qui a été prise en compte ci-après pour l'évaluation du titre NRS, étant précisé que la prise en compte d'une valeur de marché des TSSDI supérieure à leur valeur faciale déboucherait nécessairement sur une estimation inférieure du titre NRS et serait donc moins favorable aux actionnaires minoritaires de la Société.

VI.3.2.5 Résultat de la méthode

Le tableau ci-après donne le résultat de la méthode dans les deux hypothèses (basse et haute), exposées plus haut, qui ont été considérées pour le calcul de la valeur terminale. La valeur du titre NRS ressort ainsi dans une fourchette d'estimations comprises entre 16,0 € et 17,7 €.

NRS - Evaluation DCF		
M€	Hypothèse basse	Hypothèse haute
Valeur actuelle des flux 2010-2017	61,9	61,9
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	72,1	81,6
= Valeur d'entreprise au 30/06/2010	134,0	143,5
+ Free cash flow 1er semestre 2010	1,5	1,5
+ Participation dans CNTP (34%)	2,6	2,6
+ Produits résultant de l'exercice des options	0,0	0,0
- Dette financière nette au 31 12 2009	(3,9)	(3,9)
- Intérêts minoritaires dans Telefact (30%)	4,5	4,5
- Valeur faciale des TSSDI	50,0	50,0
= Valeur des capitaux propres (100%)	87,6	97,0
/ Nombre d'actions dilué	5 471 849	5 471 849
= Valeur par action en €	16,0	17,7

Ces estimations sont en date du 30 juin 2010. Le free cash flow du premier semestre 2010 a été calculé à partir du free cash flow annuel en tenant compte de la saisonnalité de l'activité et en intégrant une augmentation non récurrente du BFR liée à la disparition d'une dette fiscale figurant au bilan de fin 2009 et considérée comme non récurrente. L'évaluation intègre également la valeur de la participation (consolidée par mise en équivalence) dans la société CNTP et la valeur des intérêts minoritaires dans la société Telefact ; la valeur de marché de ces deux sociétés a été déterminée à l'aide de la méthode DCF sur la base des prévisions de free cash flow qui nous ont été communiquées par le management et en supposant, pour le calcul de la valeur terminale, le maintien des marges anticipées au terme de la période de prévisions. Enfin, comme expliqué plus haut, les TSSDI ont été pris en compte sur la base de leur valeur faciale.

VI.3.3 Méthode des comparaisons boursières

VI.3.3.1 Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des biais apportés par des différences éventuelles de structure financière. De même, les multiples de chiffre d'affaires ont été rejetés en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Enfin, en l'absence d'écart majeur avéré dans les politiques d'amortissement des sociétés de l'échantillon considéré ci-après et considérant également le faible poids relatif des immobilisations dans l'actif économique, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts d'intensité capitalistique qui peuvent par exemple résulter des stratégies de détention des actifs immobiliers.

VI.3.3.2 Sélection des sociétés comparables

Dans le cas standard, les deux principaux déterminants du niveau des multiples d'EBIT sont d'une part le risque systématique du portefeuille d'activités considéré et d'autre part la croissance bénéficiaire future. Dans la période actuelle de crise économique où les résultats opérationnels peuvent enregistrer des évolutions très contrastées au sein d'un même secteur d'activité, ce second déterminant doit faire l'objet d'une attention particulière. Par exemple, le multiple d'EBIT moyen 2010 d'un échantillon de sociétés comparables subissant une baisse marquée du résultat opérationnel en 2010 avant de connaître un rebond tout aussi marqué en 2011 est a priori non pertinent pour évaluer une société qui résisterait mieux à la crise avec une stabilité du résultat opérationnel en 2010 suivie par une moindre croissance en 2011. En effet, l'estimation obtenue serait biaisée vers le haut, car on appliquerait à un résultat stable un multiple 2010 nécessairement « dopé » par la forte croissance anticipée sur 2011.

Dans un premier temps, afin de capturer le premier de ces deux déterminants, nous avons constitué un échantillon relativement large de sociétés européennes cotées évoluant dans un secteur d'activités comparable à celui de Network Related Services, en excluant cependant les sociétés réalisant une fraction significative de leur chiffre d'affaires dans l'édition de logiciels, activité générant des niveaux de marge significativement plus élevés que ceux dégagés par les activités de service de la Société. L'échantillon de 15 sociétés ainsi obtenu regroupe des sociétés dont le mix d'activités est comparable avec celui de NRS, comme semblent l'attester les niveaux de marge opérationnelle (EBIT/CA) et de rentabilité (ROCE) qui sont relativement proches de ceux affichés par NRS (cf. tableau ci-après).

Echantillon large									
en m€	Pays	Capitalisation boursière	Dette nette	VE	CA 2009	EBIT 2009	ROCE 2009	Marge EBIT 2009	2012
ASSYSTEM	France	239	(3)	236	613	22	9,3 %	3,6 %	7,0 %
ATOS ORIGIN SA	France	2 515	135	2 650	5 127	290	10,3 %	5,7 %	7,4 %
AUBAY	France	71	2	73	147	9	7,2 %	6,0 %	nd
DEVOTEAM SA	France	194	(4)	191	460	20	14,2 %	4,4 %	7,6 %
GFI INFORMATIQUE	France	150	97	247	664	30	6,1 %	4,5 %	6,3 %
GROUPE OPEN	France	63	7	69	290	5	2,5 %	1,9 %	nd
GROUPE STERIA	France	667	188	855	1 630	114	9,5 %	7,0 %	7,8 %
LOGICA PLC	U.K	2 293	327	2 620	4 311	317	7,1 %	7,3 %	7,2 %
MORSE PLC	U.K	76	(13)	63	251	10	12,6 %	4,2 %	nd
NEURONES	France	172	(53)	119	216	19	27,9 %	8,8 %	9,3 %
PROSERVIA	France	14	2	16	44	1	2,5 %	1,5 %	nd
SOPRA GROUP	France	635	116	751	1 094	83	12,0 %	7,6 %	9,0 %
TIETO OYJ	Finland	1 004	76	1 080	1 706	108	11,8 %	6,3 %	8,7 %
UMANIS	France	17	16	33	nd	nd	-	nd	nd
CAP GEMINI	France	5 757	(1 268)	4 489	8 371	576	12,1 %	6,9 %	8,0 %
Moyenne							9,7 %	5,4 %	7,8 %
<i>Ecart type</i>							<i>6,5 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>1,0 %</i>
NRS					306,8	14,5	8,8 %	4,7 %	4,3 %

Sources : Reuters

Valeurs d'entreprise calculées au : 23/05/2010

Dans un deuxième temps, afin de capturer le second déterminant des multiples d'EBIT évoqué plus haut, ce premier échantillon a été affiné en ne conservant que les sociétés présentant un profil de croissance prévisionnelle de l'EBIT comparable à celui de NRS. L'échantillon de sociétés comparables ainsi retenu pour l'évaluation de NRS comprend 4 sociétés :

- 3 sociétés françaises : Atos Origin, Groupe Steria et Cap Gemini ;
- 1 société anglaise : Logica.

La similitude des profils de croissance bénéficiaire de cet échantillon avec le profil de croissance affiché par NRS est attestée dans le tableau ci-après. Comme NRS, les sociétés de cet échantillon restreint devraient connaître une réduction du résultat opérationnel en 2010 (-6,8% en moyenne contre -7,5% chez NRS) avant d'enregistrer une croissance soutenue en 2011 et 2012 (CAGR moyen de 14,7% contre 5,3% chez NRS).

Echantillon restreint										
en m€	Marge EBIT		Croissance de l'EBIT			CAGR 2011-2012		VE / EBIT		
	2009	2012	2010	2011	2012	CA	EBIT	2010	2011	2012
ATOS ORIGIN SA	5,7 %	7,4 %	(0,7)%	22,1 %	14,2 %	3,7 %	18,1 %	9,2 x	7,5 x	6,6 x
GROUPE STERIA	7,0 %	7,8 %	(0,9)%	13,1 %	9,4 %	4,0 %	11,2 %	7,5 x	6,7 x	6,1 x
LOGICA PLC	7,3 %	7,2 %	(9,3)%	8,9 %	6,5 %	3,7 %	7,7 %	9,2 x	8,4 x	7,9 x
CAP GEMINI	6,9 %	8,0 %	(16,2)%	30,0 %	14,6 %	4,4 %	22,1 %	9,3 x	7,2 x	6,2 x
Moyenne	6,7 %	7,6 %	(6,8)%	18,5 %	11,2 %	3,9 %	14,7 %	8,8 x	7,4 x	6,7 x
<i>Ecart-type</i>	<i>0,7 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>9,5 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>0,8 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,8 x</i>
NRS	4,7 %	4,3 %	(7,5)%	1,3 %	9,6 %	2,1 %	5,3 %			

Sources : Reuters

Enfin, en raison de la meilleure « qualité » du consensus des analystes pour l'exercice 2010, nous privilégions pour l'évaluation le multiple 2010 aux multiples 2011 et 2012.

VI.3.3.3 Résultats de la méthode

La crise de confiance de l'euro qui a résulté des difficultés rencontrées par la Grèce pour financer un déficit budgétaire plus important qu'anticipé a provoqué sur la période récente une forte baisse sur les marchés boursiers européens et mondiaux. Ainsi, les cours de bourse des sociétés de l'échantillon ont chuté de 5% à 10% en l'espace de quelques semaines, alors même que leurs perspectives de croissance bénéficiaire n'ont pas été révisées à la baisse.

Dans un tel contexte, qui s'apparente à celui rencontré à l'automne 2008, la méthode des comparables boursiers s'avère particulièrement délicate à appliquer. Deux questions distinctes sont ainsi clairement posées. La première porte sur la pertinence des cours boursiers eux-mêmes, conséquence de réactions moutonnières et possiblement excessives des marchés boursiers à la publication de certaines variables macro-économiques. La seconde concerne le degré de cohérence entre les cours de bourse et les prévisions des analystes financiers.

Dans ces conditions, les données disponibles sur les sociétés de l'échantillon restreint ont été utilisées pour procéder à deux calculs distincts conduisant à deux estimations distinctes du titre NRS.

- Le premier calcul, qui correspond à la mise en œuvre usuelle de la méthode, repose sur le multiple de 8,8x résultant des cours de bourse actuels (en date du 20 mai 2010) et fait ressortir une estimation de 13,1 € par action ;
- Le second calcul s'appuie sur le multiple de 10,2x qui est obtenu en utilisant les prix cibles des analystes au lieu des cours actuels et débouche sur une estimation de 16,5 € par action.

Les deux calculs utilisent le même jeu de prévisions bénéficiaires établies par les analystes financiers du secteur. De ce fait, l'avantage du second calcul sur le premier est de garantir a priori une parfaite cohérence entre les prix cibles (numérateur du multiple d'EBIT) et les prévisions bénéficiaires (dénominateur du multiple d'EBIT). Il reste que les restrictions budgétaires annoncées partout en Europe pour remédier à la crise de l'euro auront peut-être des conséquences bien réelles (et négatives) sur les perspectives de croissance bénéficiaire des sociétés de l'échantillon. Dans ce cas, le multiple moyen pertinent doit s'appuyer sur les niveaux actuels des cours boursiers, mais intégrer des prévisions d'EBIT en baisse, tant et si bien qu'il pourrait atteindre un niveau équivalent (voire supérieur) à celui obtenu sur la base des prix cibles.

Pour cette raison, c'est ce multiple que nous privilégions dans le cadre de la présente évaluation et l'estimation en résultant, soit 16,5 € par action.

VI.3.4 Méthode des transactions comparables

VI.3.4.1 Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

VI.3.4.2 Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches peuvent être envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de prendre en compte le contexte économique et l'environnement concurrentiel actuels de l'entité évaluée ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon large de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Entre ces deux approches, la première est clairement la plus rigoureuse, mais elle se heurte à la difficulté de constituer un échantillon de transactions à la fois comparables et récentes. Dans le cas d'espèce, nous avons identifié une trentaine de transactions ayant eu lieu au cours de l'année passée (depuis juin 2009) et impliquant des sociétés évoluant dans des secteurs d'activités proches de celui de NRS. Cependant, les données opérationnelles des sociétés cibles et en particulier l'EBIT, ne sont disponibles que pour six d'entre elles ; notre échantillon a donc été réduit à ces six transactions.

VI.3.4.3 Résultats de la méthode

Le multiple d'EBIT médian de l'échantillon, calculé sur le dernier exercice clos avant la transaction, ressort à 8,4x. Appliqué à l'EBIT 2009 pro forma de NRS (16,0 M€),

ce multiple fait ressortir une estimation de 16,0 € par action.

Nous estimons cependant que cette estimation est peu pertinente pour trois raisons :

- Cette estimation repose exclusivement sur des multiples de résultats historiques et ignorent donc les perspectives de croissance bénéficiaire des sociétés cibles.
- Le multiple de référence utilisé s'appuie sur des prix de transaction qui intègrent généralement des primes de contrôle dont le niveau dépend notamment des synergies escomptées par l'acquéreur. Or, comme évoqué plus haut, dans le cas a priori peu probable où France Télécom viendrait à céder la Société, il est douteux que l'acquéreur soit en mesure de dégager des synergies plus élevées que celles aujourd'hui exploitées par France Télécom.
- Les multiples extériorisés par l'échantillon considéré sont très dispersés avec un minimum de 4,6 et un maximum de 28,8, si bien que le multiple médian de 8,4 pris en compte semble à peine moins pertinent que le niveau moyen de 11,7.

Nous écartons donc les résultats issus de cette méthode.

VI.4 Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par LAZARD Frères, banque présentatrice de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

VI.4.1 Méthodologie d'évaluation

En termes de méthodologie d'évaluation, la Banque a adopté une approche multicritères qui l'a finalement conduite à rejeter les deux références examinées (actif net comptable consolidé par action à fin 2009 et cours de bourse de la période récente) et à retenir les estimations issues des trois méthodes d'évaluation mises en œuvre (méthode DCF, méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables). La démarche d'évaluation est donc similaire à celle que nous avons conduite avec néanmoins une différence qui réside dans l'appréciation négative que nous portons sur la pertinence des estimations données par la méthode des transactions comparables pour les raisons exposées plus haut.

Il existe par ailleurs des différences dans les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF et de la méthode des comparaisons boursières. Les commentaires qui suivent en donnent un bref aperçu.

VI.4.2 Méthode DCF

Comme dans nos propres travaux, les free cash flows pris en compte par la Banque sont calculés sur la base des données prévisionnelles présentées dans le scénario du management sur la période 2010-2017.

S'agissant du flux de trésorerie normatif utilisé dans le calcul de la valeur terminale,

la Banque utilise la modalité de calcul usuelle fondée sur la détermination des différentes composantes de ce flux (EBITDA, impôt à dette nulle, variation de BFR et investissement) et considère une estimation unique en retenant les montants de ces composantes tels qu'anticipés dans le scénario du management au terme de la période de prévisions. Rappelons que dans nos propres travaux, le flux normatif est déterminé sur la base d'un ROCE normatif et par référence au niveau de rente économique qui peut être raisonnablement considéré comme pérenne à cet horizon. C'est ce dernier paramètre qui ouvre notre fourchette d'estimations, à la différence du rapport de la Banque où la fourchette d'estimations est issue de l'analyse de sensibilité habituelle portant sur le taux d'actualisation (WACC) et le taux de croissance perpétuelle.

En ce qui concerne le taux d'actualisation, il existe une différence méthodologique qui porte sur la définition même du taux d'actualisation applicable aux free cash flows générés par le portefeuille d'activités de la Société : coût d'opportunité du capital (sans ajout de prime de risque spécifique) dans nos travaux, WACC traditionnel dans les travaux de la Banque. Sauf à considérer dans le calcul du WACC un levier financier significatif sans rapport avec la situation financière de la Société à fin 2009 (endettement financier net négatif, les TSSDI étant assimilés à des capitaux propres), cette différence méthodologique ne peut, à elle seule, déboucher sur un écart de taux important. Et finalement, comme les hypothèses relatives au coefficient bêta désendetté et à la prime de risque moyenne du marché actions sont très similaires,

le WACC considéré par la Banque dans son scénario central est identique au coût d'opportunité du capital pris en compte dans nos propres travaux.

Au total, notre fourchette d'estimations (16,0 € - 17,7 €) se situe au sein de la fourchette de la Banque (15,0 € - 21,0 €), sensiblement plus large en raison des effets cumulés des variations des deux paramètres considérés dans l'analyse de sensibilité (plus ou moins 0,5 point sur le WACC et sur le taux de croissance perpétuel par rapport aux hypothèses centrales de 8,8% et 1,5% respectivement).

VI.4.3 Méthodes des comparaisons boursières

A l'instar de la Banque, nous privilégions le multiple d'EBIT sur les autres ratios usuels (multiples de chiffre d'affaires, multiples d'EBITDA et PER). A la différence de la Banque, le choix ultime de l'échantillon de comparables et de l'année (ou des années) de référence pour le calcul des multiples d'EBIT résulte d'une comparaison entre le profil de croissance bénéficiaire attendu sur l'entité évaluée et les profils de croissance bénéficiaire anticipés sur un premier échantillon de comparables.

Des écarts notables sur ce paramètre nous ont ainsi conduit à rejeter onze sociétés (sur un échantillon initial de quinze sociétés) qui présentent néanmoins de nombreuses similitudes en termes de taille, de portefeuille d'activités et d'implantations géographiques. Dans le même temps, la Banque retient un échantillon plus large de neuf sociétés sur le seul critère du positionnement industriel. En outre, dans le contexte de marché actuel, pour les raisons exposées plus haut, nous avons jugé souhaitable de considérer un multiple assis sur les prix cibles des analystes financiers et non sur les cours de bourse.

Au total, la Banque obtient une large fourchette d'estimations (8,1 € - 13,0 €) en faisant varier d'une unité le multiple d'EBIT 2010 médian observé sur son échantillon de neuf sociétés comparables. En raison des deux différences susmentionnées dans les modalités de mise en œuvre de la méthode, l'estimation de 16,5 € que nous avons obtenue à partir de notre propre échantillon de quatre sociétés se situe nettement au dessus de la fourchette de la Banque (soit environ 27% au dessus de la borne supérieure de la fourchette).

VI.5 Conclusion sur le caractère équitable du prix d'indemnisation

A la demande de l'initiateur, un retrait obligatoire sera mis en œuvre au terme de la présente offre au prix de 18 €, soit le prix offert dans le cadre de la présente offre. Notre mission, qui se situe dans cette

perspective, a pour objectif de délivrer une opinion sur le caractère équitable du prix d'indemnisation de 18 € qui sera payé aux actionnaires minoritaires résiduels de la Société, conformément aux dispositions du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (article 261-1 II).

A notre avis, pour être considéré comme équitable, le prix d'indemnisation doit refléter de façon très satisfaisante le potentiel de développement de la Société tel qu'envisagé par l'initiateur de l'offre, sans qu'il soit besoin dans le cas d'espèce de mettre en évidence l'existence d'une prime quelconque par rapport au prix plancher ainsi défini (correspondant à la valeur en « stand alone » ou « Valeur Intrinsèque » de la Société). Les raisons sous-jacentes peuvent se résumer aux deux éléments suivants.

En premier lieu, l'Initiateur détient le contrôle entier de la Société depuis plus de trois ans (précisément depuis fin février 2007, date de clôture de l'offre publique obligatoire déposée à la suite de l'acquisition du bloc contrôle détenu par les fondateurs de la Société). De ce fait, la Société est aujourd'hui totalement intégrée dans le groupe France Télécom, si bien que son plan d'affaires intègre la totalité des synergies espérées lors de la prise de contrôle.

En second lieu, le groupe France Télécom, premier opérateur télécom en Europe, est particulièrement bien placé pour optimiser la valeur du portefeuille d'activités de la Société. De ce fait, indépendamment des intentions affichées par France Télécom au sujet du devenir de sa participation dans NRS, la probabilité d'une cession de tout ou partie du portefeuille d'activités de la Société à un prix supérieur à la valeur définie par le scénario du management apparaît faible.

Sur cette base, la problématique de notre mission se résume à l'estimation de la Valeur Intrinsèque. A cet égard, nous avons considéré que la méthode DCF était la méthode d'évaluation susceptible de fournir l'estimation la plus fiable, car elle est la seule qui permet d'intégrer explicitement et précisément la totalité des projets et intentions de France Télécom sur les différents segments d'activité de la Société.

Une fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque a ainsi été établie, les bornes inférieure et supérieure (soit respectivement 16,0 € et 17,7 € par action) correspondant à deux hypothèses de calcul de la valeur terminale fondée sur deux niveaux distincts de la rente économique considérée comme pérenne à cet horizon. La pertinence de ces estimations a en outre été confortée par l'estimation de 16,0 € qui a été obtenue via la méthode des comparaisons boursières en considérant le multiple d'EBIT d'un échantillon de quatre sociétés comparables, tel que déterminé par les « prix cibles » (target price) des analystes financiers et les prévisions d'EBIT de ces mêmes analystes pour l'exercice 2010.

L'initiateur de la présente offre a décidé de fixer le prix d'indemnisation envisagé pour le retrait obligatoire à 18 €, soit juste au dessus de la borne supérieure de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF.

Sur la base de ce qui précède, nous estimons que ce prix de 18 € est équitable pour les actionnaires minoritaires de NRS dans la perspective du retrait obligatoire envisagé.

Paris, le 26 mai 2010

Pour Accuracy,

Bruno Husson Henri Philippe

VII. INFORMATIONS RELATIVES A NETWORK RELATED SERVICES SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

Network Related Services n'a connaissance d'aucun élément visé à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

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

VIII.1 Pour la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire

"Conformément à l'article 231-18 du Règlement Général de l'AMF, Lazard Frères Banque, établissement présentateur, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire qu'il a examiné sur la base des informations communiquées par France Télécom et Network Related Services, 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

VIII.2 Pour France Télécom

"A 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"

Stéphane Richard
Directeur Général, France Télécom

VIII.3 Pour Network Related Services

"A 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"

Laurent Barbé
Directeur Général, Network Related Services