

**NOTE D'INFORMATION
PRESENTEE PAR LA SOCIETE
METROLOGIC GROUP**



**EN REPONSE A L'OFFRE D'ACHAT INITIEE PAR
TRIDIMENSION HOLDING¹**

**VISANT LES ACTIONS
DE METROLOGIC GROUP**



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n°[●] en date du [●] sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Metrologic Group et engage la responsabilité de ses signataires.

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

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'avis du Cabinet Ledouble S.A., agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de Metrologic Group (www.metrologic.fr) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires de la présente note en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de la société Metrologic Group, 6, Chemin du Vieux Chêne à Meylan (38240).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Metrologic Group, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

¹ Tridimension Holding est une société par actions simplifiée au capital de 13.714.615€, dont le siège social est sis 4 rue Marivaux à Paris (75002) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 530 993 245.

SOMMAIRE

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR TRIDIMENSION HOLDING	4
2	CONTEXTE DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR TRIDIMENSION HOLDING	6
3	EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITATEUR	7
4	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE METROLOGIC	7
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	9
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	134
6.1	Contrats d'Acquisition	134
6.2	Protocole d'Investissement	134
6.3	Pacte d'Actionnaires	136
	6.3.1 <i>Règles applicables aux transferts des titres</i>	136
	6.3.2 <i>Règles de Gouvernance de Tridimension Holding</i>	137
	6.3.3 <i>Règles de Gouvernance de Metrologic</i>	137
6.4	Investissement du management	138
6.5	Engagement d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage	138
6.6	Mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des options de souscription d'actions et des actions gratuites	138
7	INFORMATION DES SALAIRES	139
8.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	139
8.1	Structure et répartition du capital de Metrologic	139
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portés à la connaissance de Metrologic	139
8.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de Metrologic dont elle a connaissance	140
8.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	140
8.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	141
8.6	Accords entre actionnaires dont Metrologic a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	141
8.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et aux modifications des statuts de la Société	141

8.7.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs</i>	141
8.7.2	<i>Règles applicables aux modifications des statuts</i>	141
8.8	Pouvoirs du conseil d'administration et du directeur général, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions	142
8.9	Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants	143
8.9.1	<i>Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants</i>	143
8.9.2	<i>Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs</i>	143
8.10	Accords conclus par Metrologic qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Metrologic, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	144
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre	144
9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	144

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR TRIDIMENSION HOLDING

Aux termes de deux contrats d'acquisition conclus le 30 mars 2011 (les « **Contrats d'Acquisition** »), Tridimension Holding, société par actions simplifiée au capital de €13.714.615, dont le siège social est sis 4 rue Marivaux à Paris (75002) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 530 993 245 (l'« **Initiateur** » ou « **Tridimension Holding** »), a acquis hors marché le 8 avril 2011, un total de 2.470.641 actions Metrologic Group, société anonyme au capital de €1.000.000 divisé en 4.000.000 actions de €0,25 de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis 6, Chemin du Vieux Chêne, 38240 Meylan, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble sous le numéro 322 882 705 (« **Metrologic** » ou la « **Société** »), représentant environ à la date de la présente note 61,77% du capital et 70,70% des droits de vote de cette dernière (le « **Bloc de Contrôle** »):

- Indirectement, auprès de M.Philippe Cimadomo et de certains membres de sa famille, la totalité des actions composant le capital de la société Philippe Cimadomo Holding (« **PCH** »), détenant 1.284.628 actions Metrologic, pour un prix de 38 € par action Metrologic² ;
- Directement, auprès de M.Philippe Cimadomo, de M.Gilles Bartoli et de certains membres de la famille de ce dernier, 1.186.013 actions Metrologic au prix de 38€ par action.

Tridimension Holding est détenue, à la date de la présente note d'information, (i) à hauteur de 64,6%, par CETP II MERCURY S.à.r.l, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est sis à 2 avenue Charles de Gaulle à Luxembourg (« **CETP II Mercury** »), elle-même contrôlée par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR (« **CETP II Participations** »), et (ii) à hauteur de 35,4%, par Monsieur Philippe Cimadomo, actuel Président Directeur Général de la Société. CETP II Mercury et CETP II Participations sont des entreprises faisant partie du groupe The Carlyle Group.

Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré par lettre en date du 14 avril 2011 adressée à l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») et adressée à Metrologic, avoir franchi à la hausse le 8 avril 2011 les seuils légaux et statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33% et 50% du capital social et de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50% et 66,66% des droits de vote de la Société, et a déclaré son intention de déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'offre d'achat simplifiée visant les actions de la Société non détenues par l'Initiateur (l'« **Offre** »). Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 15 avril 2011 sous le numéro 211C0458.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, Monsieur Gilles Bartoli a déclaré par lettre en date du 14 avril 2011 adressée à l'AMF, avoir franchi à la baisse le 8 avril 2011 le seuil légal de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir de titres de la Société à ce jour. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 15 avril 2011 sous le numéro 211C0459. Monsieur Philippe Cimadomo a également déclaré par lettre en date du 14 avril 2011 adressée à l'AMF, avoir franchi, directement et indirectement par l'intermédiaire de PCH, à la baisse le même jour, les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33% et 50% du capital social du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir directement d'actions Metrologic. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 15 avril 2011 sous le numéro 211C0460.

² Il est précisé que le prix d'acquisition de la totalité des titres de PCH se décompose comme suit :

- une somme de 48.815.864 euros correspondant au nombre d'actions de la Société détenues par PCH à la date d'acquisition du Bloc de Contrôle multiplié par 38,0 euros ; et
- une somme de 8.023.384 euros correspondant (i) au montant du solde créditeur et immédiatement disponible, à la date d'acquisition du Bloc de Contrôle, de tout compte bancaire ouvert au nom de PCH égal à 7.646.509 euros, auquel s'ajoute un montant de 517.919 euros qui a été encaissé au plus tard le 20 avril 2011, soit un total de 8.164.428 euros, après déduction (ii) du montant de la totalité des décaissements devant être effectués par PCH à compter de la date d'acquisition du Bloc de Contrôle en raison d'événements ayant un fait générateur antérieur à la date d'acquisition du Bloc de Contrôle ou en raison de la Distribution Exceptionnelle, égal à 141.045 euros.

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions Metrologic non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de dépôt de la présente Offre, à l'exception des 36.229 actions auto-détenues par la Société, des 2.546 actions affectées au contrat de liquidité conclu le 30 juin 2009 entre Portzamparc et la Société et des actions gratuites visées ci-dessous, soit 1.488.164 actions Metrologic ;
- un maximum de 4.177 actions susceptibles d'être émises au cours de la période d'offre à raison de l'exercice des options d'achat d'actions attribuées par la Société dans les conditions prévues par le règlement du plan afférent à ces options ;
- un maximum de 2.420 actions gratuites déjà émises, soumises à une période d'acquisition, attribuées définitivement par anticipation et devenues cessibles en raison de l'invalidité ou du décès de leur bénéficiaire, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ; et
- un maximum de 1.602 actions gratuites non encore émises, soumises à une période d'acquisition, attribuées définitivement par anticipation et devenues cessibles en raison de l'invalidité ou du décès de leur bénéficiaire, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

Tel que décrit à la section 4 ci-après, le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre les (i) 36.229 actions auto-détenues par la Société, ces actions étant affectées à l'animation du marché secondaire des titres et les (ii) 2.546 actions acquises par Portzamparc affectées à la liquidité du titre dans le cadre du contrat de liquidité conclu par la Société avec cette dernière.

L'assemblée générale des actionnaires de la Société a été convoquée pour le 10 juin 2011, en vue de statuer sur une distribution exceptionnelle de 15,5 euros par action, soit un montant total de l'ordre de 62 millions d'euros (la « **Distribution Exceptionnelle** »), qui serait prélevé sur le poste « Réserves », dont la date de mise en paiement serait fixée par le Conseil d'administration et devant en principe intervenir le 17 juin 2011.

Sous réserve de l'adoption de cette résolution, le prix de l'Offre (le « **Prix de l'Offre** ») sera de :

- 38 euros par action Metrologic avant détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle ;
- 22,5 euros par action Metrologic après détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle ;

Si cette résolution n'était pas adoptée (étant toutefois précisé que l'Initiateur, qui détient 61,77% du capital et 70,70% des droits de vote de la Société, a l'intention d'approuver cette résolution), le Prix de l'Offre serait de 38 euros durant toute la durée de l'Offre. Si cette résolution est adoptée mais que l'ouverture de l'Offre ne pouvait intervenir avant le détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle qui interviendra en principe le 14 juin 2011, le Prix de l'Offre serait de 22,5 euros pendant toute la durée de l'Offre.

L'Initiateur détenant plus de 50% du capital social et des droits de vote de Metrologic, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF. Cette Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 du Règlement général de l'AMF.

La durée de l'Offre sera de 15 jours de négociation.

2 CONTEXTE DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR TRIDIMENSION HOLDING

Afin de poursuivre le développement de Metrologic dans le cadre défini par ses équipes de direction, les actionnaires majoritaires de Metrologic ont entamé un processus de recherche d'un partenaire financier ou industriel.

Après la conclusion d'un accord de confidentialité et pendant le processus compétitif d'appel d'offres, The Carlyle Group a manifesté son intérêt pour l'acquisition du Bloc de Contrôle de Metrologic en précisant les modalités de l'acquisition de ce bloc.

Cette manifestation d'intérêt a permis aux équipes de The Carlyle Group d'avoir accès à certaines informations portant sur la Société et ses filiales, à une présentation par les équipes de direction de la Société et à de nouvelles discussions plus approfondies.

Le 15 mars 2011, CETP II Participations a remis une lettre d'offre ferme à Metrologic confirmant son souhait d'acquérir le Bloc de Contrôle de la Société détenue par Philippe Cimadomo, Gilles Bartoli et certains membres de leurs familles.

Cette lettre d'offre ferme contenait une exclusivité d'une période de trois (3) mois.

Un document d'information a été adressé le 24 mars 2011 au comité d'entreprise de Metrologic. Au cours d'une réunion tenue le 29 mars 2011, les membres du comité d'entreprise ont rendu un avis favorable sur le projet d'acquisition qui leur a été présenté.

A l'issue de la réception de cet avis, Metrologic et l'Initiateur ont procédé à la conclusion des Contrats d'Acquisition le 30 mars 2011.

Aux termes des Contrats d'Acquisition, l'Initiateur s'est engagé à verser à M.Philippe Cimadomo, M.Gilles Bartoli et certains membres de leurs familles respectives un complément de prix de deux (2) euros par action dans l'hypothèse où, d'ici le 30 septembre 2012, l'Initiateur ou l'un de ses affiliés franchirait, directement ou indirectement, le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société, à l'issue de l'Offre, de toute offre publique ultérieure ou de l'acquisition de titres de la Société, sur le marché ou hors marché, concomitante ou postérieure au dépôt des offres publiques précitées (le « **Complément de Prix 1** »).

Par ailleurs, l'Initiateur s'est également engagé à verser à ces mêmes personnes un complément de prix de trois (3) euros par action dans l'hypothèse où, avant le 31 mars 2012, l'Initiateur ou l'un de ses affiliés franchirait le seuil de 95% du capital et des droits de vote existants de la Société à l'issue d'une ou plusieurs offres publiques ultérieures initiée(s) à un prix supérieur au Prix de l'Offre (le « **Complément de Prix 2** » et ensemble avec le Complément de Prix 1, les « **Compléments de Prix** »). Il est précisé qu'en cas de versement par l'Initiateur du Complément de Prix 2, le Complément de Prix 1 ne sera pas dû.

Les actionnaires minoritaires de Metrologic pourront également bénéficier des Compléments de Prix dans les conditions et modalités décrites à la section 6.1 ci-après.

Par ailleurs, aux termes d'un protocole d'accord en date du 30 mars 2011 (le « **Protocole d'Investissement** »), Monsieur Philippe Cimadomo a réinvesti directement et indirectement une partie de ses produits de cession dans Tridimension Holding à hauteur d'un montant qui représente, directement et indirectement, environ 35,4% des fonds propres et quasi fonds propres de l'Initiateur, avant investissement de l'équipe de direction dans Tridimension Holding (tel que décrit à la section 6.4 ci-après), pour le financement partiel de l'acquisition du Bloc de Contrôle et du solde des actions restantes détenues par les actionnaires minoritaires de la Société, sur une base pari passu avec CETP II Participations.

Il est précisé que l'engagement de réinvestissement de Monsieur Philippe Cimadomo est plafonné à 14 millions d'euros (soit 16,7% du produit de cession de ses actions Metrologic détenues directement et indirectement par le biais de PCH, au Prix de l'Offre) dans le cas où Tridimension Holding contrôlerait moins de 95% du capital ou des droits de vote de la Société, et à 16 millions d'euros (soit 18,2% du produit de cession de ses actions Metrologic détenues directement et indirectement par le

biais de PCH, au Prix de l'Offre majoré du Complément de Prix 1) dans le cas où Tridimension Holding franchirait ce seuil en capital et en droits de vote et serait conduite à verser les Compléments de Prix aux actionnaires de la Société selon les conditions prévues à la section 6.1 ci-après. Les modalités de ce réinvestissement sont décrites à la section 6.2 ci-après.

3 EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITATEUR

Préalablement aux discussions menées en vue de l'acquisition du Bloc de Contrôle, il n'existait aucun lien entre l'Initiateur et la Société ou leurs dirigeants et administrateurs respectifs. Par ailleurs, la Société n'était partie, préalablement à ces discussions, à aucun accord avec l'Initiateur.

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE METROLOGIC

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, cinq des sept membres du Conseil d'administration de la Société (Messieurs Philippe Cimadomo, Didier Serciat, Bertrand Eiselé et Mesdames Florence Roche et Sylvie Feyel) ainsi que les membres du comité d'entreprise de la Société (Messieurs Frédéric Gain, Florian Bernard et Guillaume Gacher) se sont réunis le 24 mai 2011 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La séance était présidée par Monsieur Philippe Cimadomo en sa qualité de Président-Directeur Général de la Société.

Les administrateurs ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il a été déposé à l'AMF le 20 avril 2011 et modifié le 24 mai 2011 contenant notamment (i) les motifs et intentions de ce dernier et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par HSBC France, banque présentatrice de l'Offre;
- le projet du document « Autres Informations » de l'Initiateur prévu à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport établi par Accuracy, représentée par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe remis le 1^{er} avril 2011 ;
- le rapport établi par Ledouble SA, représenté par Messieurs Dominique Ledouble et Olivier Cretté, en sa qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») ;
- Le projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Après examen des documents, les administrateurs ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- Tridimension Holding entend soutenir le développement stratégique de la Société et poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de maintenir le développement de ses produits et sa présence sur le marché des logiciels de mesure 3D;
- Tridimension Holding n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;
- Tridimension Holding n'envisage pas la réalisation d'une fusion avec Metrologic ;
- Tridimension Holding s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Metrologic en matière d'emploi. Elle n'anticipe donc pas de changements au sein des effectifs de la Société ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines de Metrologic ;

- Tridimension Holding entend s'inscrire dans la continuité de la politique de gestion de la Société en matière de relations sociales et de ressources humaines ;
 - Tridimension Holding n'entend pas procéder à une recomposition du conseil d'administration de la Société ni de sa direction ;
 - Tridimension Holding envisage de continuer une politique de distribution de dividendes conforme à la capacité distributrice de Metrologic et à ses besoins de financement ;
 - Tridimension Holding, qui détient 61,77% du capital et 70,70% des droits de vote de la Société, entend voter en faveur de la Distribution Exceptionnelle lors de l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 10 juin 2011. Les conclusions d'Accuracy représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe rappellent que *« la distribution envisagée d'un dividende exceptionnel de 61,4 millions d'euros ne compromet en aucune façon la viabilité financière de Metrologic Group, comme attesté par les trois considérations suivantes :*
 - *(i) la Société – qui n'a pas à ce jour d'engagement financier significatif – conserve, au lendemain de cette opération, une trésorerie nette positive ;*
 - *(ii) le niveau actuel et prévisible de la rentabilité de l'activité permet d'autofinancer le développement de la Société tel qu'envisagé dans le plan d'affaires du management, et ceci même dans l'hypothèse d'un scénario dégradé intégrant une baisse momentanée mais significative des ventes de licences ;*
 - *(iii) après distribution du dividende exceptionnel, le levier financier de la Société (mesuré en valeur de marché) et le taux de couverture des dépenses d'exploitation par la trésorerie nette ne s'écartent pas des niveaux de ces deux ratios observés sur deux échantillons distincts de sociétés cotées considérées comme raisonnablement comparables à Metrologic Group. »*
 - Le Prix de l'Offre est de € 38 (coupon attaché) / 22,5 € (coupon détaché) ;
 - Le Prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans la synthèse préparée par HSBC France et dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
 - Les conclusions de l'Expert Indépendant précisent que *« En définitive, dans les circonstances qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le prix proposé de :*
 - *38 € (coupon attaché) / 22,5 € (coupon détaché) dans le cadre de l'OPAS serait équitable pour des actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, au même prix que celui dont ont bénéficié les actionnaires ayant préalablement cédé leurs titres, sans perspective de retrait obligatoire,*
 - *40 € (coupon attaché) / 24,5 € (coupon détaché) est insuffisant pour en justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire, où l'Initiateur détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic à l'issue de l'Offre.*
- A l'issue de nos travaux d'analyse et de modélisation des accords conclus dans le cadre de la Transaction, nous estimons que la différence de traitement par ce dispositif complexe, entre les actionnaires et Managers de Metrologic réinvestissant ou investissant dans la holding de reprise et les actionnaires minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, ne conduit finalement pas à léser les seconds au bénéfice des premiers. »*
- Le Prix de l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate, pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, sur l'intégralité de leur participation au même prix que le prix de cession des actionnaires majoritaires lors de la cession du Bloc de Contrôle à l'Initiateur.

Le Conseil d'administration prend note que l'Initiateur n'a pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et, en tout état de cause, pas avant le 31 décembre 2011.

Le Conseil d'administration connaissance prise (w) des termes de l'Offre, (x) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (y) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par HSBC France et dans le rapport de l'Expert Indépendant (z) des éléments relatifs à la Distribution Exceptionnelle énoncés dans le rapport Accuracy, après en avoir délibéré, estime que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate.

Par ailleurs, le Conseil décide de ne pas apporter à l'Offre les (x) 36.229 actions auto-détenues par la Société, ces actions étant affectées à l'animation du marché secondaire et les (y) 2.546 actions acquises par Portzamparc affectées à la liquidité du titre dans le cadre du contrat de liquidité conclu par la Société avec cette dernière.

Madame Florence Roche indique par ailleurs apporter les titres restants qu'elle détient à l'Offre.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société a désigné Ledouble SA, représenté par Messieurs Dominique Ledouble et Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement des articles 261-1 I (1°, 2° et 4°) et 261-1 II du Règlement général de l'AMF. Le rapport de Ledouble SA est reproduit ci-dessous.

METROLOGIC GROUP

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Tridimension Holding

-II-

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par Tridimension Holding (**Tridimension** ou **l'Initiateur**)¹ sur les actions Metrologic Group (**Metrologic, la Société** ou **la Cible**), Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de Metrologic du 7 avril 2011, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'OPAS et l'éventuel retrait obligatoire qui s'ensuivra (**l'Offre**) :

- du prix d'Offre de 38 € (coupon attaché) par action Metrologic dans le cadre de l'OPAS,
- du prix de 40 € (coupon attaché) après complément de prix de 2 € par action Metrologic, qui reviendra à l'ensemble des cédants dans le cadre de la transaction préalable à l'OPAS, et des apporteurs à l'Offre, au stade du retrait obligatoire.

La présente opération s'inscrit dans le prolongement de l'acquisition le 30 mars 2011 par l'Initiateur auprès de M. Philippe Cimadomo, M. Gilles Bartoli et leurs familles respectives, d'un bloc représentant 61,77% du capital social de la Cible (**l'Acquisition** ou **la Transaction**).

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1.I (1°, 2° et 4°) et 261-1.II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

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

Indépendance

Ledouble SA² est indépendant de Metrologic et Tridimension, des entités les contrôlant au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ainsi que d'HSBC, établissement présentateur de l'Offre et de Carlyle :

¹ Tridimension est une société contrôlée par CETP II Mercury S.à.r.l., elle-même détenue par CETP II Participations S.à.r.l SICAR, filiale de *The Carlyle Group* (**Carlyle** ou **le Fonds**).

² Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec Metrologic et Tridimension ni leurs actionnaires respectifs, et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés,
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA en 2011 et au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées³,
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble SA ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁴.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'Offre (ou **l'Opération**) telle que décrite ci-dessous (§ 1.2 et § 1.3) et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Ledouble SA est donc en mesure d'accomplir sa mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en annexe 5.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission sont indiqués en annexe 1 et le calendrier d'intervention en annexe 2.

Notre base documentaire figure en annexe 4.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de Metrologic ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation, étant indiqué que nous avons également examiné le mécanisme de réinvestissement de M. Philippe Cimadomo dans Tridimension et

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

⁴ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

l'opportunité d'investissement dans Tridimension offerte à certains Managers⁵ (les Managers) de Metrologic. Ces diligences ont impliqué notamment :

- l'analyse de l'organisation juridique de l'Opération et de la structuration de l'Offre, sur la base d'entretiens avec M. Philippe Cimadomo et des représentants de Bryan Garnier & Co⁶, d'Hoche Société d'Avocats ⁷, d'HSBC⁸, de Friehe-Bouhenic⁹ et de Carlyle, ainsi que des projets de notes d'information destinées à l'AMF élaborées par Tridimension puis par Metrologic en réponse ; la liste de nos contacts figure en annexe 3,
- la compréhension de l'articulation des accords ayant régi la cession par M. Philippe Cimadomo, M. Gilles Bartoli et leurs familles respectives, de leurs actions à l'Initiateur puis la fixation des modalités de l'Offre, en ce comprises les conditions de réinvestissement de M. Philippe Cimadomo et d'investissement des Managers dans Tridimension,
- l'examen des rapports annuels et documents de référence communiqués par le management de Metrologic et de l'information réglementée accessible sur le site internet de la Société¹⁰,
- le recensement des faits ayant marqué la vie de Metrologic au cours des trois derniers exercices,
- l'appréciation des données prévisionnelles consignées dans les plans d'affaires qui nous ont été présentés,
- l'exploitation des autres informations qui ont été mises à notre disposition et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, présentées en annexe 7,
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action Metrologic et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation,

⁵ M. Charles Carbillet, M. Bertrand Eiselé, Mme Sylvie Feyel, M. Bertrand Gili et M. Didier Serciat.

⁶ Conseil financier de la Cible (Brian Garnier & Co est le conseil exclusif des actionnaires cédants).

⁷ Conseil juridique de la Cible.

⁸ Conseil financier de l'Initiateur (HSBC est le conseil exclusif de Carlyle et l'établissement présentateur).

⁹ Conseil juridique de l'Initiateur.

¹⁰ www.metrologic.fr

- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par l'établissement présentateur.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Cible et des représentants de l'Initiateur, notamment sur le processus de l'Acquisition ayant abouti au projet de l'Offre, ainsi que sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre,
- de tout dispositif pouvant, de leur point de vue, s'assimiler à un complément de prix qui ne pas bénéficierait pas aux actionnaires minoritaires.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont communiquées par les parties et leurs conseils dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier les plans d'affaires.

Les parties concernées nous ont confirmé :

- l'exhaustivité des documents juridiques de l'Opération contractualisés en dates du 30 mars 2011 et du 8 avril 2011¹¹ (dont les principaux sont recensés en annexe 4),
- que cette documentation constitue la totalité des accords existant entre elles,
- et qu'il n'existe aucun autre accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite.

¹¹ Le délai entre le *signing* (30 mars 2011) et le *closing* (8 avril 2011) est lié aux conditions suspensives afférentes au financement de l'Opération.

Contacts avec des représentants des actionnaires minoritaires

A la suite de la contestation d'actionnaires minoritaires dont la presse s'est fait l'écho dès l'annonce de la Transaction, nous avons :

- pris acte du mandat confié à l'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) par un groupe d'actionnaires pour le représenter auprès de l'AMF,
- rencontré Mme Colette Neuville, Présidente de l'ADAM, en présence de Mme Marie Chambodut, Gérant Analyste (Fonds Aesope), et recueilli leurs observations,
- examiné les trois courriers transmis par l'ADAM à l'AMF en date des 7 avril 2011, 27 avril 2011 et 13 mai 2011 joints en annexe 12 à la présente attestation,
- pris connaissance des réponses apportées à l'AMF par les conseils de l'Initiateur sur les questions soulevées dans ces courriers.

Nous nous sommes attachés à répondre dans le texte de notre rapport aux points que nous avons considéré comme relevant de notre responsabilité à l'égard des actionnaires minoritaires.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Opération (§ 1), dont l'Offre constitue l'aboutissement,
- l'activité et l'environnement de Metrologic (§ 2),
- notre évaluation multicritères de l'action Metrologic (§ 3) et la synthèse de ces travaux (§ 4), assorties de nos observations quant à l'incidence éventuelle des accords entourant l'Acquisition sur le prix d'Offre envisagé (§ 5),
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 6).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Metrologic visés par l'Offre (§ 7).

Convention de présentation du prix d'Offre

Par convention, nous nous référerons dans la présentation de nos travaux et des primes induites par les différents critères d'évaluation aux prix d'Offre de 38 € au titre de l'OPAS et de 40 € après complément de prix de 2 € au stade du retrait obligatoire ; ces prix s'entendent avant détachement du coupon qui interviendra durant l'Offre.

Après détachement du coupon, le prix d'Offre sera ramené à 22,5 € au titre de l'OPAS et à 24,5 € au stade du retrait obligatoire.

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

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 Initiateur

Tridimension Holding est une société par actions simplifiée au capital de 13.714.615 €¹², sise 4, rue Marivaux à Paris (75002), immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Paris depuis le 14 mars 2011¹³ et présidée par M. Vladimir Lasocki jusqu'au 7 avril 2011, date de la nomination de M. Philippe Cimadomo en qualité de Président de l'Initiateur.

En date de l'Offre, cette société est contrôlée par CETP II Mercury S.à.r.l. à hauteur de 64,6%, elle-même détenue par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR, filiale de Carlyle, M. Philippe Cimadomo détenant les 35,4% restants.

1.1.2. Cible

Metrologic, dont les titres sont visés par la présente opération, est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 000 000 €, sise 6, chemin du Vieux Chêne à Meylan en Rhône Alpes (38240) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble¹⁴.

Les actions composant le capital de Metrologic, au nombre de 4.000.000, sont admises depuis septembre 1999 aux négociations sur le marché Eurolist (compartiment C) NYSE – Euronext Paris ¹⁵ ; elles se répartissaient comme suit avant le transfert du bloc au 30 mars 2011, les deux actionnaires principaux en la personne de M. Philippe Cimadomo, fondateur et Président du conseil d'administration de Metrologic, et de M. Gilles Bartoli, co-fondateur et ancien dirigeant de Metrologic, détenant respectivement :

- directement et indirectement via PC Holding 50,0% du capital et 60,6% des droits de vote,

¹² A la suite de la réalisation de deux augmentations de capital pour un montant total de 13.713.615 € constatées par le Président en date du 8 avril 2011 s'ajoutant à l'apport en numéraire de 1.000 € réalisé lors de la constitution de la société.

¹³ Sous le numéro RCS 530 993 245.

¹⁴ Sous le numéro RCS 322 882 705.

¹⁵ Sous le code ISIN FR0000073975 ; la capitalisation boursière de Metrologic Group représente au 10 mai 2011 environ 160 M€.

- 11,8% du capital et 14,8% des droits de vote.

Répartition du capital et des droits de vote				
	Nombre d'actions	% total	Nombre de droits de vote	% total
PC Holding SAS	1 284 628	32,12%	2 569 256	40,48%
Philippe Cimadomo	715 772	17,89%	1 279 932	20,17%
Gilles Bartoli	470 241	11,76%	940 482	14,82%
PhC + GB	2 470 641	61,77%	4 789 670	75,47%
Flottant	1 490 584	37,26%	1 517 748	23,92%
Actions propres	36 229	0,91%	36 229	0,57%
Contrat de liquidité	2 546	0,06%	2 546	0,04%
Total	4 000 000	100,00%	6 346 193	100,00%

Les 38.775¹⁶ actions auto-détenues étant privées de droits de vote, les droits de vote attachés ne sont donc présentés ci-dessus qu'à titre théorique.

1.2 Périmètre de l'Opération et dispositif de l'Offre

Les informations suivantes sur le nombre de titres en circulation et potentiellement émis sont à relier au nombre d'actions dilué retenu dans nos travaux de valorisation (§ 1.2.3 et § 3).

1.2.1 Nombre d'actions et de droits de vote

L'Offre intervient à la suite de l'Acquisition par l'Initiateur, le 8 avril 2011, des 2.470.641 titres détenus directement¹⁷ et indirectement¹⁸ par M. Philippe Cimadomo, M. Gilles Bartoli et certains membres de leurs familles respectives représentant 61,77% du capital et 75,47% des droits de vote (§ 1.1.2).

L'acquisition des actions Metrologic s'est opérée au prix de 38 € par action.

A la suite de l'Opération, l'actionnariat de Metrologic est le suivant ; il se répartit sur un nombre total d'actions inchangé de 4.000.000 et un nombre de droits de vote réduit à 5.311.792, en raison de la suppression des droits de vote double¹⁹.

¹⁶ 36.229 actions propres + 2.546 actions dédiées au contrat de liquidité.

¹⁷ 1.186.013 actions Metrologic.

¹⁸ 1.284.628 actions Metrologic au travers de PC Holding.

¹⁹ Dans le cadre de l'opération, les droits de vote double de Philippe Cimadomo et de Gilles Bartoli ont été réduits à des droits de vote simples : 2.569.256 (PC Holding) + 715.772 (Philippe Cimadomo) + 470.241 (Gilles Bartoli) = 3.755.269 droits de vote simples.

Répartition du capital et des droits de vote				
	Nombre d'actions	% total	Nombre de droits de vote	% total
Tridimension Holding	2 470 641	61,77%	3 755 269	70,70%
Flottant	1 490 584	37,26%	1 517 748	28,57%
Actions propres	36 229	0,91%	36 229	0,68%
Contrat de liquidité	2 546	0,06%	2 546	0,05%
Total	4 000 000	100,00%	5 311 792	100,00%

1.2.2 Instruments donnant accès au capital

1.2.2.1 Plans d'achat d'actions

En dates du 17 mai 2002 et du 7 juillet 2003, le Conseil d'administration de la Société a mis en place des plans d'achat d'actions pour 7 salariés²⁰ selon les modalités suivantes :

Plans d'achat d'actions					
	Date du CA	Nombre d'options offertes	Nombre d'options exerçables*	Prix d'exercice	Date d'expiration
Plan 2002	17-mai-02	2 202	1 977	35,53 €	17-mai-12
Plan 2003	7-juil.-03	2 200	2 200	27,38 €	7-juil.-13

* en date de notre rapport

Au regard du prix de l'Offre de 38 €, les plans d'achats d'actions, qui sont dans la monnaie, ont donc été considérés comme exercés par les salariés concernés. Ces actions seront « prélevées » sur les actions existantes auto-détenues par la Société. L'impact sur la trésorerie nette de la Société a été pris en compte seulement pour mémoire dans nos travaux de valorisation²¹.

1.2.2.2 Plans d'actions gratuites

Les deux plans d'actions gratuites en vigueur au 30 septembre 2010, date de la dernière clôture annuel des comptes de la Société, portent respectivement sur 800 et 1.602 actions arrivant à échéance les 17 mars 2011 et 11 janvier 2012. Ces 2.402 actions ont été attribuées intégralement à deux salariés²² ; il nous a été confirmé par le management que leur attribution n'était soumise à aucune condition de performance.

²⁰ Les 7 bénéficiaires de stock options ne sont pas exclusivement des Managers tels que désignés dans la présente Opération (§ 1.3.3).

²¹ Le produit résultant de l'attribution de ces actions est relativement faible, par référence au différentiel entre le prix d'exercice et le PMP, rapporté au nombre d'actions visées par les deux plans : il s'élève à 7,5 K€ = 1.977 actions * (35,53 € - 16,59 €) + 2.200 actions * (27,38 € - 41,0 €).

²² Sylvie Feyel (1.600 actions gratuites) et Charles Cabillet (802 actions gratuites).

Nous avons considéré comme hautement probable la réalisation des conditions d'attribution et de conservation dans le futur des 1.602²³ actions gratuites non encore attribuées en date de l'Offre. A ce titre, celles-ci ont été intégrées dans le nombre total d'actions prises en compte dans la valorisation du titre Metrologic et ont été considérées comme prélevées sur les actions existantes auto-détenues par la Société.

1.2.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre portera sur :

- la fraction du capital de Metrologic non détenue par Tridimension, à l'exclusion des actions d'auto-détention, des actions dédiées à l'animation du titre et des actions gratuites déjà émises mais dont la période de conservation de 2 ans n'aura pas encore expiré à la date de clôture de l'Offre²⁴, soit selon les informations disponibles à ce jour **1.488.164²⁵ actions** en circulation ;
- et sur les **4.177 actions** potentielles qui résulteraient de l'exercice des plans d'achat d'actions des 17 mai 2002 et 7 juillet 2003 (§ 1.2.2).

Le nombre total d'actions sur une base diluée utilisé dans le cadre de nos travaux de valorisation de l'action Metrologic, soit **3.967.004 actions**, intègre quant à lui les éléments suivants :

- 4.000.000 actions en circulation au 31 mars 2011 ;
- minoré des 36.229 actions auto-détenues par la Société au 31 mars 2011 en dehors de celles affectées au contrat de liquidité, ainsi que de l'attribution par prélèvement sur les actions d'auto-détention (§ 1.2.1), de 4.177 actions du plan d'achat d'actions (§ 1.2.2.1) et de 1.602 actions gratuites (§ 1.2.2.2), soit *in fine* 30.450 actions d'auto-détention ;
- minoré des 2.546 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité.

1.3 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

Nos observations relatives à l'incidence éventuelle des accords décrits ci-dessous sur l'appréciation du prix d'Offre figurent plus bas (§ 5), à la suite de l'évaluation multicritères du titre Metrologic (§ 3) et de la synthèse qui en est faite (§ 4).

²³ Sylvie Feyel (800 actions gratuites) et Charles Cabillet (802 actions gratuites).

²⁴ 1.620 (actions gratuites attribuées sur l'exercice clos le 30 septembre 2010) + 800 (actions gratuites attribuées le 17 mars 2011) = 2.420 actions gratuites se répartissant entre Sylvie Feyel (1.670) et Bertrand Gili (750).

²⁵ 1.490.584 (flottant) - 2.420.

La synthèse du financement global de l'Opération, détaillé ci-après, figure à la fin du présent chapitre (§ 1.3.4).

1.3.1. Acquisition du bloc de contrôle

Aux termes de l'Offre ferme d'acquisition remise par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR en date du 15 mars 2011 portant sur l'acquisition, via Tridimension²⁶, de l'ensemble des actions Metrologic détenues directement ou indirectement par M. Philippe Cimadomo, M. Gilles Bartoli et par leurs familles respectives, les parties ont signé le 30 mars 2011, complétés par un avenant en date du 8 avril 2011 :

- Un contrat portant sur l'acquisition directe de 1.186.013 titres Metrologic représentant à cette date environ 29,65%²⁷ du capital et 35,20%²⁸ des droits de vote, au prix de 38 € par action, soit un montant de 45.068.494 €²⁹. Après impôt, la quote-part du prix d'acquisition due :
 - à M. Philippe Cimadomo s'élève à 27.008.345 €³⁰ ;
 - à M. Gilles Bartoli et aux membres de sa famille s'élève à 17.743.682 €³¹.
- Un contrat portant sur l'acquisition de 100% du capital et des droits de vote de la société PC Holding, détentrice de 1.284.628 titres Metrologic représentant à cette date environ 32,12%³² du capital et 40,73%³³ des droits de vote pour un montant total de 56.839.248 € composé de :
 - 48.815.864 € correspondant aux 1.284.628 titres Metrologic valorisés à 38 € par action ;
 - 8.023.384 € correspondant au solde créditeur et immédiatement disponible du compte bancaire ouvert au nom de PC Holding de 7.646.509 €, augmenté de 376.874 €, montant net³⁴ devant être encaissé d'ici le 20 avril 2011, après cession et apurement des actifs détenus par

²⁶ Société française créée sous la forme de SAS visant à l'acquisition du bloc de contrôle et détenue par une entité juridique de droit luxembourgeois créée ad-hoc, CETP II Mercury S.à.r.l., elle-même détenue par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR (§ 1.1.1).

²⁷ 1.186.013 / 4.000.000 (§ 1.1.2).

²⁸ (1.279.932 + 940.482 (§ 1.1.2)) / (6.346.193 – 38.775 droits de vote théoriques = 6.307.418 (§ 1.1.2)).

²⁹ 1.186.013 * 38 €.

³⁰ 715.772 actions détenues directement (§ 1.1.2) * 38 € - 190.991 € (impôt).

³¹ 470.241 actions détenues directement (§ 1.1.2) * 38 € - 125.476 € (impôt).

³² 1.284.628 / 4.000.000 (§ 1.1.2).

³³ 2.569.256 / 6.307.418 (§ 1.1.2 et supra).

³⁴ 517.919 € (encaissements prévus) – 141.045 € (décaissements prévus).

PC Holding hors titres Metrologic³⁵, d'une part, et décaissement du solde d'impôt sur les sociétés, d'autre part.

Ces contrats stipulent que le prix d'acquisition de 38 € par action pourra faire l'objet d'un ajustement à la hausse comme suit:

- si Tridimension Holding venait à détenir directement ou indirectement plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic d'ici le 30 septembre 2012, les cédants dans le cadre de la Transaction et les actionnaires ayant apporté à l'Offre (pris dans leur ensemble) se verraient attribuer un complément de prix de 2 € par action ;
- si Tridimension Holding venait à détenir, avant le 31 mars 2012, 95% du capital et des droits de vote de Metrologic à l'issue d'une ou de plusieurs offres publiques supérieures à 38 €, les cédants dans le cadre de la Transaction et les actionnaires ayant apporté aux offres publiques (pris dans leur ensemble) se verraient attribuer un complément de prix de 3 € par action.

Ces ajustements ne sont pas cumulatifs.

1.3.2. Protocole d'investissement

1.3.2.1. Financement de l'acquisition du bloc de contrôle

Selon les termes et conditions du protocole d'accord signé en date du 30 mars 2011 entre M. Philippe Cimadomo, CETP II Mercury S.à.r.l. et les Managers, en présence de Tridimension, l'acquisition du bloc de contrôle représentant 61,77%³⁶ du capital de Metrologic a été financée comme suit :

- Tridimension a procédé à une augmentation de capital³⁷ souscrite en numéraire par CETP II Mercury S.à.r.l. à hauteur de 8.858.641 €³⁸ et par M. Philippe Cimadomo à hauteur de 4.854.974 €³⁹ ;
- Tridimension a procédé à l'émission de 20.571.923 obligations convertibles en actions (OCA) souscrites en intégralité par CETP II Mercury S.à.r.l. d'une valeur nominale de 1 € chacune⁴⁰. Afin de financer l'essentiel de cette

³⁵ La valorisation de PC Holding s'entend donc sur un périmètre restreint exclusivement aux titres Metrologic et à la trésorerie disponible à la date de l'Opération.

³⁶ Acquisition directe : 29,65% et indirecte via PC Holding : 32,12% (§ 1.3.1).

³⁷ En sus de l'apport en numéraire de 1.000 € réalisé lors de la constitution de la société.

³⁸ 8.858.641 actions de valeur nominale de 1 € chacune.

³⁹ 4.854.974 actions de valeur nominale de 1 € chacune.

⁴⁰ Taux de conversion : 1 OCA = 1 action.

souscription, CETP II Mercury S.à.r.l. avait émis des PECs⁴¹ souscrits en numéraire par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR à hauteur de 13.083.742 €⁴² et par M. Philippe Cimadomo à hauteur de 7.282.461 €⁴³ ;

- CETP Mercury S.à.r.l. a octroyé un crédit relais d'un montant global maximum de 69.405.684 €⁴⁴ composé de 3 tranches, les deux premières d'un montant respectif de 18.383.202 € et 27.851.734 € ayant été utilisées pour l'acquisition du bloc de contrôle, la troisième d'un montant de 23.170.748 € étant incluse dans le financement de l'Offre (§ 1.3.2.2) ;
- Le reliquat a été financé par prélèvement sur un crédit de Tranche A et B d'un montant maximal respectif de 38.400.000 € et 9.600.000 €, dont l'objet était de financer partiellement l'acquisition du bloc, et qui s'inscrit dans le cadre plus général d'un Contrat de Crédits Senior de 66.832.760 € négocié avec un pool de banques⁴⁵ composé également :
 - d'une ligne de découvert de ramassage pour un montant maximum de 15.832.760 € ;
 - et d'un crédit renouvelable d'un montant maximal en principal de 3.000.000 € dédié au financement du cycle d'exploitation et des besoins courants de trésorerie de Metrologic.

A l'issue de cette première phase de financement de l'acquisition du bloc de contrôle, les fonds propres et quasi-fonds propres de Tridimension se répartissent comme suit :

Tridimension - Fonds propres et quasi fonds-propres						
	Nombre d'actions	% total	Nombre d'OCA	% total	Total dilué	% total
CETP II Mercury S.à.r.l.	8 859 641	64,6%	20 571 923	100,0%	29 431 564	85,8%
Philippe Cimadomo	4 854 974	35,4%		0,0%	4 854 974	14,2%
Total	13 714 615	100,0%	20 571 923	100,0%	34 286 538	100,0%

⁴¹ *Preferred Equity Certificates* ; les PECs évoqués dans la présente Opération doivent être différenciés des *Convertible Preferred Equity Certificates* (CPECs), qui contrairement aux PECs présentent la caractéristique d'être convertibles ; nous considérons ainsi que ces instruments ne peuvent pas donner à M. Philippe Cimadomo la possibilité de renforcer indirectement sa participation dans Tridimension.

⁴² Valeur nominale de 1 € chacune.

⁴³ Valeur nominale de 1 € chacune.

⁴⁴ Ce crédit sera remboursé par le dividende exceptionnel de 61,4 M€ versé par Metrologic (§ 2.7.2) et un acompte de dividendes d'un montant net de 8 M€ versé par PC Holding, égal à :

- 27,9 M€ en provenance de PC Holding,
- sous déduction de sa quote-part de dividende exceptionnel, soit 19,7 M€ = 61,4 M€ * 1.284.628 actions / 4.000.000 (§ 1.1.2).

⁴⁵ Lyonnaise de Banque, Crédit Industriel et Commercial, Crédit Lyonnais – LCL, Banque Populaire des Alpes et BNP Paribas.

1.3.2.2. *Financement de l'Offre*

Par référence au prix d'Offre envisagé de 38 € par action, le montant en numéraire appelé à être versé par Tridimension aux actionnaires minoritaires de Metrologic pour acquérir leurs titres existants et potentiels (plan d'achat d'actions) s'établirait à près de 56,7 M€⁴⁶.

Pour les besoins du financement de l'Offre, Tridimension bénéficiera :

- D'une avance en compte courant⁴⁷ consentie par CETP II Mercury S.à.r.l. constituée d'une première tranche d'un montant de 6.427.829 € et d'une seconde tranche d'un montant de 11.959.282 € financée à hauteur de 9.641.743 € par CETP II Participations S.à.r.l. SICAR et à hauteur de 2.317.539 € par M. Philippe Cimadomo dans le cadre de leur souscription à de nouvelles PECs émis par CETP II Mercury S.à.r.l. Ces avances pourront être remboursées selon les modalités suivantes :
 - par virement en espèces,
 - au moyen d'une augmentation de capital de Tridimension par l'émission d'actions ordinaires réservée à CETP II Mercury S.à.r.l. (première tranche) ou au moyen de l'émission par Tridimension d'obligations convertibles en actions au profit de CETP II Mercury S.à.r.l. (seconde tranche),
 - une combinaison des deux modalités précédentes.

Les avances en compte courant ayant pour objet de financer l'Offre, celles-ci sont amenées à être remboursées en fonds propres ou quasi-fonds propres ; néanmoins, le montant des avances ayant été estimé pour financer l'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre, elles pourront être remboursées en espèces à hauteur des titres qui ne seront pas apportés à l'Offre ;

- D'une avance en compte courant⁴⁸ consentie par M. Philippe Cimadomo d'un montant de 1.545.026 €. Les modalités de remboursement de cette avance sont identiques à celles de la première tranche de CETP II Mercury S.à.r.l. qui viennent d'être présentées⁴⁹ ;

⁴⁶ (1.488.164 + 4.177) actions * 38 € (§ 1.2.3).

⁴⁷ Rémunérée à EURIBOR 1 mois.

⁴⁸ Rémunérée à EURIBOR 1 mois.

⁴⁹ Par virement en espèces, au moyen d'une augmentation de capital de Tridimension par émission d'actions ou bien une combinaison des deux modalités.

- De la troisième tranche du crédit relais octroyé par CETP Mercury S.à.r.l. d'un montant de 23.170.748 € (§ 1.3.2.1) ;
- Du reliquat sur le crédit de Tranche A et B non utilisé dans le cadre de l'acquisition du bloc et de la ligne de découvert de ramassage (§ 1.3.2.1).

L'investissement requis de M. Philippe Cimadomo dans Tridimension sera augmenté, aussi bien en fonds propres qu'en quasi-fonds propres⁵⁰, en fonction du pourcentage du capital et des droits de vote que l'Offre permettra à l'Initiateur de récupérer, étant précisé que l'investissement total⁵¹ de M. Philippe Cimadomo ne pourra pas dépasser une fourchette maximale comprise entre 14 M€⁵² et 16 M€⁵³.

En supposant que l'intégralité des titres ait pu être récupérée suite à l'Offre et ainsi que les avances en comptes courants aient été remboursées intégralement en actions ou obligations convertibles, les fonds propres et quasi-fonds propres de Tridimension se répartiront à l'issue de l'Offre comme suit :

Tridimension - Fonds propres et quasi fonds-propres						
	Nombre d'actions	% total	Nombre d'OCA	% total	Total dilué	% total
CETP II Mercury S.à.r.l.	15 287 470	70,5%	32 531 205	100,0%	47 818 675	88,2%
<i>Acquisition du bloc</i>	8 859 641	40,9%	20 571 923	63,2%	29 431 564	54,3%
<i>Financement de l'Offre</i>	6 427 829	29,6%	11 959 282	36,8%	18 387 111	33,9%
Philippe Cimadomo	6 400 000	29,5%	0	0,0%	6 400 000	11,8%
<i>Acquisition du bloc</i>	4 854 974	22,4%		0,0%	4 854 974	9,0%
<i>Financement de l'Offre</i>	1 545 026	7,1%		0,0%	1 545 026	2,8%
Total	21 687 470	100,0%	32 531 205	100,0%	54 218 675	100,0%

1.3.3. Investissement des Managers

Selon les termes et conditions du protocole d'accord signé en date du 30 mars 2011 entre M. Philippe Cimadomo, CETP II Mercury S.à.r.l. et les Managers, en présence de Tridimension Holding :

- Une augmentation de capital de Tridimension d'un montant total de 357.142 € par l'émission de 357.142 ABSA⁵⁴ 1 sera réalisée au bénéfice exclusif des Managers pour un prix de souscription total de 599.999 €. A chaque action

⁵⁰ M. Philippe Cimadomo a consenti une « Promesse Synallagmatique d'offre et de souscription de PECs » au titre de laquelle il s'engage à souscrire des nouveaux PECs de CETP II Mercury S.à.r.l. à chaque fois que celle-ci sera tenue de souscrire à une nouvelle émission d'OCA de Tridimension.

⁵¹ Comprendant les sommes investies dans Tridimension en capital et dans CETP II Mercury S.à.r.l. sous forme de PECs.

⁵² Tant que l'Offre ne permet pas d'acquérir plus de 95% du capital et des droits de vote de la Cible.

⁵³ En cas d'acquisition de 100% du capital et des droits de vote de la Cible.

⁵⁴ Actions à Bons de Souscription d'Actions (ABSA).

émise sont attachés 4 BSA, chaque BSA devant être souscrit pour un montant de 0,17 euros ; ce rapport a été déterminé à dire d'expert. Il sera donc émis 1.428.568⁵⁵ BSA pour la totalité des actions émises pour un prix de 242.856 €⁵⁶.

Les Managers pourront souscrire aux ABSA 1 par apport en numéraire ou par apport en nature des actions de Metrologic valorisées à 38 € ou à 40 € si la clause d'ajustement de prix de 2 € prend effet (§ 1.3.1).

Le nombre d'ABSA pouvant être souscrit par chaque Manager sera déterminé à part égale entre eux.

Les BSA ne sont exerçables qu'en cas de sortie totale de CETP II Mercury S.à.r.l. et M. Philippe Cimadomo du capital de Tridimension ; chaque BSA donne le droit de souscrire une action pour un prix de souscription de 1 €.

- En cas d'acquisition de 100% du capital et des droits de vote de Metrologic suite à l'Offre, une augmentation de capital de Tridimension d'un montant total de 119.048 € par l'émission de 119.048 ABSA 2 (dont les termes sont identiques aux ABSA 1) sera réalisée au bénéfice exclusif des Managers et d'autres mandataires ou salariés du Groupe actuels ou futurs pour un prix de souscription total de 200.000 €.
- Un plan d'actions gratuites⁵⁷ au bénéfice exclusif des Managers sera mis en place, les actions gratuites résultant de ce plan devant représenter 4% du capital de Tridimension après l'émission des ABSA 1, sans prise en compte de la dilution pouvant résulter de la conversion des obligations convertibles émises par Tridimension dans le cadre du financement de l'Offre et de l'exercice des BSA attachés aux ABSA. Ces actions gratuites seront réparties entre les Managers comme suit :

Actions gratuites	
	%
Mme Sylvie Feyel	20,35%
M. Charles Cabillet	16,80%
M. Bertrand Eisele	19,30%
M. Bertrand Gili	23,20%
M. Didier Serviat	20,35%
Total	100%

⁵⁵ 357.142 * 4.

⁵⁶ 599.999 – 357.142.

⁵⁷ Période d'acquisition de 2 ans suivie d'une période de conservation de 2 ans pendant laquelle ces actions restent indisponibles et donc incessibles.

1.3.4. Synthèse du financement global de l'opération

En sus du coût d'acquisition du bloc de contrôle de 101,6 M€⁵⁸ (§ 1.3.2.1) et de l'Offre de 56,7 M€ (§ 1.3.2.2), les différents financements obtenus permettront à Tridimension de financer :

- 4,6 M€ de coûts de transaction ;
- 1,5 M€ de coûts fiscaux ;
- l'éventuel complément de prix de 2 € par action en cas de détention de plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic soit un coût de 7,9 M€⁵⁹.

En synthèse, la structure du financement global de l'opération, d'un montant total de 172,4 M€, ainsi que l'utilisation des fonds, dans l'hypothèse où 100% des actions Metrologic sont acquises, se présentent comme suit :

Ressources				Emplois			
	Contrepartie	Section	M€		Actions	Section	M€
Constitution	CETP II Mercury	§ 1.3.2.1	0,0	Acquisition directe	1 186 013	§ 1.3.1	45,1
Augmentation capital	CETP II Mercury	§ 1.3.2.1	8,9	Frottements fiscaux		§ 1.3.1	(0,3)
Augmentation capital	P. Cimadomo	§ 1.3.2.1	4,9	Acquisition indirecte	1 284 628	§ 1.3.1	48,8
Augmentation capital - ABSA 1	Managers	§ 1.3.3	0,6	Cash acquis		§ 1.3.1	8,0
Augmentation capital - ABSA 2	Managers	§ 1.3.3	0,2	Bloc	2 470 641		101,6
OCA	CETP II Mercury	§ 1.3.2.1	20,6				
Crédit relais - T1	CETP II Mercury	§ 1.3.2.1	18,4	Actions existantes	1 488 164	§ 1.3.2.2	56,6
Crédit relais - T2	CETP II Mercury	§ 1.3.2.1	27,9	Actions potentielles	4 711	§ 1.3.2.2	0,2
Crédit relais - T3	CETP II Mercury	§ 1.3.2.2	23,2	Offre	1 492 875		56,7
Dette senior - TA	Banques	§ 1.3.2.1	38,4				
Dette senior - TB	Banques	§ 1.3.2.1	9,6	Coûts de transaction		§ 1.3.4	4,6
Avance compte courant - T1	CETP II Mercury	§ 1.3.2.2	6,4	Coûts fiscaux		§ 1.3.4	1,5
Avance compte courant - T2	CETP II Mercury	§ 1.3.2.2	12,0	Complément - bloc	2 470 641	§ 1.3.4	4,9
Avance compte courant - T3	P. Cimadomo	§ 1.3.2.2	1,5	Complément - Offre	1 492 875	§ 1.3.4	3,0
Total			172,4	Total			172,4

⁵⁸ 45,1 M€ (acquisition directe) + 56,8 M€ (acquisition de PC Holding) – 0,3 M€ (impôt).

⁵⁹ (1.186.013 actions « directes » issues du bloc + 1.284.628 actions « indirectes » issues du bloc via PC Holding + 1.488.164 actions dans le cadre de l'Offre + 4.177 actions potentielles) * 2 €.

1.3.5. Rémunération de M. Philippe Cimadomo

Suite à la décision du Comité Stratégique de Tridimension du 8 avril 2011, M. Philippe Cimadomo percevra en contrepartie de ses fonctions de Président de Tridimension, une rémunération annuelle brute de 185.000 € tant que Tridimension sera Président de PC Holding. Par la suite, il percevra un salaire fixe de 170.000 € ainsi qu'une part variable de 30.000 € dont les objectifs seront déterminés annuellement par le Comité Stratégique.

M. Philippe Cimadomo ne percevra aucune autre rémunération et conservera le maintien des avantages en nature dont il bénéficie actuellement⁶⁰.

⁶⁰ Utilisation d'une voiture de fonction d'une valeur de 145.000 € ayant procuré au 30 septembre 2010 un avantage en nature de 9.852 € (en tant que Président et Directeur Général de Metrologic, M. Philippe Cimadomo a perçu au cours de l'exercice clos le 30 septembre 2010 une rémunération de 69.852 € dont 9.852 € au titre de l'utilisation personnelle d'une voiture de fonction).

1.3.6. *Pacte d'associés entre CETP II Mercury S.à.r.l. et M. Philippe Cimadomo*

Le pacte signé entre les parties en date du 8 avril 2011 prévoit les principales dispositions suivantes, qui ne peuvent être modélisées en tant que telles :

- Le Président est nommé pour une durée limitée ou illimitée et est révocable *ad nutum* par les actionnaires statuant à la majorité simple ;
- Les parties envisagent, dans le cadre d'un processus de transition managériale, de remplacer le Président actuel de Tridimension sous un délai de 3 à 5 ans par une personne disposant des compétences et expertises nécessaires pour gérer et développer le groupe Metrologic ;
- M. Philippe Cimadomo ne peut transférer ses titres Tridimension pendant une période de 3 ans à compter de la date de signature de ce pacte ; cette période d'incessibilité est limitée à 1 an pour CETP II Mercury S.à.r.l. ;
- Un processus pour une sortie totale peut être initié par CETP II Mercury S.à.r.l. à tout moment après l'expiration d'un délai de 12 mois à compter de la date de signature du pacte ; ce délai est de 6 ans pour M. Philippe Cimadomo sous réserve que ce dernier détienne moins de 10% de Tridimension, étant précisé néanmoins que seul CETP II Mercury S.à.r.l. aura la possibilité d'exiger des autres associés de céder la totalité de leurs titres à l'issue du processus de cession ;
- En cas de transfert de contrôle par CETP II Mercury S.à.r.l., M. Philippe Cimadomo bénéficie d'un droit de cession de la totalité de ses titres ;
- Le droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale dont bénéficie M. Philippe Cimadomo ne peut être exercé qu'en cas de transfert par CETP II Mercury S.à.r.l. de tout ou partie de ses titres dans Tridimension et uniquement aux mêmes prix, termes et conditions que ceux proposés par l'acquéreur potentiel à CETP Mercury S.à.r.l.

En dehors de ces dispositions particulières, le pacte régit classiquement les rapports entre les associés de Tridimension ; il dispose notamment qu'en cas de transferts de titres :

- Un droit de préemption bénéficie à CETP II Mercury S.à.r.l. lorsque le cédant est M. Philippe Cimadomo, et réciproquement ;
- Chacun des associés de Tridimension bénéficie d'un droit de cession conjointe proportionnelle.

En outre, aux termes du pacte, M. Cimadomo et les Managers sont tenus par une clause de non-concurrence à compter de la date du pacte et jusqu'à l'expiration d'une période de 2 ans à compter de la date à laquelle ils ne détiendront plus de titres.

Le pacte stipule enfin que M. Philippe Cimadomo siègera au comité stratégique et au comité exécutif de Tridimension.

1.3.7. Retrait obligatoire

Dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Metrologic ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a fait part de son intention, dès la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des actions Metrologic qu'il ne détiendrait pas.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions susmentionnées, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de Metrologic qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

L'Initiateur se réserve en outre le droit, dans la mesure où il ne pourrait pas mettre en œuvre un retrait obligatoire comme indiqué ci-dessus, de demander à NYSE - Euronext Paris la radiation des actions Metrologic du marché réglementé NYSE - Euronext Paris. NYSE - Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des actions Metrologic était réduite à la suite de l'Offre, de telle sorte que la radiation serait dans l'intérêt du marché, sous réserve des règles de celui-ci.

2. PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT DE METROLOGIC

2.1. Positionnement de Metrologic sur son secteur

2.1.1. *Activité*

Metrologic, créée en 1980, est éditeur de logiciels de mesure en 3D (solutions logicielles de mesure 3D, étude et fabrication de systèmes de contrôle dimensionnel et services associés).

La technologie développée par Metrologic, utilisée notamment dans l'automobile et l'aéronautique, permet une connexion des logiciels à la plupart des systèmes de mesure du marché, incluant les machines à mesurer tridimensionnelle (MMT), bras polyarticulés, lasers trackers et scanners optiques 3D, qui correspondent aux évolutions les plus récentes. Sous la nécessité d'une production de masse de pièces mécaniques certifiées, la technologie est en effet passée des palpeurs (utilisés pour la mesure de pièces de taille importante par le relevé de coordonnées) aux points 3D (permettant de déterminer les écarts par rapport aux spécifications avec une technologie CAO)⁶¹. Metrologic maîtrise l'ensemble de ces métiers, compte tenu de sa longue expérience du secteur, qui remonte à sa création.

Du développement de systèmes électroniques à l'origine, l'activité de la Société a ainsi évolué vers l'édition de logiciels 3D intégrant :

- des solutions logicielles adaptables à des instruments de mesure,
- le rééquipement et la maintenance de systèmes de mesure 3D,
- la prestation de services (installation, vérification, réglage, formation).

Pour autant, Metrologic ne développant que du software, son activité n'est pas capitalistique (les investissements se résument pour l'essentiel à de l'équipement informatique et des logiciels) ; des dépenses importantes sont en revanche engagées au titre de la recherche et développement (R&D)⁶².

En tant que fournisseur de logiciels et prestataire de services, Metrologic axe son développement sur le marché du rééquipement, par opposition au marché de la machine neuve, et dès lors entre sur ce créneau en concurrence avec les constructeurs de machines (§ 2.2.1).

⁶¹ Les palpeurs peuvent ainsi être remplacés par des scanners optiques ; les deux technologies sont parfois combinées.

⁶² La récurrence des frais de R&D explique qu'ils soient enregistrés comptablement en charges (§ 2.7.1).

2.1.2. Structure du groupe

La distribution est réalisée au travers de 6 filiales commerciales (Allemagne, Espagne, Italie, Mexique, USA, Suède) et d'une vingtaine de distributeurs exclusifs, assurant la présence du groupe dans une trentaine de pays. Metrologic tend à intégrer progressivement ses distributeurs, mais la surface commerciale reste limitée au regard des ambitions de développement de la Société.

Les acquisitions de filiales opérationnelles ont connu des aléas liés en particulier aux cycles économiques, rythmant l'activité⁶³ :

- c'est le cas d'ATT, prestataire de services auprès de Boeing ; cette activité, qui a connu des revers en 2010, reprend au rythme de l'aéronautique aux Etats-Unis (B787), comptant parmi les principaux donneurs d'ordres⁶⁴ ;
- Metrolec en France, qui assure des prestations de services spécifiques, a également subi des difficultés⁶⁵.

2.2. Caractéristiques du marché de la métrologie 3D

Remarque liminaire :

Nous nous sommes référés principalement aux informations de marché communiquées par la Société et aux extraits d'une étude Arthur D. Little adressée à Carlyle à l'issue des due diligences réalisées dans le cadre de la Transaction.

2.2.1. Situation du marché en 2010 et part revenant à Metrologic

Sur le marché de la machine à mesurer, qui a atteint sa maturité, cohabitent un nombre relativement limité de leaders et fabricants « Original End Manufacturer » (OEM) tels que Hexagon, Zeiss, Leica, Renishaw, Metris (Nikon Metrology)⁶⁶, et des petits constructeurs. La technologie de mesure sans contact (capteurs optiques, faisceaux laser) se substitue inéluctablement aux équipements traditionnels ; c'est sur

⁶³ Outre les deux sociétés mentionnées, Metrologic Services (France) est également une filiale de services.

⁶⁴ Le *timing* décalé (avant crise) dans le processus d'acquisition à 60% d'ATT pour un montant de 3,5 M€ (5,4 M\$) a provoqué une baisse de chiffre d'affaires de 34% en 2009/2010, la valeur du *put* des minoritaires conditionné par un multiple de PER étant passée de 2 M€ en 1999 à 1,2 M€ en 2010 (§ 2.7.1).

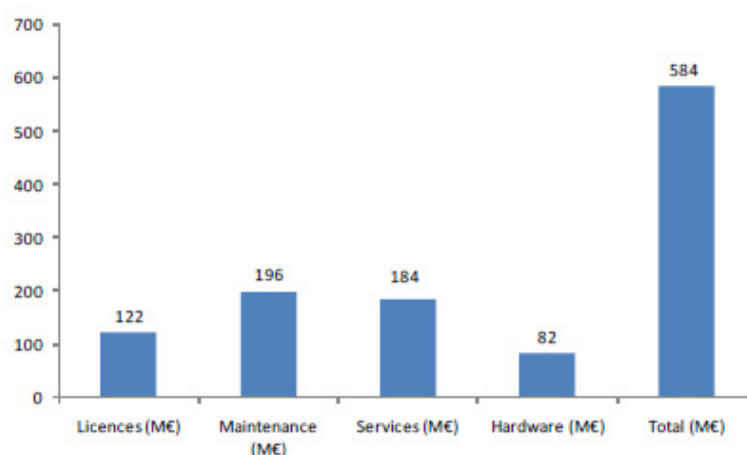
⁶⁵ Pour mémoire, la restructuration de Metrolec, prestataire de services d'ingénierie (acquis 1,2 M€), s'est soldé par un plan social en 2008/2009 ayant réduit le personnel de 25 à 9 personnes.

⁶⁶ Source : Metrologic.

ces systèmes de mesure modernes que Metrologic développe des interfaces et fonctionnalités.

Les deux segments de marché identifiables correspondent, d'une part, au marché de la machine neuve (élargissement du parc, remplacement de machines) et, d'autre part, à celui du rééquipement des machines installées (rétrofit).

Les revenus du marché mondial du software de mesure 3D ont représenté en 2010 l'équivalent de 584 M€⁶⁷, répartis comme suit (en M€) :



Source : Arthur D. Little viewpoint, 3D measurement software market, 18 avril 2011

Les ordres de grandeurs en nombre de licences sont les suivants :

- Ventes de licences : 11.150 licences dont 6.000 licences de nouvelles machines, et 5.150 licences au titre du retrofit ; prix moyen par licence : 11 K€.
- Maintenance : sur 110.000 licences en base installée (correspondant approximativement au nombre de machines à mesure existantes), 73% sont assorties de contrats de maintenance⁶⁸.
- Services (tests, installation, mesure, calibration) : sur les licences vendues (11.150) et la base installée (110.000) ; prix moyen : de 3,7 K€ à 4 K€ ; *outsourcing* dans l'industrie aéronautique américaine.
- Hardware (retrofit) : à relier aux 5.150 licences « rétrofitées », dont 80% requièrent un hardware ; prix moyen par retrofit : 20 K€.

⁶⁷ Source : Arthur D. Little.

⁶⁸ Le client de Metrologic, après acquisition d'une licence, conserve le choix de souscrire ou non un contrat de maintenance (contrairement à la pratique observée chez des concurrents de taille plus importante).

La part « adressable » des ventes de licences sur ce marché *i.e.* revenant potentiellement à Metrologic s'établit à 51 M€ (42%) équivalent à environ 4.121 licences (37%), sur le créneau haut de gamme excluant le software de base :

- High end software (software de haut niveau) : 1.841 licences,
- Compatible software (software multi-compatible) : 2.280 licences.

A la différence des logiciels « basiques » des bureaux d'étude, l'activité de Metrologic est exposée aux aléas industriels (principalement dans les secteurs automobile et aéronautique), son cœur de clientèle étant constitué de « grands comptes » ; une partie des ventes de licences est réalisée auprès de fabricants de machines à mesurer au sommet de la pyramide caractérisant les différentes strates du marché et l'univers concurrentiel :



Metrologic est pour l'heure bien positionné sur le haut de marché et les grands comptes (« Tier 1 ») ; toutefois, dans la mesure où les trois étages de cette pyramide deviennent de plus en plus interdépendants, la Société tente un élargissement de son portefeuille de clientèle sur le créneau de plus petites entreprises de type fournisseurs d'équipements / intégrateurs (« Tier 2 »), avec une offre de logiciels plus simples et moins chers, étant observé que les sous-traitants « de niveau 2 » progressivement approchés par la Société (jusqu'au « Tier 3 ») peuvent être prescrits par les constructeurs eux-mêmes.

2.2.2 Tendances à moyen terme

Deux scénarios sont envisagés à l'horizon 2020⁶⁹ :

- consolidation de la position des fabricants de machines,
- ou recours par les fabricants de machines aux petits éditeurs de logiciels.

Selon l'émergence de l'un ou l'autre de ces cas de figure, le marché occupé par les acteurs indépendants tels que Metrologic pourrait croître annuellement entre 2015 et 2020 de 0,02% à 3,3%, sur un marché en progression de 2,6%, le risque principal étant une intégration accrue entre hardware et software au bénéfice des grands acteurs de la métrologie ; à titre indicatif, les deux principaux OEM (Hexagon et Zeiss) ont procédé au rachat de nombreux fabricants de machines⁷⁰ afin de consolider leur position.

Dans ces conditions, il s'avère indispensable pour les éditeurs de logiciels tels que Metrologic, afin de maintenir un contact direct et indirect avec les clients, d'interagir de façon continue avec les équipes de services réalisant les mesures tridimensionnelles chez ces derniers, ainsi que les réseaux de distribution en marge des débouchés assurés par les filiales en propre (§ 2.1.1).

2.2.3. Barrières à l'entrée

Les barrières à l'entrée sur le marché, essentiellement technologiques, sont liées en particulier au code source⁷¹.

La longueur des cycles de décision des clients constitue également une barrière à l'entrée pour des sociétés ne disposant pas de la surface financière suffisante pour s'adapter à ces processus décisionnels.

2.3. Business model

2.3.1. Typologie et formation des revenus

Les logiciels commercialisés par Metrologic répondent aux besoins d'un sous-segment très spécifique du marché qui peut encore être qualifié de « niche » ; ces produits étant diffusés sous licence et au travers des contrats de maintenance, environ 90% de ces contrats de maintenance sont renouvelés annuellement ; ils perpétuent, selon une logique de pénétration progressive du marché et de

⁶⁹ Source : Arthur D. Little.

⁷⁰ A raison d'environ un tiers de la population existante.

⁷¹ Le « piratage » reste faible, dans la mesure où une licence seule est dépourvue de valeur d'utilité.

renforcement sur la durée de la présence auprès de la clientèle (§ 2.2.2), les revenus tirés des licences, lesquels sont très liés au contexte économique et aux investissements industriels (§ 2.4).

Il en est de même de l'activité de services, partie intégrante des activités propres au secteur (§ 2.2.1), consistant schématiquement en des prestations *in situ*, que Metrologic développe en parallèle avec les ventes de licences et la maintenance, via certaines filiales spécialisées (§ 2.1.2).

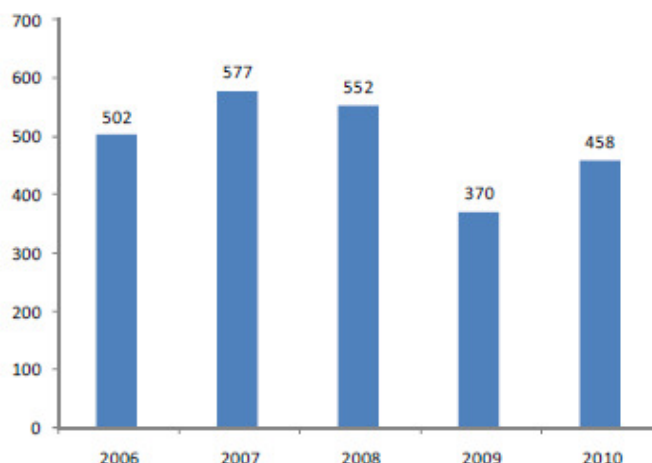
La Société s'appuie également sur le concept de production industrielle sous forme de « briques » (options) correspondant à des modules agrégés en fonction des besoins exprimés par les clients.

2.3.2. Volume de ventes de licences

Le parc installé par Metrologic est de l'ordre de 10.000 machines⁷².

On peut considérer, au vu des volumes de ventes de licences, que Metrologic pèse à hauteur d'environ 10% sur le marché « adressable » annuellement (§ 2.2.1), ce qui lui confère dans l'absolu un potentiel de croissance.

L'historique de ventes de licences est le suivant :



Les prévisions moyennes de ventes annuelles à l'horizon 2013 et 2015 s'inscrivent à l'intérieur de cette fourchette historique, le prix de vente moyen de ces licences étant par ailleurs stabilisé à son niveau actuel.

⁷² Dont la moitié au titre de la clientèle de grands comptes ; 60% de ces machines sont estimés encore en fonction (source : Metrologic).

2.3.3. Principaux clients

Approximativement 50% des licences sont vendues à des clients existants ; il s'agit essentiellement de clients de rang 1 et 2 dans l'automobile en Europe, ne présentant plus pour la Société de perspectives importantes de croissance en raison de l'effet de saturation du parc⁷³ et de l'absence d'augmentation de leur capacité de production.

41% du chiffre d'affaires de Metrologic est réalisé dans l'automobile, 30% dans l'aéronautique⁷⁴ ; ces deux principaux débouchés sont des industries cycliques, dont la croissance moyenne à long terme n'est pas supérieure au PIB ; à part de marché constante, la croissance de Metrologic peut donc *a priori* être estimée à 2-3% par an.

Sur l'exercice 2009-2010, aucun client n'a représenté plus de 10% du chiffre d'affaires, le « top ten » des clients totalisant 38% du chiffre d'affaires. La Société confirme qu'elle n'a pas identifié de risque lié à la dépendance à l'égard d'un nombre restreint de clients⁷⁵ ; elle ne dispose en réalité que d'une visibilité très courte sur le carnet de commandes (de l'ordre de quelques mois seulement), et s'appuie sur des contrats cadre, qui ne lui garantissent cependant pas de revenus sur le long terme, et n'emportent pas d'engagements précis de la part des clients.

Les clients traditionnels et nationaux étant désormais équipés, il convient désormais de conquérir des marchés à l'étranger. Le chiffre d'affaires réalisé en conquête commerciale⁷⁶ apparaît donc comme le seul vrai levier de développement, d'où la nécessité d'investir dans la recherche de relais de croissance, notamment à l'étranger ; la Société a amorcé ce virage déterminant pour son avenir, en poursuivant l'embauche de commerciaux et technico-commerciaux.

2.4. Exposition aux cycles économiques

La Société s'est développée sur 30 ans au fil des demandes et des cycles économiques, en particulier dans le secteur automobile. Comme observé pendant la dernière crise qui a particulièrement touché ce secteur, et dont les effets sont encore perceptibles, l'activité de Metrologic est très liée au cycle industriel et technologique, dont la durée tend toutefois à se réduire.

⁷³ Les relations avec ces clients remontent généralement à plus de 10 ans.

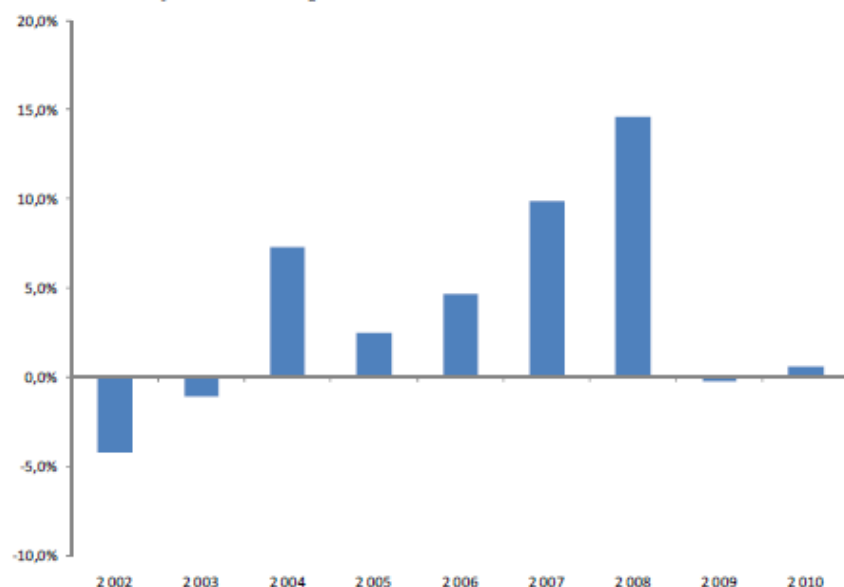
⁷⁴ A titre d'exemples de clients historiques, peuvent être cités :

- VW, Peugeot, Renault ; Volvo, BMW, Daewoo, Hundai, Jaguar, Honda (automobile),
- Boeing, Airbus ; Gulfstream, Embraer, Cessna, Messier-Dowty, Snecma (aéronautique).

⁷⁵ Source : rapport annuel 2009-2010.

⁷⁶ Dans de nouveaux secteurs (tels que l'énergie).

L'évolution au cours des 10 dernières années montre que la progression des ventes est corrélée au cycle économique⁷⁷ :



2.5. Positionnement concurrentiel

L'environnement concurrentiel est peuplé de différents groupes français et étrangers présents, à des degrés divers, aux différentes strates de la « pyramide » (§ 2.2.1)⁷⁸ :

Groupe	Nationalité	Tier 1	Tier 2	Tier 3
Delcam	Royaume-Uni			X
Faro	Etats-Unis			X
Hexagon	Suède	X	X	X
InnovMetric	Canada	X	X	
Mitutoyo	Japon		X	
New River Kinematics (NRK)	Etats-Unis	X		
Wenzel	Allemagne	X		
Zeiss	Allemagne	X		

⁷⁷ Source : Metrologic.

⁷⁸ Source : Metrologic.

Bien que ces groupes exercent des activités connexes à celles de Metrologic, l'étalonnage de la Société par rapport aux « comparables » reste difficile.

2.5.1. *Stratégie « différenciante »*

Les OEM (Hexagon, Faro) / équipementiers (Renishaw), développent des logiciels propriétaires, contrairement à Metrologic qui s'est concentré sur un concept de logiciel multi-compatible, permettant le remplacement de parcs entiers de matériel. La stratégie de Metrologic, comme celle d'autres acteurs « pure software » ou considérés comme tels (Delcam, Innov Metric, NRK,...) s'oppose à celle des groupes qui développent du logiciel pour leurs propres machines. L'offre de Metrologic cantonne donc les constructeurs à leur activité hors logiciel.

La force de la Société est d'être en mesure de substituer des logiciels interfaçables avec tous types de machines, sur des parcs concurrents et en accord avec la direction qualité désireuse d'harmoniser l'équipement en logiciel du parc de machines, quelle qu'en soit la provenance ; le seul gros concurrent en retrofit est Hexagon, qui, contrairement à Zeiss offre une multi-compatibilité :

- sur le segment de marché des machines neuves, certains constructeurs ont abandonné le développement du logiciel, en se concentrant sur la partie mécanique de la machine, afin de retrouver des parts de marché et une technologie supérieure à celle de leur logiciel propriétaire,
- sur le segment de marché du rééquipement, les clients potentiels sont les utilisateurs de MMT de plus de 3 à 10 ans, en particulier les groupes industriels constructeurs d'automobiles ou d'avions⁷⁹.

2.5.2. *Logique partenariale*

Metrologic travaille en relation avec de nombreux partenaires, en premier lieu des OEM, mais également des spécialistes de la CAO ; Dassault Systèmes, qui représente un canal spécifique, en est l'illustration, avec un contrat signé en 2000 pour le développement d'une application logiciel intégrée avec Catia V5, Dassault Systèmes (Delmia) étant rémunéré par voie de royalties pour chaque version V5 vendue ; pour autant Dassault Systèmes ne peut être considéré ni comme un concurrent, ni comme un comparable de Metrologic, compte tenu entre autres de sa taille beaucoup plus importante, de la variété de ses métiers et de l'étendue de sa surface commerciale⁸⁰.

⁷⁹ Source : document de référence 2007 – 2008.

⁸⁰ A titre indicatif :

La descente annoncée dès 2008/2009, vers des sous-traitants de niveau 2 (§ 2.2.1), nécessiterait une force commerciale plus importante et une transformation structurelle de la Société. Ceci constitue un des enjeux principaux du futur, susceptible d'entraîner une diminution des marges qui serait l'envers de l'expansion.

La pratique d'appels d'offres, courante dans l'automobile (Ford, GM), rappelle par ailleurs le fait que les positions ne sont jamais définitivement acquises, le risque de mise en concurrence étant omniprésent.

2.6. Evolution de la performance et freins à la rentabilité

2.6.1. Décalage entre prévisions et réalisations

Selon le communiqué de presse du 5 mai 2011, le chiffre d'affaires du premier semestre 2010-2011, en croissance de +8,3% par rapport à la même période de l'exercice précédent, est en retrait par rapport aux prévisions ; Metrologic ajuste ses prévisions pour les 3 prochaines années sur une progression annuelle des ventes de 6% à 8%, qui conduirait à un chiffre d'affaires de 33 M€ en 2012-2013 contre 27 M€ en 2009-2010 (§ 2.6.3).

Si les budgets ont dans l'ensemble été réalisés au cours des exercices précédents, les prévisions sur plusieurs exercices se sont avérées moins fiables, en l'absence de processus itératif de prévisions à moyen terme (§ 3.4.2)⁸¹.

2.6.2. Structure de coûts

La structure de coûts est dominée par les charges de personnel ; elle présente donc la caractéristique d'être relativement fixe, et dans la mesure où ces derniers sont maîtrisés, n'offre pratiquement aucune marge de progression de la rentabilité, toutes

-
- la capitalisation boursière de Dassault Systèmes est de près de 7 Md€ *versus* 160 M€ pour Metrologic,
 - la liquidité du titre Dassault Systèmes est également beaucoup plus importante que celle de Metrologic,
 - le chiffre d'affaires de Dassault Systèmes en 2010 est proche de 1,6 Md€ *versus* 27 M€ pour Metrologic,
 - l'automobile et l'aéronautique représentent 40% du chiffre d'affaires de Dassault Systèmes *versus* 71% pour Metrologic,
 - le marché « adressable » de Dassault Systèmes est beaucoup plus large que pour Metrologic,
 - d'après les informations dont nous disposons, Metrologic consacre un peu plus de 5 % du chiffre d'affaires aux dépenses commerciales et marketing *versus* près d'un tiers du chiffre d'affaires chez Dassault Systèmes.

⁸¹ A titre d'exemple l'objectif de chiffres d'affaires à 45 M€ en 2012, encore cité par Portzamparc mi-2010 (§ 3.1.3), a été décalé à plusieurs reprises, et n'est finalement plus d'actualité.

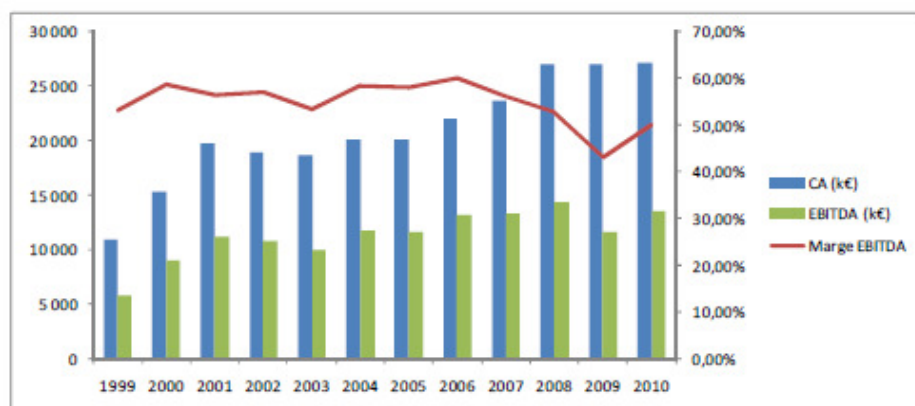
choses égales par ailleurs ; le levier ne peut donc être qu'opérationnel au travers de l'augmentation des revenus.

Face à un risque d'effet ciseau entre la baisse possible des prix et l'augmentation quasiment inévitable des salaires, la pérennité de la rentabilité, du fait de la prégnance des frais de personnel déjà comprimés, est ainsi, au même titre que l'évolution du portefeuille de clients, l'un des principaux paris pour l'avenir (§ 2.5.2).

2.6.3. Evolution de la rentabilité

Le chiffre d'affaires au titre du dernier exercice clos le 30 septembre 2010 s'élève à 27 M€, pour un effectif d'environ 150 personnes⁸².

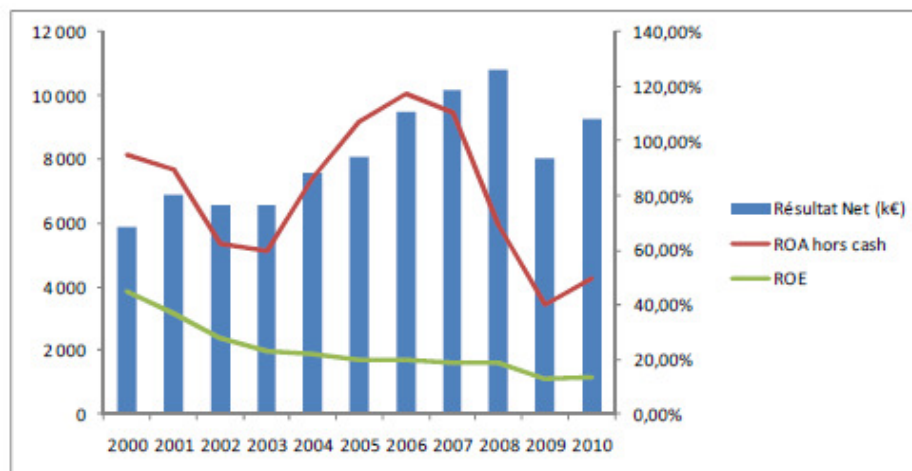
Au regard de l'information consolidée communiquée par la Société, sa profitabilité, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBE ou EBITDA) a connu l'évolution suivante depuis 1999 :



Le taux de marge d'EBITDA, relativement stable sur la période 1999-2010, ressort en moyenne à 54,8%. Les taux de croissance annuels cumulés du chiffre d'affaires et de l'EBITDA suivent donc des progressions parallèles : 8,6% pour le chiffre d'affaires et 8,0% pour l'EBITDA.

Les évolutions du *Return on Asset* (ROA) hors cash et du *Return on Equity* (ROE) sont présentées ci-dessous :

⁸² 145 personnes au 30 septembre 2010 (dont 76 ingénieurs et cadres et 69 employés et techniciens) versus 155 personnes au 30 septembre 2009 (dont 66 ingénieurs et cadres et 89 employés et techniciens).

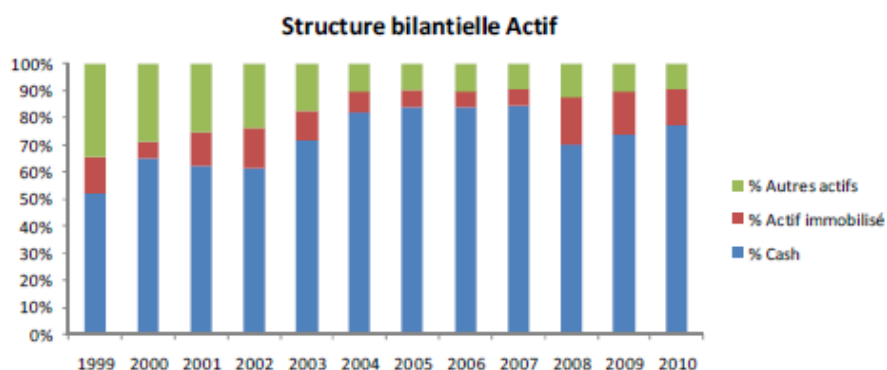


Le taux de croissance annuel cumulé du résultat net entre 2000 et 2010 est de 4,6%. Contrairement à la rentabilité d'exploitation, le ROA hors cash ainsi que le ROE suivent une tendance baissière depuis plusieurs années. La dégradation des agrégats pendant la crise des années 2008-2010 associée à l'apparition au bilan de *goodwill* et d'immobilisations incorporelles sous l'effet d'opérations de croissance externe pendant l'exercice 2007-2008 (§ 2.1.2) explique les mouvements observés sur le ROA hors cash.

2.6.4. Structure bilantielle

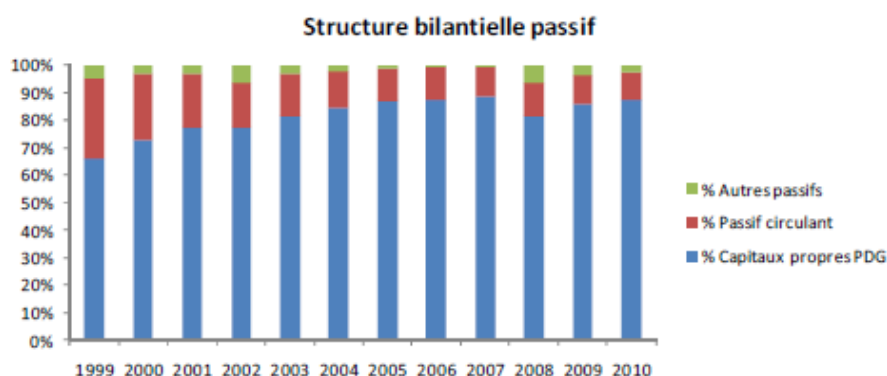
L'analyse de la structure financière historique de Metrologic met en avant la faible intensité capitalistique de l'activité ainsi qu'un besoin en fonds de roulement (BFR) structurellement négatif impactant favorablement la trésorerie.

L'évolution de l'actif de Metrologic depuis 1999 se décompose comme suit :



La part prépondérante et croissante du cash dans le bilan de Metrologic depuis 1999 a conduit ce poste à représenter en moyenne 72,3% du total bilan au cours des 12 dernières années.

La conséquence de la forte rentabilité est le poids au passif des capitaux propres, qui, nonobstant le flux de dividendes versés⁸³ représentent en moyenne 81,5% du total bilan au 30 septembre 2010 :



2.7. Caractéristiques comptables et financières

2.7.1. Observations sur le référentiel et les règles comptables

En tant que société cotée à l'Eurolist Paris, Metrologic établit ses comptes consolidés conformément au Règlement (CE) n°1606/2002 du 19 juillet 2002, selon le référentiel IFRS tel que publié par l'IASB et qu'adopté par l'Union Européenne. Les comptes annuels et consolidés ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 30 septembre 2010.

⁸³ A titre indicatif 1 € par action au cours des trois derniers exercices clos.

Nous avons recensé ci-après deux particularités notables de Metrologic :

- Les frais de R&D ne sont pas immobilisés ; la fréquence des mises à jour des versions des logiciels développés par la Société a conduit à une comptabilisation des frais de développement en charges ; constitués principalement des salaires des ingénieurs / programmeurs développant les logiciels, les dépenses en R&D représentent un volant compris annuellement entre 3 et 4 M€. La Société bénéficie en contrepartie de ces dépenses d'un crédit d'impôt recherche.
- L'engagement de rachat (*put*) des minoritaires dans ATT à proportion de 40% des actions s'établit à 1,2 M€, et à ce stade n'est plus susceptible de varier dans des proportions importantes (§ 2.1.2). La transaction est intervenue en avril 2008 pour 3,5 M€ (5,4 M\$) au titre des 60% acquis, Metrologic ayant conclu un engagement réciproque d'achat et de vente de la participation des minoritaires selon un échéancier et des modalités de calcul préfixés ; le prix de rachat des parts des minoritaires est déterminé en appliquant un multiple de 7,3 à la moyenne des résultats nets d'ATT sur les exercices 2007-2008 à 2011-2012.

Pour mémoire, les engagements hors bilan se résument à des cautions bancaires consenties par Metrologic au profit de deux filiales (0,4 M€).

2.7.2. Observations sur la trésorerie nette au 31 mars 2011

Au vu de l'information communiquée par la Société sur ses anticipations au 31 mars 2011, nous avons relevé les éléments suivants à appréhender dans le cadre des travaux d'évaluation :

- un crédit d'impôt recherche à relier à la permanence des dépenses de R&D (§ 2.7.1), en marge du taux d'impôt sur les sociétés, qui indépendamment de l'implantation du groupe à l'étranger, ne diffère pas fondamentalement du taux en vigueur en France,
- un programme de stock options⁸⁴ et d'actions gratuites (§ 1.2.2),
- un volant de trésorerie et équivalents de trésorerie de **66,2 M€**,
- le *put* sur les minoritaires d'ATT de **(1,2 M€)**,
- des intérêts minoritaires autres que ceux d'ATT de **(0,3 M€)**,
- des impôts différés actifs de **0,3 M€⁸⁵**,

⁸⁴ L'impact de l'exercice de ces instruments sur la trésorerie n'est pas significatif (§ 1.2.2.1).

- des provisions pour indemnités de départ en retraite de (0,3 M€),
- un engagement sur le Droit Individuel à la Formation (DIF) de (0,2 M€).

Compte tenu de ces éléments, la trésorerie nette au 31 mars 2011 intégrée dans nos travaux d'évaluation s'élève à **64,4 M€**.

La prochaine assemblée générale de Metrologic est appelée à statuer sur une distribution de dividendes d'un montant de 61,4 M€ à prélever sur le poste « Réserves », équivalent à 15,5 € par action⁸⁶. Cette distribution de dividendes, prélevée sur le volant de trésorerie inclus dans la valorisation de la Cible et revenant dès lors à l'Initiateur, vise à permettre le remboursement du financement accordé dans le cadre de l'Opération (§ 1.3.2.1) ; elle reviendra par ailleurs, pour leur quote-part, aux actionnaires minoritaires.

Nous présenterons néanmoins les résultats de notre évaluation multicritères coupon attaché (§ 3).

⁸⁵ Il nous a été confirmé l'absence de déficits fiscaux non activés.

⁸⁶ Cette opération a donné lieu à l'émission d'une opinion indépendante sur la viabilité financière de la Société après distribution d'un dividende exceptionnel de 61,4 M€ (Accuracy – 1^{er} avril 2011).

2.8. Matrice Swot

En synthèse des points précédents, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses de la Cible, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée :

Forces	Faiblesses
Bonne résilience	Impasse de croissance hors acquisitions « Micro-niche » à faible croissance
Capacité à réaliser des cash-flows sur la base historique	Tentatives de croissance externe décevantes
Excellent produit	Maintenance tribulaire des nouvelles licences activées Image peu séduisante de l'activité (contrainte d'investissement des clients dans le contrôle, complexité du processus de vente)
Maîtrise des coûts (entre autres salariaux), attachement du management au dirigeant	Problématique de transition managériale, risque d'augmentation tendancielle de la masse salariale
Qualité du portefeuille de clientèle historique	Impératif de conquête contrarié par les capacités commerciales actuelles
Implantation réussie dans le segment haut de gamme du marché	Stratégie d'implantation dans les entrées de gamme (sous-traitants de niveau 2) non validée à ce jour ; risque de baisse des prix et d'augmentation des coûts de distribution

Opportunités	Menaces
Retour possible de cycle	Moindre réaction que les gros acteurs à la reprise
Spécificité de l'offre exclusivement tournée vers le software	Offre intégrée de concurrents tels que Zeiss, Hexagon qui ont racheté 1/3 du marché des machines.
Spécialisation pointue dans le software	Intensification des enjeux concurrentiels Intégration accrue du software et du hardware Progression des solutions logicielles des fabricants d'instruments de mesure (solutions intégrées) et consolidation du marché des fabricants Risque de « cannibalisation » des clients « Tier 2 » par les OEM (offre d'un « package » unique regroupant machine et licence)
Implantation auprès de la clientèle grands comptes	Effet de parc augurant d'une croissance future moindre que par le passé sur les grands comptes automobiles et aéronautiques, et nécessitant de conquérir des marchés de plus en plus lointains à l'international (USA, Japon, Chine)
Socle d'activité dans l'automobile et l'aéronautique	Aléas de l'industrie automobile Déports de commandes dans l'industrie aéronautique (B787) Volatilité des prestations de services (facilement résiliables)
Equipe commerciale performante	Impératif d'élargissement de l'équipe commerciale (pour mémoire équipe de 1.500 commerciaux chez Hexagon)
Maîtrise des coûts	Industrie à coûts fixes Absence de levier opérationnel ; répercussion directe du surplus d'activité sur les coûts
Ouverture à l'international par les distributeurs et quelques filiales	Risque de change sur le dollar US (filiales américaines) Nécessité de renforcer les équipes commerciales

3. EVALUATION DE L'ACTION METROLOGIC

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.1) et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Metrologic proposé par l'Initiateur (§ 3.2 et suivants). Nos résultats s'entendent coupon attaché *i.e.* avant distribution exceptionnelle de dividendes prévue pendant l'Offre (§ 2.7.2).

Commentaires préalables sur la référence au prix de la Transaction

A défaut d'avoir suivi les négociations entre les parties :

- nous prenons acte de la Transaction intervenue sur le bloc majoritaire au prix de 38 €, sur lequel est aligné le prix d'Offre, et dans le présent chapitre confrontons ce prix à notre approche de valorisation multicritères,
- nous précisons en préambule que le catalogue d'offres antérieures à celle de Carlyle qui nous a été remis fait état de plusieurs contacts au cours de 2010⁸⁷, lesquels, à structuration d'Offre plus ou moins comparable, tendent à démontrer le caractère finalement mieux-disant de la proposition de l'Initiateur, ce qui nous a été confirmé par la partie cédante.

L'Offre de Carlyle résulte elle-même d'une surenchère, qui peut assimiler le prix de 38 € à un point d'équilibre entre l'offre et la demande sur un marché spécifique ; elle a été initiée lorsque le cours de bourse se situait à environ 30 €. Un accord est finalement intervenu en deux temps, à 37 € - 39 € pour le RO, ainsi qu'en témoigne la lettre d'intention du 14 octobre 2010, puis à 38 € - 40 € pour le RO, comme le prévoient les accords du 30 mars 2011 et du 8 avril 2011.

Carlyle nous a indiqué ne pas avoir sollicité au départ Metrologic, et nous a confirmé la longueur du processus « vendeur » ; les négociations se sont en effet étalées sur plusieurs mois (début septembre 2010 à début avril 2011).

A notre connaissance aucun investisseur ne s'est manifesté par une contre-proposition à l'offre de Carlyle.

⁸⁷ Sur une période comprise entre juin 2010 et octobre 2010.

M. Cimadomo, en sa qualité de cédant, nous a par ailleurs fait observer que :

- ses intentions initiales consistaient à vendre l'intégralité de ses actions détenues directement et par l'intermédiaire de sa holding personnelle PC Holding⁸⁸ au prix d'Offre de 38 €,
- M. Gilles Bartoli et les membres de sa famille sont sortis purement et simplement du capital de Metrologic au prix de 38 €⁸⁹,
- les conditions de son propre réinvestissement et d'investissement des Managers dans Tridimension ont été imposées par Carlyle, sans option possible pour d'autres modalités, afin d'assurer la transition managériale.

Dans ces circonstances, il nous appartient de vérifier :

- l'existence d'une prime de contrôle à partir d'une valorisation multicritères,
- l'absence d'avantage particulier accordé à M. Cimadomo, directement et via PC Holding, ainsi qu'aux Managers (§ 5).

Dates de référence et paramètres d'évaluation

La date de référence que nous avons arrêtée pour l'évaluation de l'action Metrologic est le 30 mars 2011, date de l'annonce de l'Opération.

Nos paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 3.3) et le taux d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.4) sont arrêtés à fin avril 2011.

Le nombre d'actions dilué retenu pour nos calculs s'établit à 3.967.004 actions (§ 1.2.3)⁹⁰.

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1. Actualisation des dividendes

Nous ne jugeons pas utile, dans le principe, de recourir à l'actualisation des dividendes en considérant que les résultats aboutiraient nécessairement à une valeur inférieure à celle obtenue par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.4), qui comprennent implicitement les dividendes futurs, tels qu'ils auraient pu

⁸⁸ La valorisation historique du titre Metrologic dans les livres de PC Holding apparaît très inférieure au prix d'Offre.

⁸⁹ Sous réserve du complément de prix éventuel bénéficiant à l'ensemble des cédants et apporteurs au stade du retrait obligatoire (§ 1.3.1)

⁹⁰ 4.000.000 actions en circulation – 38.775 actions auto-détenues + 4.177 stock options + 1.602 actions gratuites restant à acquérir au 31 mars 2011 (§ 1.2.3).

être versés en étant prélevés sur les *cash flow* générés par la Société avant Opération (*stand alone*)⁹¹.

3.1.2. Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. En l'absence de valeur de marché propre à des éléments qui seraient détachables du processus d'exploitation, cette méthode ne trouve pas à s'appliquer ; il nous a été confirmé l'absence d'actifs non valorisés ainsi que l'affectation de l'intégralité des actifs à l'exploitation.

Pour mémoire :

- l'ANC au 30 septembre 2010 ressort à 17,6 € par action,
- les dépenses de R&D, compte tenu de leur récurrence, sont comptabilisées en charges (§ 2.7.1) ; même rehaussé de l'investissement en R&D sur une longue période⁹² ajusté de l'amortissement comptable tel qu'il aurait pu être pratiqué en cas de capitalisation en tout ou partie de ces frais, l'ANR ainsi déterminé ne permettrait pas de rejoindre le prix d'Offre.

⁹¹ A titre indicatif, l'Initiateur, à l'occasion du dépôt du projet de note d'information relatif à l'OPAS, a indiqué qu'il était dans son intention de poursuivre une politique de distribution de dividendes conforme à la capacité distributive de Metrologic et à ses besoins de financement ; pour autant, il ne s'est engagé sur aucun objectif chiffré.

⁹² Montant brut cumulé de 23 M€ au titre des exercices 2003-2004 à 2009-2010 (source : rapport annuel 2009-2010).

3.1.3. Cours de bourse cible

Le titre n'étant suivi que par Portzamparc, société financière en charge du contrat de liquidité de la Société, l'objectif de cours de bourse ne peut être mentionné qu'à titre informatif, en l'absence de véritable consensus. On notera en liminaire que Portzamparc s'est prononcé récemment contre l'apport à l'Offre dans l'attente des détails de l'Opération.

Nous avons recensé ci-après l'opinion de Portzamparc sur le titre Metrologic en référence aux sept dernières notes publiées :

Date de la note	Cours (€)	Objectif de cours (€)	Opinion	Commentaires
03/08/2009	31,8	35	Renforcer	Attentisme toujours fort de la part des donneurs d'ordre Scénario 2008/2009 encore un peu optimiste
10/11/2009	29,2	Non renseigné	Renforcer	Scénario de rentabilité inchangé sur l'exercice
27/01/2010	28	Non renseigné	Renforcer	Objectif confirmé d'un CA de 45M€ à horizon 2012/2013
18/06/2010	29,5	Non renseigné	Renforcer	Objectif d'un CA de 45M€ à horizon 2012/2013 impliquant une croissance régulière de l'ordre de 14% / an
15/11/2010	34,3	Non renseigné	Renforcer	Rebond des ventes corrélé à la croissance des secteurs automobile et aéronautique Révision en hausse des BPA 2010 et 2011 de l'ordre de 10%
28/01/2011	39,5	50	Acheter	Maintien des prévisions de CA 2011 à 31M€ faisant ressortir un niveau de marge de 48%
11/04/2011	39	50	Acheter	Note suite à l'annonce de l'opération à laquelle Portzamparc conseille de ne pas apporter ses titres : - prix de 38€ ne reflète pas la valeur de Metrologic - Valorisation à 50,7€ selon les comparables - Valorisation à 49,3€ selon le DCF avec un WACC à 10,3% et un taux de croissance à l'infini de 1,5% - Marge d'exploitation de 52,3% à partir de 2012 diminuant à 42% en 2020
06/05/2011	39,6	47	Acheter	Note suite à la publication des résultats du 1er semestre 2011 : - révision à la baisse par le mangement des perspectives 2011-2013 - Valorisation à 48€ selon les comparables - Valorisation à 46€ selon le DCF - Marge opérationnelle attendue de 45,1% en 2011 contre 51,2% dans la précédente note

En date du 28 janvier 2011, Portzamparc prévoyait un cours cible de 50,0 € par action. L'estimation de ce cours cible a été rendue à l'occasion de l'annonce du chiffre d'affaires du quatrième trimestre 2010, dans le prolongement d'une tendance haussière et dans un contexte de reprise.

Dans sa note publiée le 11 avril 2011, Portzamparc recommande de ne pas apporter les titres à l'Offre, jugeant que le prix de 38 € « ne reflète pas la valeur du groupe » ; en effet, la valorisation de Metrologic par Portzamparc ressort à 50,7€ selon les comparables et à 49,3 € en DCF :

- Nous avons inséré dans notre modèle DCF les données prévisionnelles de Portzamparc qui se résument à une marge d'exploitation de 52,3%⁹³ à partir de 2012 diminuant graduellement jusqu'à atteindre un niveau normatif 42%, un taux d'actualisation de 10,3% et un taux de croissance perpétuelle de 1,5% et retrouvons sur la base de ces paramètres une valeur du titre de l'ordre de 50 € ; pour autant nous observons que tant les réalisations au 31 mars 2011 du premier semestre de l'exercice 2010-2011, ramenées à une base annuelle, que les prévisions des plans d'affaires qui nous ont été soumises en année pleine, sont marquées par une croissance et une rentabilité moindres que celles anticipée par le teneur de titre ;
- Nous ne sommes pas parvenus à corroborer cette valorisation par une approche analogique, en l'absence d'informations sur le panel de comparables retenu par Portzamparc.

Dans sa dernière note publiée le 6 mai 2011 suite à la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2011, Portzamparc revoit ses prévisions de croissance du chiffre d'affaires à la baisse pour la période 2011-2013, tout en estimant que les perspectives de croissance restent bien orientées, notamment en raison du développement commercial. Ces prévisions de croissance se situent désormais à près de 9% sur 2011-2012, contre plus de 14% et 10% respectivement en 2011 et 2012 dans les projections précédentes. La marge d'exploitation est également attendue à un niveau moins élevé que dans la note du 11 avril 2011 (45,1% en 2011 *versus* 51,2% ; 47,2% en 2012 *versus* 52,3%). Ces ajustements ne modifient cependant pas le constat du décalage persistant entre les anticipations d'activité et de rentabilité de Portzamparc et celles du management.

Nous avons recherché vainement d'autres éléments de comparaison avec des analyses plus globales sur la valeur Metrologic⁹⁴.

⁹³ Sur un chiffre d'affaires de 34,1 M€.

⁹⁴ Aux termes d'une étude Sadif en date du 21 avril 2011 :

- Metrologic bénéficie d'un classement qualité significativement supérieur à une moyenne sectorielle, mais les données du secteur ne se recoupent pas avec notre échantillon de comparables,
- le Price StockMark de 64, selon la grille de notation, signifie que le marché sous-évalue les fondamentaux à long terme de Metrologic,
- les perspectives de marché sont positives.

Pour les raisons invoquées ci-dessus, nous ne retenons pas en tant que critère d'évaluation l'objectif de cours du teneur du titre.

3.1.4. Comparables transactionnels externes et internes à Metrologic

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous est pas apparue pertinente ; en effet peu de transactions font intervenir des sociétés que nous considérons comme des *pure players* de l'édition de logiciels de mesure 3D. En outre, nous ne disposons que d'informations publiques parcellaires sur des opérations impliquant des sociétés opérant dans le secteur de la métrologie au sens large.

Par ailleurs, le multiple d'acquisition par Metrologic de la société de services ATT en 2008 ne nous paraît pas pouvoir être retenu pour valoriser l'ensemble des activités de la Cible ; il en est de même du multiple d'acquisition par Metrologic en 2009 d'actifs incorporels isolés (codes sources) de Prelude, division de mesure software de MDTVISION, dans le domaine de la propriété intellectuelle des logiciels de contrôle et mesure.

3.1.5. Programmes de rachat d'actions

Sans que la référence au prix maximum du rachat d'actions puisse selon nous être assimilée à une évaluation du titre, nous observons que les programmes de rachat d'actions votés en 2010 et en 2009 fixaient un prix maximum de 60 € ; ce plafond rend compte de la vision optimiste du management sur les perspectives de la Société, mais doit être confronté à une valorisation multicritères objective (§ 3.2 et suivants).

3.2. Référence au cours de bourse

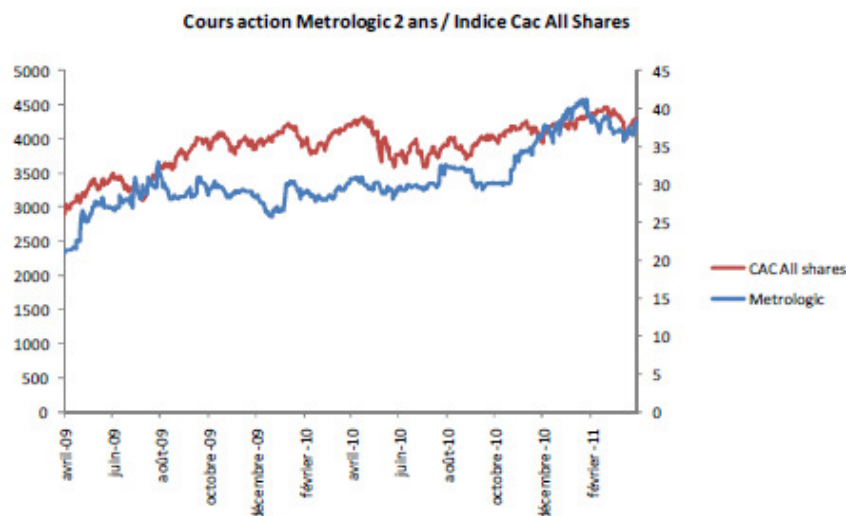
3.2.1. Historique du cours de bourse

Metrologic a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris en date du 30 septembre 1999.⁹⁵

Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse du titre Metrologic sur les deux années précédant l'annonce du 30 mars 2011 avec l'indice de référence CacAllShares⁹⁶ créé en juin 2005 ; on notera la sous-performance du titre par rapport à l'indice jusqu'à fin 2010 :

⁹⁵ Les premières négociations des actions ont débuté le 30 septembre 1999, le prix d'offre à prix minimal ayant été fixé à 47 € (308,29 francs) par action.

⁹⁶ Représentatif de toutes les cotées sur Euronext à Paris ayant plus de 5% de rotation annuelle, sans tenir compte de la capitalisation boursière.



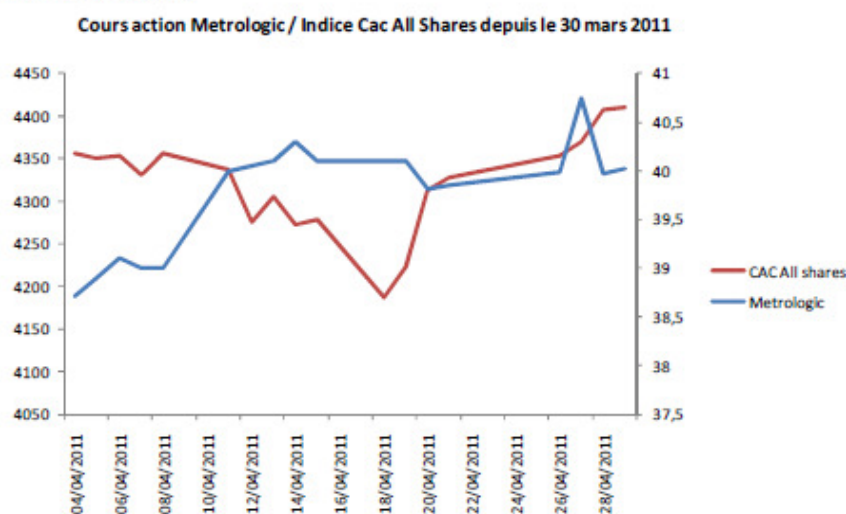
Les principales évolutions du cours de bourse sur les deux dernières années sont les suivantes :

- Une appréciation régulière de 42,79% du cours de bourse entre avril 2009 et octobre 2010, le chiffre d'affaires ayant bien résisté à la crise économique à l'instar du rendement du titre (dividendes versés constants à 1€ pour les exercices 2007-2008 et 2008-2009) ;
- Une forte augmentation de 37,5% à partir d'octobre 2010 jusqu'au 21 janvier 2011 où le cours atteint 41,25 €, avant de se stabiliser autour de 38 € jusqu'à fin mars 2011. La publication des bons résultats du quatrième trimestre 2010 le 15 novembre 2010 (§ 3.1.3), a pu contribuer à l'appréciation du cours de bourse de la Société et à la progression des échanges, comme le montre l'analyse des 10 séances immédiatement antérieures et postérieures à la publication du 15 novembre 2010 :

	10 séances avant 15/11	10 séances après 15/11
CMPV	34,24	35,51
Volatilité	13,01%	15,31%
Rotation flottant journalière	0,04%	0,15%

De manière générale, il semblerait que la capacité de Metrologic à créer de la valeur, malgré la crise économique traversée, soit reflétée dans l'absence d'incident boursier majeur au cours des deux dernières années.

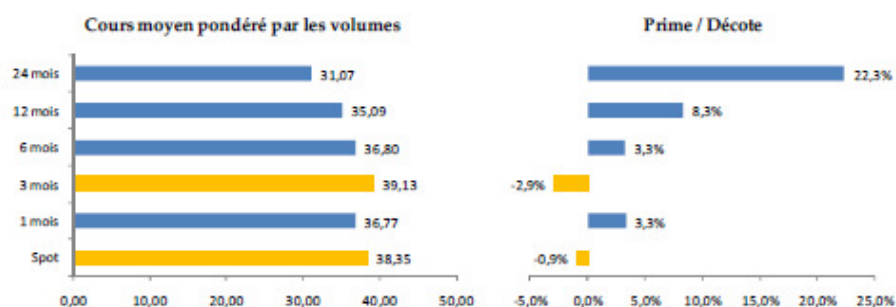
Depuis l'annonce, le titre a dépassé le prix de l'OPAS ; à titre informatif, nous présentons ci-dessous l'évolution du cours de bourse de Metrologic entre le 30 mars 2011 et le 29 avril 2011 :



3.2.2. Synthèse des cours moyens pondérés par les volumes

Par rapport au prix d'Offre proposé de 38 € par action Metrologic, la décote extériorisée par le dernier cours de bourse *spot* au 30 mars 2011 de 38,35 € est de 0,9 %, comme illustré dans le graphique ci-dessous, retraçant l'historique des cours moyens pondérés par les volumes sur 2 ans.

L'envolée du titre au cours du dernier trimestre 2010 (§ 3.2.1) explique l'existence d'une décote sur la moyenne des cours pondérée 3 mois ; au-delà, la prime s'accroît à mesure de la remontée dans l'historique du cours :



Le flottant du titre représente 37,26% du capital (§ 1.2.1). Nous avons recalculé la rotation du flottant sur différentes périodes décomptées à partir du 30 mars 2011 :

au 30/03/2011, en €	Volatilité	Rotation flottant période	Rotation flottant journalière
Spot		0,01%	0,01%
1 mois	18,55%	0,52%	0,03%
3 mois	17,81%	5,81%	0,09%
6 mois	18,66%	15,36%	0,12%
12 mois	19,82%	20,65%	0,08%
24 mois	23,79%	51,68%	0,10%

source : Euronext, calculs Ledouble

Ces calculs sont à relier au mouvement haussier du cours de bourse constaté entre octobre 2010 et janvier 2011, les mouvements intervenus sur le titre durant le dernier trimestre 2010 ayant eu un effet amplificateur sur le cours ; sans représenter des volumes importants⁹⁷, la moyenne journalière de rotation du flottant observée sur 6 mois (0,12%) est sensiblement supérieure aux moyennes constatées sur les autres périodes.

3.3. Approche de valorisation analogique fondée sur les comparables boursiers

3.3.1. Etendue et composition de l'échantillon

L'édition de logiciels de mesure tridimensionnelle constitue une activité spécifique de la micro-métrie ; la Société intervient donc sur des secteurs transversaux de la micro-métrie, où il n'existe que très peu de *pure players* dont l'activité puisse être directement rapprochée de celle de Metrologic (§ 2.5).

Face aux difficultés à constituer un échantillon de sociétés totalement comparables, et à l'absence de cotation de certains concurrents, nous avons privilégié un panel restreint de sociétés proposant des systèmes de mesure, dont la capitalisation boursière soit en rapport avec celle de la Cible⁹⁸ :

⁹⁷ La faible liquidité explique que le titre réagisse à toute transaction.

⁹⁸ Nous n'avons par conséquent pas appliqué de décote de taille aux comparables.

Société	Pays	Activité	Capitalisation Boursière	Dette Nette (k€)	Valeur d'Entreprise
			(k€) Moyenne 1 mois		(k€)
Delcam Plc	UK	Développement de systèmes de mesure pour le design de produits à formes complexes	33 716	-6 315	27 401
Lectra SA	France	Design assisté par informatique pour les industries textiles, d'aménagement de l'intérieur, automobiles et aéronautiques	183 763	2 425	186 188
Ige Xao	France	Édition de logiciels spécialisés dans le design de circuits électriques	65 769	1 088	66 857
ESI Group SA	France	Édition de logiciels pour la simulation numérique de prototypes	39 835	-16 670	23 165
Metrologic Group	France		148 521	-60 212	88 309

source : Infocapital au 29 avril 2013

Néanmoins, bien que nous estimions comme incontournable la méthode des comparables boursiers, les résultats qui en découlent résultent d'un exercice de comparaison avec un échantillon de sociétés affichant nécessairement des disparités, en termes de taille et d'activité, avec Metrologic, ce qui en restreint la fiabilité par rapport à une valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.4).

3.3.2. Indicateurs clés de l'échantillon

Afin d'apprécier globalement les performances des sociétés du secteur de l'édition de logiciels de mesure, nous avons déterminé, à partir des informations issues de nos bases de données, et pour l'ensemble des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables affichant des données prévisionnelles de 2010 à 2012 :

- la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires attendue,
- le taux d'EBITDA historique et prévisionnel,
- le taux d'EBIT historique et prévisionnel.

Les résultats obtenus, détaillés en annexe 8, mettent en évidence des anticipations de taux de rentabilité pour Metrologic nettement supérieures à celles des comparables. Nous confirmons néanmoins que notre principal critère de sélection de ces comparables est l'adéquation en termes de taille et d'activité avec Metrologic (§ 3.3.3).

3.3.3. Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Afin de déterminer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche décrite ci-après :

- la capitalisation boursière de chaque société a été appréhendée en moyenne 1 mois⁹⁹ ; l'endettement qui s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise est le dernier publié,
- les estimations d'EBIT et d'EBITDA au titre de 2011 et 2012 (pour l'ensemble des sociétés comparables) sont issues de consensus d'analystes,
- les multiples EV/EBITDA et EV/EBIT issus de nos bases de données sont calculés en référence à la date de clôture des comptes des sociétés comparables au 31 décembre ; nous avons « calendarisé » les multiples de valorisation pour corriger le décalage par rapport à l'année civile de la date de clôture au 30 septembre des comptes de Metrologic,
- ce retraitement n'a pas pu être réalisé pour l'année 2012, en l'absence de données prévisionnelles disponibles pour 2013,
- nous privilégierons les multiples 2011 pour cette raison, et dans la mesure où par ailleurs ils présentent un niveau de fiabilité à notre avis plus important que les multiples appréhendés à un horizon plus éloigné.

Nous avons délibérément écarté les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER) :

- les premiers n'appréhendent pas les différences de marge et de rentabilité entre les sociétés comparables, ni les distorsions dans la reconnaissance des revenus entre les sociétés d'un même secteur ; ils ne rendent pas non plus compte de la structure de coûts fixes de la Cible (§ 2.6.2),
- les seconds conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière¹⁰⁰ et le cas échéant des disparités de taux d'imposition¹⁰¹ ; à titre purement informatif, nous avons calculé les PER (hors cash)¹⁰² de notre échantillon élargi à d'autres acteurs cités dans la documentation que nous avons consultée au fil de nos travaux¹⁰³, de taille plus importante que la Cible, en les triant par capitalisation boursière (annexe 10) :

29/04/2011	Capitalisation boursière (M€)	2010e			2011e		
		VE / EBITDA	VE / EBIT	PER (hors cash)	VE / EBITDA	VE / EBIT	PER (hors cash)
Metrologic Group induit	157 513	6,5	7,1	9,5	5,0	5,3	7,5
Médiane échantillon Ledouble		6,5	8,4	11,0	5,1	7,1	8,5
Médiane capi inférieures à 250 M€		6,8	8,5	10,1	5,8	7,0	8,9
Médiane capi supérieures à 250 M€		17,9	23,2	49,2	12,4	14,5	19,6

Il en ressort que Metrologic est valorisée selon des multiples d'EBITDA, d'EBIT et de PER (hors cash) proches de la médiane des acteurs affichant une capitalisation

⁹⁹ Au 29 avril 2011.

¹⁰⁰ Le poids de la trésorerie est déterminant dans l'actif net de Metrologic (§ 2.6.4).

¹⁰¹ L'un des comparables (Delcam) est une société de droit britannique.

¹⁰² Eléments de trésorerie peu valorisés par le marché (§ 4.2).

¹⁰³ Notes d'analystes, rapports d'experts, rapports d'évaluation.

boursière inférieure à 250 M€ et en ligne avec les multiples des quatre sociétés comparables étudiées (§ 3.3.1). Ce constat milite en faveur de l'exclusion de notre panel de sociétés de taille très supérieures à Metrologic, notamment Dassault Systèmes (§ 2.5.2 et § 3.3.2).

3.3.4. Résultats

En transposant les multiples issus de l'échantillon aux données d'EBITDA et d'EBIT sur les années 2011 et 2012 de la version finale du plan d'affaires (§ 3.4.2.2), la valorisation de l'action Metrologic se situe dans une fourchette de 31,0 € - 36,9 € en moyenne et de 30,5 € - 38,9 € en médiane.

En restreignant la comparaison à l'année 2011 pour les raisons précitées (§ 3.3.3), la valorisation du titre se situe dans un intervalle de 33,9 € - 36,7 € en moyenne et de 33,3 € - 38,9 € en médiane :

Société	Pays	Capitalisation Boursière (k€)	Dette Nette (k€)	Valeur d'Entreprise (k€)	EBITDA	EBIT
					2011e calendaire	2011e calendaire
Deicam Pic	UK	36 790	-6 315	30 475	7,1	
Lectra SA	France	189 038	2 425	191 463	6,0	7,4
					Source : Infiniti	
ESI Group SA	France	75 153	1 088	76 241	3,8	7,1
					Source : Thomson Brokers Arlean Finance, CM-CIC	
Ige Xao	France	40 909	-16 670	24 239	4,2	4,8
					Source : Infiniti	
Metrologic Group	France	187 513	-60 212	97 301	5,7	6,0
Moyenne (hors Metrologic)					5,3	6,5
Médiane (hors Metrologic)					5,1	7,1
Agrégats Metrologic (M€)					13,279	12,562
Valeur d'entreprise Metrologic selon moyenne (M€)					70,1	81,1
Valeur d'entreprise Metrologic selon médiane (M€)					67,8	89,8
Cash net Metrologic (M€)					64,4	64,4
Capitaux Propres Metrologic selon moyenne (M€)					134,5	145,5
Capitaux Propres Metrologic selon médiane (M€)					132,2	154,2
Nombre d'actions Metrologic					3 967 004	3 967 004
Valeur unitaire action Metrologic selon moyenne (€)					33,9	36,7
Valeur unitaire action Metrologic selon médiane (€)					33,3	38,9
Prime / Décote sur moyenne					12,0%	3,6%
Prime / Décote sur médiane					14,0%	-2,2%

3.3.5. Synthèse

Compte tenu du panel de comparables relativement restreint que nous avons choisi, et après calendarisation, nous retenons plutôt la médiane que la moyenne des multiples d'EBITDA et d'EBIT 2011 ; ceux-ci positionnent le prix d'Offre de 38 € entre

33,3 € et 38,9 €, extériorisant respectivement une prime de 14,0% et une décote de 2,2%.

Apprécié sur le seul critère des multiples boursiers, le prix d'Offre ne permettrait donc pas systématiquement aux minoritaires d'investir le produit de l'apport de leurs titres à l'Offre dans une entité exerçant une activité réputée équivalente.

Nous présentons ci-après à titre de simple comparaison les multiples d'EBITDA et d'EBIT induits par le prix d'Offre de 38 € selon le plan d'affaires initial 2011-2013 étiré jusqu'en 2018 et le plan d'affaires final 2013-2015 (§ 3.4.2.1 et § 3.4.2.2) :

	2011	2012	2013	2014	2015
BP final					
EBITDA	6,5 x	6,2 x	5,9 x	6,4 x	6,8 x
EBIT	6,9 x	6,4 x	6,0 x	6,6 x	7,0 x
BP initial étiré					
EBITDA	6,3 x	5,8 x	5,4 x	5,2 x	4,9 x
EBIT	6,7 x	6,0 x	5,5 x	5,3 x	5,0 x

3.4. Approche de valorisation intrinsèque fondée sur la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

3.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

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

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

Les *cash-flows* libres résultent du résultat d'exploitation fiscalisé, sous déduction de la variation de besoin en fonds de roulement (BFR) et des investissements nets, augmenté des charges nettes calculées¹⁰⁴.

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

¹⁰⁴ EBITDA égal au résultat d'exploitation (EBIT) retraité des charges nettes calculées (dotations aux amortissements).

Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des *cash-flows* libres correspond au Coût Moyen Pondéré du Capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «Wacc ») combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts ; dans le cadre de nos travaux, celui-ci a été déterminé directement au regard du beta de l'actif économique.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation et en est déduit l'endettement financier net.

3.4.2. Plans d'affaires de Metrologic

Dans le cadre de nos travaux, nous avons eu connaissance de trois plans d'affaires (« cas ») :

- cas élaboré par le management en 2010 sur la période 2011-2013,
- cas révisé par l'Initiateur et le management de la Cible, dans la phase de présentation de l'Offre, sur la période 2011-2015,
- cas soumis aux financeurs sur la période 2011-2015 (*bank case*).

Commentaires préalables sur la fiabilité du processus prévisionnel

Nous constatons au cas présent certaines difficultés à mener à bien un exercice de prévisions à moyen terme fiable, compte tenu notamment de l'absence de carnet de commandes sur l'ensemble des activités, et des éventuelles répercussions pouvant se faire sentir dans un contexte de crise encore récent (§ 2.6.1). Le processus de prévisions triennal¹⁰⁵ (*a fortiori* au-delà de 3 ans), qui, selon les informations qui nous ont été communiquées, n'a pas été reconduit depuis l'introduction en bourse, intègre également des paramètres exogènes auxquels le plan d'affaires est particulièrement sensible, parmi lesquels :

- le dispositif fiscal du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), qui fait débat sur son maintien à terme ; ce dispositif a été considéré comme pérenne dans les prévisions de rentabilité jusqu'en 2015,

¹⁰⁵ La première année (2011) du plan d'affaires est construite « bottom-up » par la remontée des prévisions des filiales ; les deux années suivantes (2012 et 2013) sont explicitées par le management lui-même selon une logique « top-down ».

- le taux de change € / US \$ (\$), donnée tout aussi structurante des prévisions ; retenu pour 1 € = 1,25 \$ dans le plan d'affaires initial, 1 € = 1,40 \$ dans le plan d'affaires final, et 1 € = 1,30 \$ dans le *bank case*, il est plus proche actuellement de 1 € = 1,50 \$.

3.4.2.1. Plan d'affaires initial

(i) Processus de construction du plan d'affaires initial

La réalisation du plan d'affaires 2011-2013 qui nous a été présenté initialement par le management remonte à juin 2010 ; il a été conçu à l'issue d'une année 2009 particulièrement délicate pour l'industrie de la métrologie, dont la rentabilité a été impactée par la crise économique et financière. Ce *business plan* ne s'étend pas au-delà des trois prochaines années, échéance considérée par le management comme l'horizon le plus réaliste, étant donné la fragilité des signaux de reprise économique au moment de l'établissement de ces prévisions.

Les principales hypothèses qui sous-tendent le plan d'affaires 2011-2013 sont les suivantes :

- Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de **8,3 %** sur la période de prévisions, alors que la croissance annuelle moyenne constatée sur la période 2006-2010 a été de 5,4% ; l'évolution du chiffre d'affaires résulte d'une augmentation du nombre de licences vendues duquel découle l'évolution des contrats de maintenance via le taux d'attachement ;
- Taux de marge d'EBITDA / chiffre d'affaires moyen de l'ordre de **46,2%** sur la période de prévisions, contre 52,9% en moyenne pour la période 2006-2010. Le taux de marge est amené à se contracter en 2011 en raison de fortes dépenses de nature commerciale engagées (ce qui, dans ces proportions, apparaît nouveau pour la Société), puis à rester constant sur l'horizon du plan d'affaires. De plus, du fait de l'évolution de la typologie des clients de Metrologic¹⁰⁶ les prestations fournies par la Société à ces derniers sont tendanciellement à plus faible valeur ajoutée, ce qui a pour conséquence une contraction de la marge d'EBITDA¹⁰⁷ ;
- BFR moyen structurellement négatif représentant – **5 jours** de chiffre d'affaires sur la période de prévisions, niveau considéré comme normatif par le management ;

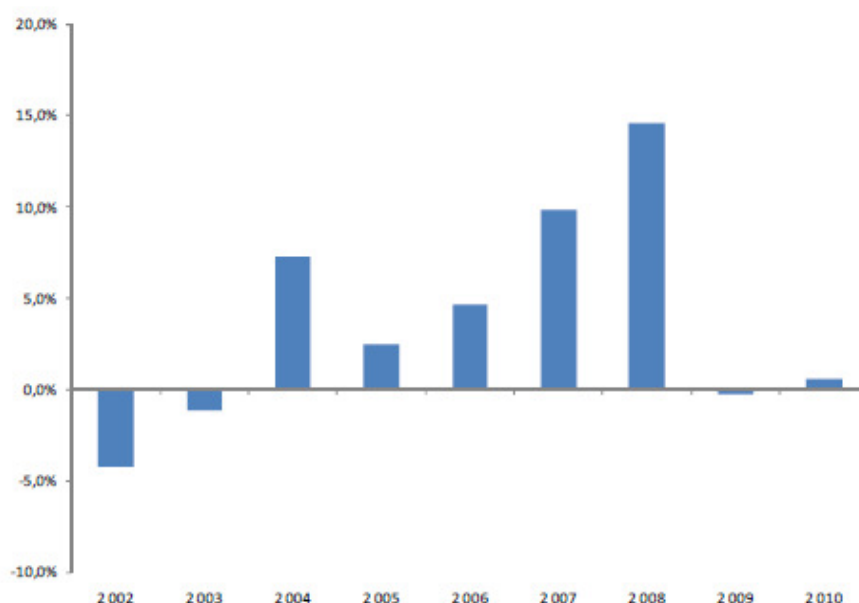
¹⁰⁶ Sous-traitants de niveau 2 (§ 2.5.2) ; le plan d'affaires tel qu'il a été conçu n'est toutefois qu'une amorce de cette nouvelle stratégie commerciale.

¹⁰⁷ L'évolution du mix ventes de licences et de services au profit de ces derniers, dont le niveau de marge est comparativement inférieur à celui des licences, contribue également à l'érosion de la rentabilité ; de même la dégradation des marges est imputable au *business mix* et à la reprise prévue de l'activité de services, notamment aux Etats-Unis où le niveau de valeur ajoutée est moindre.

- Taux d'investissement représentant 3% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période, justifié par l'absence d'investissement majeur à consacrer au cours des années à venir ; l'activité est en effet faiblement capitalistique et l'essentiel des investissements concerne l'informatique (§ 2.1.1).

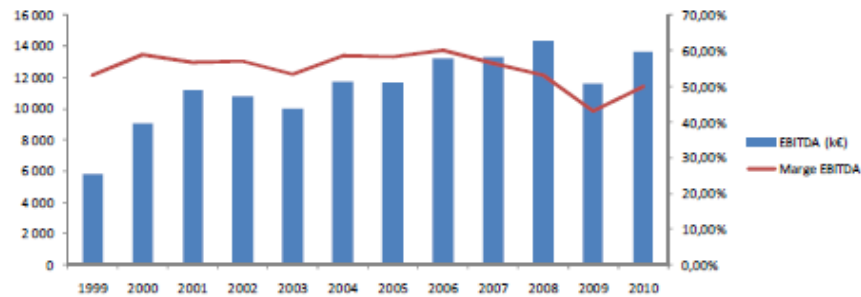
(ii) Etirement du plan d'affaires initial

Le dernier cycle industriel auquel Metrologic est partie prenante s'est étendu sur les 7-8 années comprises entre 2002 et 2009, 2009 ayant été particulièrement affectée par une baisse d'activité, ainsi que le montre le graphe suivant présentant les taux de croissance annuels du chiffre d'affaires :



Bien qu'un raccourcissement de ce cycle ne soit pas à exclure, nous avons considéré que l'année 2010 constituait le point de départ d'un nouveau cycle économique, d'une durée équivalente au précédent, pour l'industrie de la métrologie, en phase avec l'évolution des activités industrielles telles que l'automobile et l'aéronautique qui y sont associées.

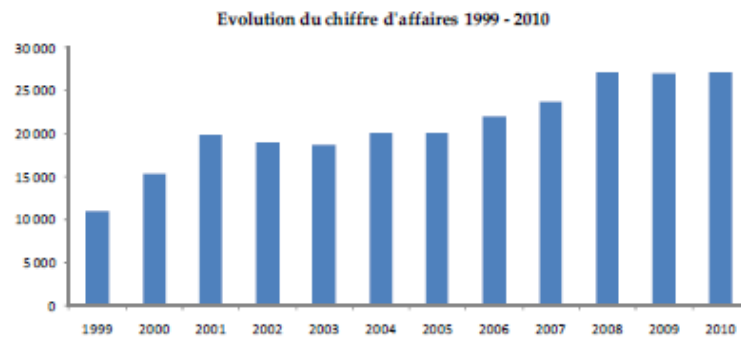
Le plan d'affaires étant borné par 2013, nous l'avons étiré jusqu'en 2018 sur un horizon de transition d'une durée équivalente au cycle industriel de la Cible, en conservant une marge d'EBITDA constante à près de 46% du chiffre d'affaires jusqu'en 2018 ; ce taux de marge nous apparaît relativement prudent au regard du taux de marge historique ci-dessous :



Nous avons considéré un taux de croissance annuel cumulé du chiffre d'affaires de 5,12% sur la période 2011-2018 :

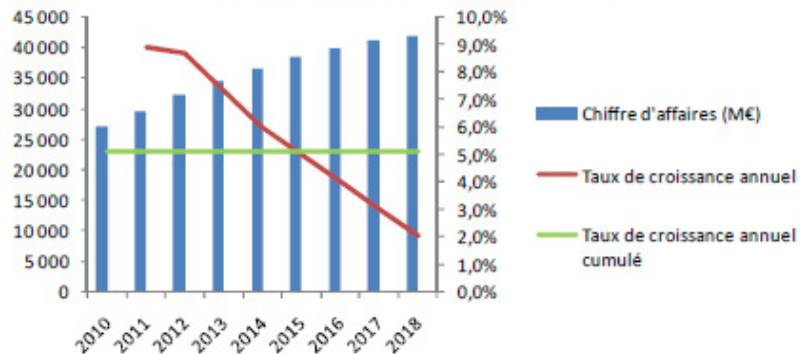
- 8,0% sur la période 2011-2013 comme prévu dans le plan d'affaires,
- 3,5% pour la période 2014-2018.

Là encore, nos hypothèses apparaissent raisonnables au regard de l'évolution historique du chiffre d'affaires de la Cible (en K€) :

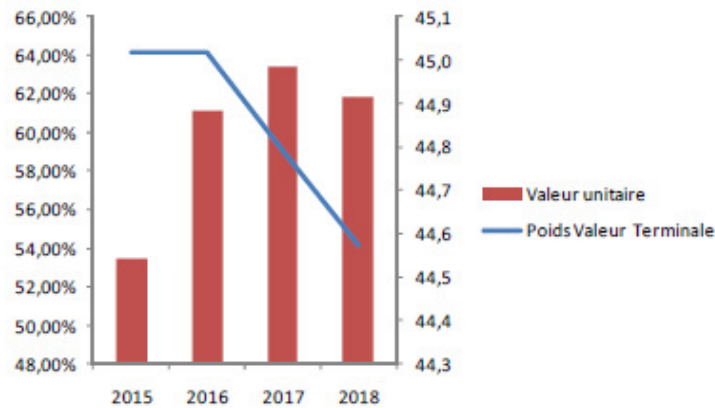


Le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires sur le plan d'affaires que nous avons extrapolé est décroissant jusqu'à égaliser le taux de croissance normatif de 2% à l'horizon 2018 :

Etirement du plan d'affaires 2011-2018



L'étirement du plan d'affaires de la Société jusqu'en 2018 ne vise pas à influencer sur la valeur unitaire de l'action Metrologic, mais simplement à modifier le poids relatif de la valeur terminale et des flux de la période explicite au profit de ces derniers. Nous avons donc mesuré la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic et du poids de la valeur terminale dans la valeur d'entreprise selon les différentes fins de périodes explicites possibles entre 2015 (sortie présumée de l'Initiateur) et 2018 (fin des prévisions du plan d'affaires étiré) dont les résultats sont présentés ci-après (l'effet d'échelle du graphique ci-dessous doit être relativisé, la valeur du titre se situant en toutes hypothèses aux environs de 45 €) :



Les paramètres utilisés pour ces calculs sont :

- un taux d'actualisation de 11,40%,
- un taux de croissance à l'infini de 2,0%,

- un taux d'imposition sur l'horizon du plan d'affaires de 34,33%, un taux d'imposition normatif de 33,33% en année terminale, et le maintien du CIR dans ce flux récurrent (§ 3.4.4).

3.4.2.2. Plan d'affaires final

Nous avons eu communication le 19 avril 2011 du plan d'affaires final, présenté par l'Initiateur et le management de la Cible, sur la période 2011-2015 ; les prévisions 2011-2013 du management ont été prolongées en 2014-2015 par l'Initiateur avec le même objectif que celui que nous avons poursuivi sur le plan d'affaires initial consistant à simuler un cycle économique, sur une période toutefois plus courte, ce qui a pour effet d'infléchir plus rapidement que nous ne l'avons fait la pente de croissance.

Nous avons recensé les principales différences entre le plan d'affaires final et le plan d'affaires initial sur la seule période 2011-2013 commune aux deux jeux de prévisions :

	2011	2012	2013
Chiffre d'Affaires (k€)	-526	-1 104	-1 620
Taux de change EUR / USD	12%	12%	12%
Coûts externes (k€)	154	189	211
EBITDA (k€)	-361	-893	-1 376

Les principales hypothèses qui sous-tendent le plan d'affaires final pour la période 2014-2015 sont les suivantes :

- une décroissance du nombre de licences vendues couplée à une diminution du taux de renouvellement des contrats de maintenance de 91% en 2011-2013 à 90% en 2014-2015, entraînant une baisse annuelle cumulée du chiffre d'affaires de 0,5% en 2014-2015,
- une décroissance du taux de marge d'EBITDA de 44% en 2013 à 39% en 2015 sous l'effet de l'accroissement du poids des frais de personnel et des charges externes à l'horizon 2015.

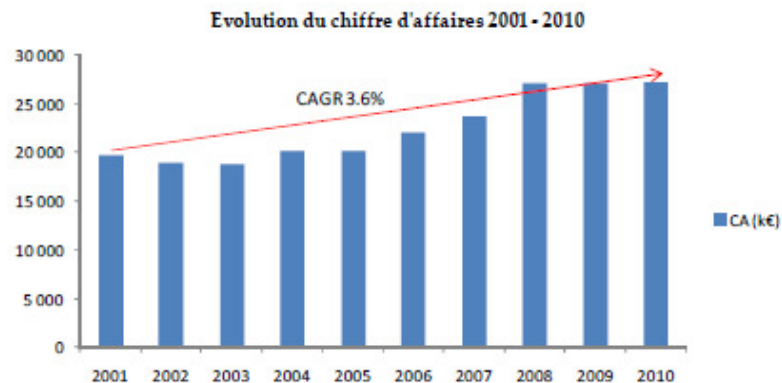
Deux paramètres auxquels le plan d'affaires de la Cible présente une sensibilité importante ont été révisés par l'Initiateur, en accord avec le management, sur la base de leur évolution historique :

- la croissance du volume de licences vendues,
- le taux de renouvellement des contrats de maintenance.

(i) La croissance du volume de licences

Le taux de croissance annuel cumulé du nombre de licences vendues de 10% envisagé à l'origine par le management sur l'horizon de son plan d'affaires (2011 à 2013) est ramené à 3,54% dans le plan d'affaires final (2011 à 2015).

Cette révision se fonde sur l'évolution historique du chiffre d'affaires, les licences entraînant les autres composantes principales du chiffre d'affaires que sont la maintenance et les services ; la croissance annuelle cumulée entre 2001 et 2010 ressort ainsi à 3,60% :



La croissance annuelle cumulée du chiffre d'affaires envisagée dans le plan d'affaires final de 2,88% entre 2011 et 2015 est donc à mettre en perspective avec la croissance historique de 3,6% observée au cours de la dernière décennie (1,6% en pro-forma hors acquisitions).

(ii) Le taux de renouvellement des contrats de maintenance

Le taux moyen de renouvellement des contrats de maintenance de 93% constaté entre 2006 et 2010 a été finalement ajusté à 90% sur l'horizon du plan d'affaires, au vu du taux observé au titre du dernier exercice clos (88% au 30 septembre 2010), alors que le management anticipait dans ses prévisions d'origine un taux de renouvellement des contrats de maintenance de 95%.

3.4.2.3. Plan d'affaires bancaire

Le plan d'affaires présenté par l'Initiateur aux établissements financiers pour les besoins du financement de l'opération et de la négociation des covenants, s'étend de 2011 à 2015. Nous présentons ci-après les principales différences entre le plan d'affaires final et ce *bank case* :

	2011	2012	2013	2014	2015
Nombre de licences	-1	-21	-49	1	18
Chiffre d'Affaires (k€)	-1 077	-991	-980	500	1 389
Taux de change EUR / USD	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Coûts externes (k€)	409	338	229	165	118
EBITDA (k€)	-412	-839	-1 504	220	1 336

A titre purement indicatif, la valorisation en DCF obtenue à partir du plan d'affaires bancaire en utilisant les paramètres détaillés plus bas (§ 3.4.4)¹⁰⁸ conduisent à une valorisation unitaire de l'action Metrologic d'environ 40 €.

3.4.3. Estimation de la valeur terminale

La valeur terminale au terme du plan d'affaires a été déterminée de façon usuelle en actualisant un flux normatif sur un horizon infini ; les hypothèses retenues pour déterminer ce flux sont les suivantes :

- application du taux d'imposition sur les sociétés de droit commun de 33,33%¹⁰⁹ au flux récurrent égal à l'EBIT de la dernière année de la période explicite, en retraçant le CIR, que nous avons perpétué (§ 3.4.2) en considérant le dispositif pérenne sous une forme ou une autre¹¹⁰, de l'assiette de cette imposition ;
- variation de BFR est réputée nulle en année terminale,
- neutralisation des dotations nettes de reprises aux amortissements / dépréciations avec les flux d'investissements en année terminale.

¹⁰⁸ Taux d'actualisation de 11,07% et taux de croissance perpétuelle de 2%.

¹⁰⁹ Hors crédit d'impôt recherche, qui figure séparément en autres produits dans la construction du plan d'affaires, et n'est lui-même pas fiscalisé ; les écarts de taux d'imposition des filiales étrangères et les autres différences permanentes ne pèsent pas de façon significative dans le rapprochement entre le taux d'impôt effectif et le taux d'impôt applicable (environ 34% sur la période explicite).

¹¹⁰ Nous nous référons aux annonces gouvernementales encore récentes sur les retombées du crédit d'impôt recherche pour l'économie (*In La Tribune* jeudi 24 mars 2011 « Les retombées du crédit d'impôt recherche sont immenses pour notre économie », à l'occasion du *Spring Forum* de Croissance Plus, Valérie Pécresse, Ministre de l'enseignement).

Ainsi, la valeur terminale correspond au flux normatif décrit ci-dessus, inflaté d'un taux de croissance à l'infini, puis actualisé en fonction de la maturité du plan sur 7,5 années (plan d'affaires initial) ou sur 4,5 années (plan d'affaires final).

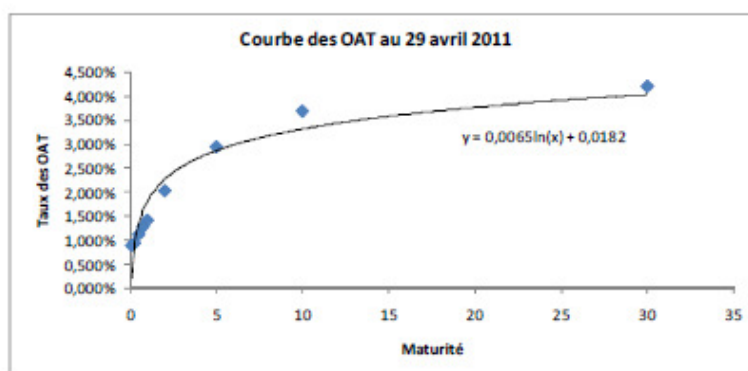
3.4.4. Détermination du taux d'actualisation et taux de croissance

Les flux espérés (*cash-flow* d'exploitation) ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital.

Nous avons distingué deux taux d'actualisation selon la maturité des plans d'affaires analysés (5 et 8 ans), étant précisé que le taux sans risque est le seul paramètre différenciant.

Le coût des fonds propres a été estimé **directement** à partir de la formule du MEDAF¹¹¹ dont les composantes sont les suivantes :

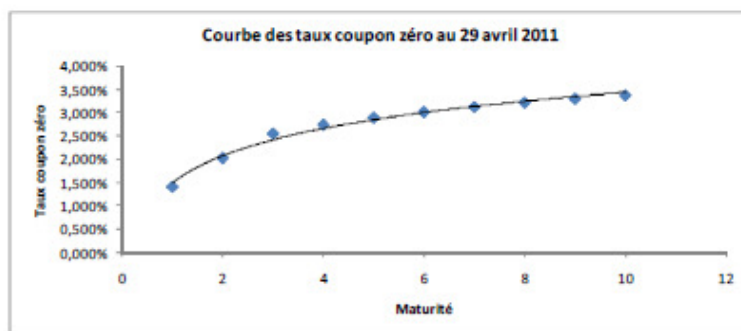
- Nous avons déterminé le taux sans risque en suivant trois étapes et en nous plaçant au 29 avril 2011 :
 - estimation d'une courbe des taux à partir de la moyenne 1 mois des OAT pour chaque maturité :



- détermination du taux sans risque des maturités recherchées par application de la régression logarithmique ainsi définie,

¹¹¹ Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) est utilisé pour évaluer des actions dans un marché en équilibre. Il est basé sur le fait que seul le risque de marché, ou risque non diversifiable, est rémunéré par les investisseurs dans un tel marché. Le coût moyen pondéré du capital est alors égal au taux de l'argent sans risque majoré d'une prime de risque (beta de l'actif économique x prime de risque de marché).

- reconstitution de la courbe des taux coupon zéro à partir des taux « couponnés » des OAT pour chaque maturité, afin d'éliminer le risque de réinvestissement des coupons :



Les taux sans risque obtenus pour les maturités 5 ans et 8 ans s'établissent respectivement à 2,894% et 3,218%.

- Prime de risque du marché : la prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à 6,61%¹¹² ; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise qui tend à perdurer, ainsi que la sensibilité de la valorisation à ce paramètre,
- Coefficient beta « désendetté » de l'indice sectoriel Eurostoxx 600 Technology de 0,935 ; la composition de cet indice est récapitulée en annexe 9,
- Prime de risque spécifique de 2%¹¹³ traduisant une taille de Metrologic inférieure à celle des autres sociétés comparables retenues dans l'échantillon utilisé pour définir le beta de l'activité ainsi qu'une moindre liquidité¹¹⁴.

Sur cette base, le coût moyen pondéré du capital s'établit à :

- 11,07%¹¹⁵ pour le WACC à 5 ans,
- 11,40%¹¹⁶ pour le WACC à 8 ans.

¹¹² Calcul Ledouble SA au 2 mai 2011 (source Datastream).

¹¹³ Déterminé à partir d'une étude longitudinale du différentiel de rendement entre « *small caps* » et « *large caps* » (*Risk and Return of Fama/French US Indexes over 81 Years (Jan. 1928 to Dec. 2008)*).

¹¹⁴ Eurostoxx 600 Technology (annexe 9).

¹¹⁵ $2,89\% + 0,935 \times 6,61\% + 2\% = 11,07\%$.

¹¹⁶ $3,22\% + 0,935 \times 6,61\% + 2\% = 11,40\%$.

Pour les besoins de notre analyse de sensibilité du modèle, nous avons simulé plusieurs scénarii dans un intervalle de taux d'actualisation compris entre 11,0% et 12,0% avec un coût moyen pondéré du capital central de 11,07% à 5 ans et 11,40% à 8 ans.

Nous avons combiné ce taux d'actualisation avec un taux de croissance perpétuel de 1,5% à 2,0%, en nous référant aux données sectorielles (§ 2.2.2 et § 2.3.3) et aux anticipations d'inflation^{117 118}.

Nous présentons une valeur centrale du titre Metrologic en tablant sur un taux de croissance maximum de 2,0%.

3.4.5. Résultats

3.4.5.1. Plan d'affaires initial 2011-2013 étiré jusqu'en 2018

Dans ce cas initial, la valeur centrale des capitaux propres de la Société selon la méthode des DCF est estimée à 178,1 M€, et se ventile comme suit :

- valeur d'entreprise de 113,7 M€ ;
- trésorerie nette de 64,4 M€,

soit une valeur de l'action de 44,9 €.

Par rapport au prix d'Offre proposé de 38 € par action Metrologic, la décote s'élève à 15,39 % :

¹¹⁷ Décembre 2010 :

- Journal des Finances – 2 décembre 2010 : « Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne, a annoncé ce jeudi lors d'une conférence de presse que la prévision d'inflation pour 2011 en zone euro était revue en hausse, à 1,8% contre 1,7% précédemment. Pour 2012, la BCE prévoit une hausse des prix de 1,5% en 2012 en zone euro, selon une première estimation, a ajouté son président. »
- Prévisions OCDE – décembre 2010 pour la France : 1,8%.

¹¹⁸ Bulletin mensuel de la BCE, Mars 2011, p.89 *Comparison of forecasts for euro area real GDP and HICP Inflation*.

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic au couple taux d'actualisation / taux de croissance perpétuelle (en €)

		Taux de croissance à l'infini						
Taux d'actualisation	V unitaire	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	10,00%	46,1	47,0	47,9	48,9	50,1	51,5	53,0
	10,50%	44,6	45,3	46,1	47,0	48,1	49,2	50,5
	11,00%	43,2	43,9	44,6	45,4	46,2	47,2	48,3
	11,40%	42,2	42,8	43,4	44,1	44,9	45,8	46,8
	11,50%	41,9	42,5	43,1	43,8	44,6	45,4	46,4
	12,00%	40,8	41,3	41,9	42,5	43,1	43,9	44,7
	12,50%	39,7	40,2	40,7	41,2	41,8	42,4	43,2
	13,00%	38,8	39,2	39,6	40,1	40,6	41,2	41,8

Deux facteurs apparaissent, selon nous, significatifs dans la valorisation du titre Metrologic : le taux de change € / \$ et la prise en compte à divers degrés du CIR dans la valeur terminale (§ 3.4.3). Nous présentons ci-après la sensibilité de la valeur unitaire du titre à la variation de ces deux variables :

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic à la pondération du CIR en valeur terminale (en €)

Le maintien du CIR en année terminale impacte la valeur du titre à concurrence d'environ 0,6 € par rapport à sa suppression pure et simple :

		Pondération de la fiscalisation du CIR en année terminale						
Taux d'actualisation	V unitaire	0,0%	20,0%	40,0%	50,0%	60,0%	80,0%	100,0%
	10,00%	49,4	49,5	49,7	49,7	49,8	50,0	50,1
	10,50%	47,4	47,5	47,7	47,7	47,8	47,9	48,1
	11,00%	45,6	45,7	45,9	45,9	46,0	46,1	46,2
	11,40%	44,3	44,4	44,6	44,6	44,7	44,8	44,9
	11,50%	44,0	44,1	44,3	44,3	44,4	44,5	44,6
	12,00%	42,6	42,7	42,8	42,9	42,9	43,0	43,1
	12,50%	41,3	41,4	41,5	41,6	41,6	41,7	41,8
	13,00%	40,1	40,2	40,3	40,4	40,4	40,5	40,6

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic au taux de change € / \$ et au taux d'actualisation(en €)

La prise en compte du taux de change actuel proche de 1 € = 1,50 \$, toutes choses égales par ailleurs, ramènerait la valeur centrale en DCF du titre Metrologic issue du plan d'affaires initial à environ 43 € :

		Taux d'actualisation				
Taux de change	V unitaire	10,00%	11,00%	11,40%	11,50%	12,00%
	0,60	67,1	61,2	59,1	58,7	56,4
	0,80	58,9	54,0	52,3	51,9	50,0
	1,00	54,0	49,7	48,2	47,8	46,2
	1,20	50,8	46,8	45,5	45,1	43,6
	1,25	50,1	46,2	44,9	44,6	43,1
	1,40	48,4	44,8	43,5	43,2	41,8
	1,60	46,7	43,2	42,0	41,8	40,4

En toutes hypothèses, les tables de sensibilité ci-dessous font ressortir une valorisation du titre Metrologic selon le plan d'affaires initial à un niveau très supérieur au prix d'Offre de 38 €.

3.4.5.2. Plan d'affaires final 2011-2015

Dans ce cas final, la valeur centrale des capitaux propres de la Société selon la méthode des DCF est estimée à **154,1 M€**, et se ventile comme suit :

- valeur d'entreprise de **89,7 M€** ;
- trésorerie nette de **64,4 M€**,

soit une valeur de l'action de **38,8 €**.

Par rapport au prix d'Offre proposé de 38 € par action Metrologic, la décote s'élève à **2,18 %** :

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic au couple taux d'actualisation / taux de croissance perpétuelle (en €)

Le prix d'Offre de 38 € se recoupe au croisement du taux d'actualisation de 11,07% et du taux de croissance minimum de 1,5% (§ 3.4.4) :

		Taux de croissance à l'infini						
Taux d'actualisation	V unitaire	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	10,00%	38,2	39,0	39,8	40,8	41,8	43,0	44,4
	10,50%	37,2	37,9	38,6	39,4	40,3	41,4	42,5
	11,00%	36,2	36,8	37,5	38,2	39,0	39,9	40,9
	11,07%	36,1	36,7	37,3	38,1	38,8	39,7	40,7
	11,50%	35,4	35,9	36,5	37,1	37,8	38,6	39,5
	12,00%	34,6	35,1	35,6	36,2	36,8	37,5	38,3
	12,50%	33,9	34,3	34,8	35,3	35,8	36,4	37,1
	13,00%	33,2	33,6	34,0	34,5	35,0	35,5	36,1

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic à la pondération du Crédit Impôt Recherche en valeur terminale (en €)

L'impact du maintien du CIR en année terminale par rapport à sa suppression pure et simple est du même ordre de grandeur que dans le cas initial, soit environ 0,7 € :

		Pondération de la fiscalisation du CIR en année terminale						
Taux d'actualisation	V unitaire	0,0%	20,0%	40,0%	50,0%	60,0%	80,0%	100,0%
	10,00%	40,9	41,1	41,3	41,4	41,4	41,6	41,8
	10,50%	39,5	39,7	39,8	39,9	40,0	40,2	40,3
	11,00%	38,2	38,4	38,6	38,6	38,7	38,9	39,0
	11,07%	38,1	38,2	38,4	38,5	38,5	38,7	38,8
	11,50%	37,1	37,3	37,4	37,5	37,6	37,7	37,8
	12,00%	36,1	36,2	36,4	36,4	36,5	36,6	36,8
	12,50%	35,2	35,3	35,4	35,5	35,6	35,7	35,8
	13,00%	34,4	34,5	34,6	34,7	34,7	34,8	35,0

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Metrologic au taux de change € / \$ et au taux d'actualisation(en €)

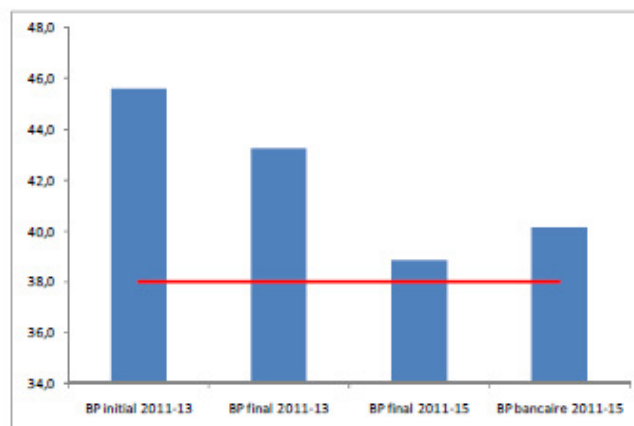
La prise en compte du taux de change actuel proche de 1 € = 1,50 \$, toutes choses égales par ailleurs, rapprocherait du prix d'Offre de 38 € la valeur centrale en DCF du titre Metrologic issue du plan d'affaires final :

		Taux d'actualisation					
Taux de change	V unitaire	9,00%	10,00%	11,00%	11,07%	11,50%	12,00%
	0,6	62,0	56,3	51,8	51,6	50,0	48,3
	0,8	54,7	49,9	46,2	46,0	44,7	43,3
	1,0	50,4	46,2	42,9	42,7	41,5	40,2
	1,2	47,5	43,6	40,6	40,4	39,4	38,2
	1,4	45,4	41,8	39,0	38,8	37,8	36,8
	1,6	43,9	40,5	37,8	37,7	36,7	35,7
	1,8	42,7	39,4	36,9	36,7	35,8	34,9

En définitive, le nuage de points qui se dégage des tables de sensibilité ci-dessus, en modulant dans des limites justifiables les paramètres du modèle DCF, situe la valorisation intrinsèque du titre Metrologic à un niveau légèrement supérieur au prix d'Offre de 38 €.

3.4.5.3. Convergence des parties sur le plan d'affaires final

Nous avons calculé la valeur unitaire centrale de l'action Metrologic aux différentes étapes du processus transactionnel, afin de mettre en évidence, depuis le plan d'affaires initial jusqu'au plan d'affaires final, l'impact de la révision des prévisions jusqu'à une vision désormais partagée entre le management de la Cible et l'Initiateur sur les perspectives d'activité et de rentabilité :



Il en ressort :

- qu'à période explicite identique (2011-2013), la valorisation unitaire du titre par référence tant au plan d'affaires initial qu'au plan d'affaires final reste largement supérieure au prix d'Offre ; c'est donc essentiellement par le tassement de la croissance en 2014-2015 que l'ajustement du plan d'affaires s'est opéré,
- que la valeur unitaire issue du plan d'affaires final objet du consensus entre les parties jusqu'en 2015 tend vers le prix d'Offre de 38 €,
- que le cas bancaire 2011-2015 présenté durant le processus se situe schématiquement au prix du retrait obligatoire.

3.4.5.4. Synthèse et recoupement de la valeur intrinsèque avec le prix d'Offre

Le plan d'affaires final, sans être volontariste, comme pouvaient être perçues les prévisions initiales dans une démarche « vendeur », nous apparaît réaliste, au vu de l'analyse de l'historique et des aléas liés aux effets de cycle industriel, perceptible dans les industries automobile et aéronautique ainsi que chez leurs fournisseurs.

La valorisation du titre en DCF reste supérieure au prix d'Offre, sans s'en écarter fondamentalement.

Il nous a été confirmé que Metrologic a fait l'objet de manifestations d'intérêts de la part de fonds d'investissement et d'industriels. Les propositions industrielles se sont différenciées de celles d'acteurs financiers dans la structuration de l'Offre. En effet, les industriels souhaitaient intégrer la Cible à leur groupe avec les risques inhérents à ce type de reprise (risques culturels, organisationnels) :

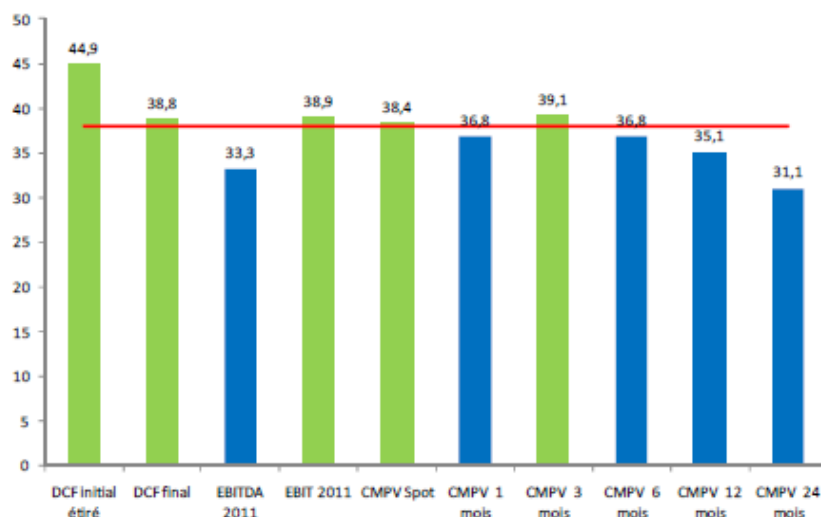
- les fonds d'investissement ont conditionné leurs offres au réinvestissement d'une partie du produit de cession des cédants majoritaires ainsi qu'à l'investissement des Managers,
- les offres émanant de fonds d'investissement présentent l'avantage, selon les cédants, de maintenir l'actuelle structure organisationnelle de la Société et de conserver un degré d'indépendance opérationnelle important.

L'Offre proposée par l'Initiateur a donc été considérée par le cédant comme celle présentant le plus de valeur pour les actionnaires de Metrologic ; le prix de 38 € par action est la valeur de marché qui, sans toutefois l'atteindre complètement, se rapproche au plus près de la valeur intrinsèque de la Société appréhendée au travers de la modélisation en DCF des prévisions partagées, au terme du processus transactionnel et au stade de l'Offre, entre le management de la Cible et l'Initiateur.

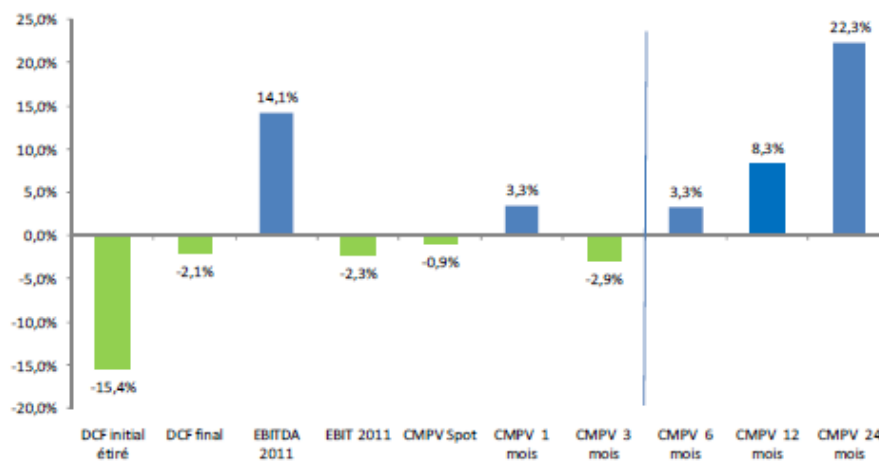
L'Offre de reprise de Metrologic émanant d'un fonds d'investissement, les synergies industrielles sont quasi inexistantes ; nous ne prendrons pas en considération ici les potentielles synergies commerciales entre Metrologic et les sociétés qui constituent le portefeuille d'investissement de Carlyle.

4. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX DE VALORISATION MULTICRITÈRES

Les valeurs que nous obtenons à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées dans le graphe ci-dessous, en comparaison du prix d'Offre envisagé de 38 € par action (coupon attaché)¹¹⁹ :

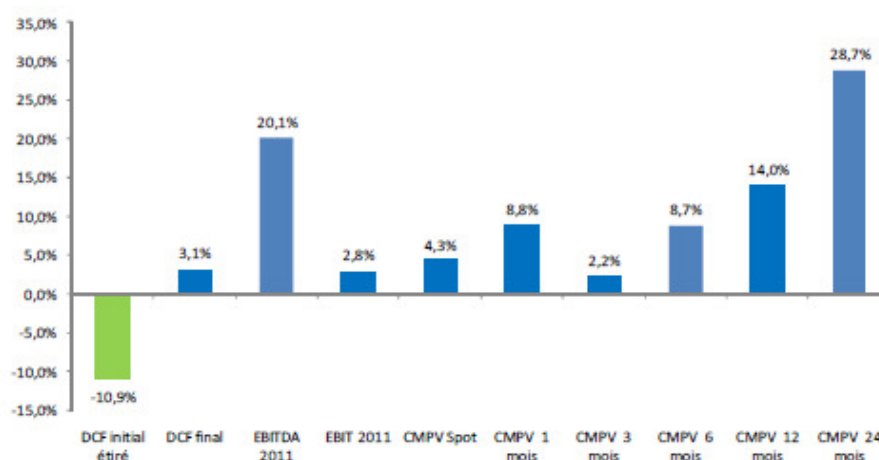


Les primes extériorisées par notre valorisation multicritères sont présentées ci-après :



¹¹⁹ Ce prix est ramené à 22,5 € après détachement du coupon.

Par translation, en comparaison du prix d'Offre de 40 € (coupon attaché)¹²⁰ au stade du retrait obligatoire, les primes extériorisées par notre valorisation multicritères sont les suivantes :



4.1. Comparaison des résultats avec des opérations de retrait récentes

On observe que seules les valorisations par référence aux multiples d'EBITDA et au cours de bourse appréhendé sur une moyenne période font ressortir une prime notable.

A titre de comparaison, les primes de contrôle payées selon les méthodes d'évaluation sur les OPR-RO depuis le 1^{er} janvier 2011 sur la place de Paris sont les suivantes¹²¹ :

Cible	Initiateur	Prime sur cours de bourse spot	Prime sur cours de bourse 12 mois	Prime sur DCF
Duc Lamothe Participations	Foncière PH Green	-	-	-
Merci Plus	Financière Viadom	101%	-	2,70%
Cofigeo	Financière des Minquiers	36%	108%	2%
Autoroutes Paris Rhin Rhône	Eiffarie	6,50%	8,10%	14,80%
Emailvision	EMV Holdo SAS	35,30%	14,50%	2,5% - 23,4%
SFCM	SFR	38,29%	-	-

¹²⁰ Ce prix est ramené à 24,5 € après détachement du coupon.

¹²¹ Par référence aux conclusions des experts indépendants missionnés dans ces opérations (source : notes d'informations en réponse ou note d'informations conjointes).

Il apparaît clairement que le prix d'Offre proposé de 38 € par titre Metrologic ne dégage pas de prime d'un niveau comparable à celui des dernières Offres Publiques de Retrait annoncées sur la place de Paris, notamment sur la valorisation DCF et sur le cours de bourse *spot*. Au contraire, les méthodes de valorisation utilisées qui aboutissent à des décotes par rapport au prix d'Offre de 38 € sont même ici précisément le DCF et le cours de bourse *spot*, après avoir écarté le cours de bourse moyen pondéré 3 mois (qui lui aussi induisait une décote) en raison des mouvements intervenus sur le titre au cours des mois ayant précédé l'annonce de l'Opération, (§ 3.2.1). Ces décotes dans le cas de Metrologic sont à comparer aux primes constatées sur les opérations recensées ci-dessus :

- entre 6,50% et 101% sur le cours de bourse *spot*,
- entre 2% et 23,4% sur la valorisation DCF.

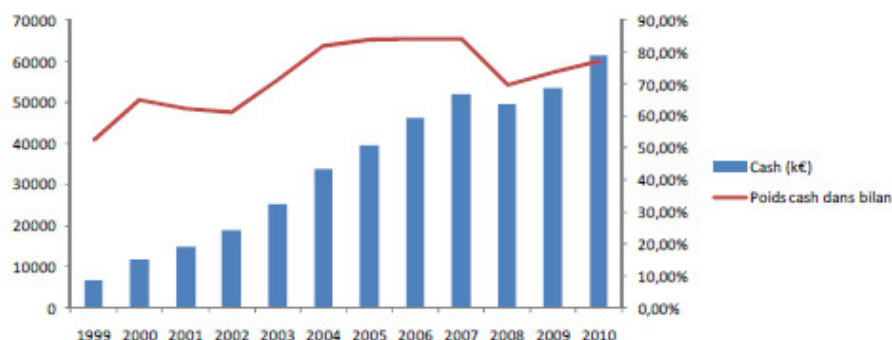
Par référence au prix d'Offre de 40 € incluant le complément de prix de 2 € au stade du retrait obligatoire, les primes dégagées en comparaison de celles constatées sur les opérations précitées seraient les suivantes :

- 4,3% sur le cours de bourse *spot* (38,35 €),
- 3,1% sur la valorisation DCF (38,8 €).

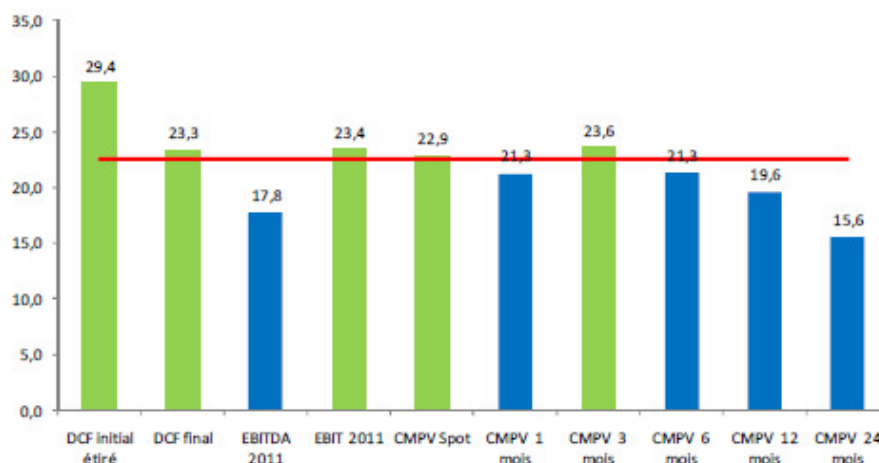
Ces primes se situent en deçà (cours de bourse *spot*) ou en bas (DCF) de la fourchette de primes offertes par les opérations que nous avons recensées.

4.2. Retraitement du volant de trésorerie

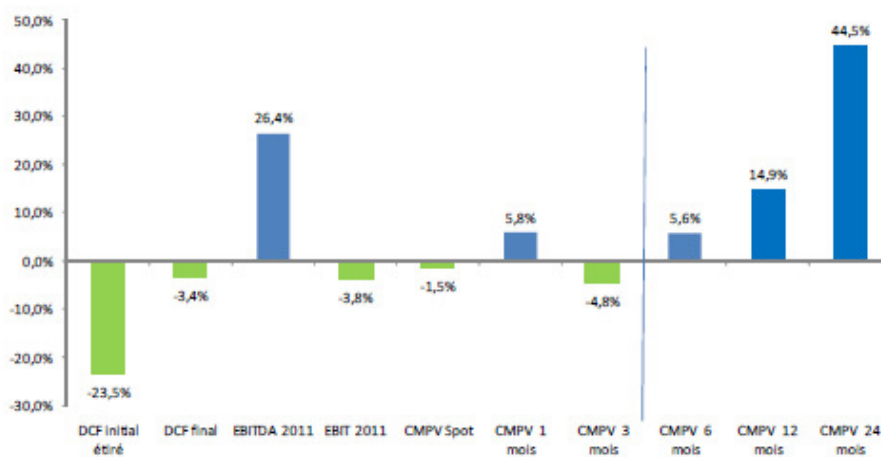
Le poids de la trésorerie et des équivalents de trésorerie est historiquement fort dans le bilan de Metrologic comme l'illustre le graphe ci-après :



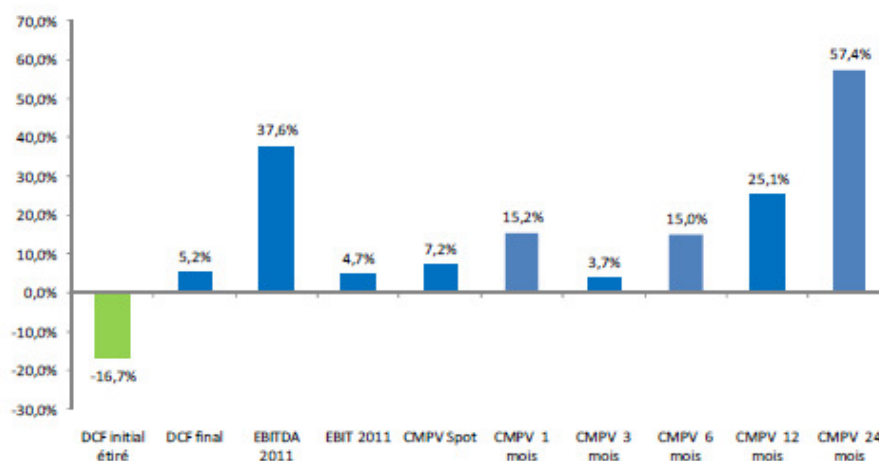
Dans la mesure où il ne nous paraît pas pertinent d'appliquer une prime de contrôle à des éléments de trésorerie (par définition peu valorisés par le marché), nous présentons ci-après à titre illustratif une synthèse de la valorisation de l'action Metrologic en excluant l'incidence de la trésorerie, prise à hauteur de la distribution de dividendes exceptionnelle de 15,5 € par action (§ 2.7.2) :



Les primes extériorisées à l'issue de ce retraitement du volant de trésorerie sont les suivantes, par référence au prix d'Offre envisagé de 38 € par action coupon attaché et de 22,5 € par action coupon détaché ; bien que les primes et décotes soient différentes de celles constatées en incluant la trésorerie disponible qui est appelée à être prochainement distribuée, nous constatons cependant la même hiérarchie dans les critères d'évaluation, avec une absence de prime sur le DCF et le cours spot :



Par translation et par référence au prix d'Offre de 40 € par action coupon attaché et de 24,5 € par action coupon détaché au stade du retrait obligatoire, les primes extériorisées par notre valorisation multicritères, après retraitement du volant de trésorerie, sont les suivantes ; ces primes deviennent positives sur la totalité des critères, mais restent situées dans le bas de la fourchette de celles offertes par les précédentes opérations (§ 4.1) :



4.3. Bénéfice pour l'Initiateur de l'intégration fiscale au stade du retrait obligatoire

Nous constatons, après exploitation des informations recueillies auprès de l'Initiateur, que l'actualisation jusqu'en 2015 de l'économie d'impôt dont bénéficierait la holding de reprise si le seuil de détention de 95% des titres Metrologic est atteint correspond approximativement au complément de prix qui porterait le prix d'Offre à 40 € au stade du retrait de cote.

Nous observons que l'intégration fiscale est conditionnée par l'acceptation des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre jusqu'au retrait obligatoire. Ainsi, l'Initiateur restitue aux actionnaires de Metrologic l'équivalent du bénéfice de l'intégration fiscale.

4.4. Conclusion

Au vu de ce qui précède, le prix de 38 € nous paraîtrait acceptable dans les conditions d'une offre publique non assortie d'un retrait obligatoire, rendant la liquidité aux actionnaires qui le souhaitent, et qui se référeraient pour prendre leur décision au cours de bourse pondéré par les volumes sur une moyenne période.

En revanche, le prix de 40 € ne peut être considéré comme suffisant dans la configuration d'un retrait obligatoire tel que visé dans la présente opération.

5. ANALYSE DES ACCORDS CONCLUS ENTRE LES PARTIES

Au-delà des confirmations obtenues auprès du management de la Cible et de l'Initiateur, nous nous sommes attachés à vérifier, à la lecture des accords conclus entre les parties (§ 1.3), l'absence de dispositif particulier bénéficiant à M. Philippe Cimadomo et aux Managers, pouvant s'assimiler à un complément de prix par rapport à celui de 38 € proposé par Tridimension dans le cadre du transfert du bloc de contrôle et de l'Offre.

En ce qui concerne M. Philippe Cimadomo (§ 5.1) :

- dans un premier temps, nous avons exploré le cadre dans lequel la proposition de Carlyle a été faite et les conditions de réinvestissement de M. Philippe Cimadomo, ainsi que les dispositions juridiques qui délimitent le champ d'intervention de M. Philippe Cimadomo en sa qualité d'actionnaire et de Président de Tridimension ;
- dans un second temps, nous nous sommes concentrés sur la modélisation financière des conditions de sortie de M. Philippe Cimadomo de sa participation dans Tridimension en relation avec le protocole d'investissement signé entre les parties (§ 1.3.2) en tenant également compte des conditions d'investissement proposées aux Managers (§ 1.3.3) qui ont un effet dilutif sur la participation de M. Philippe Cimadomo et de CETP II Mercury S.à.r.l.

En ce qui concerne les Managers (§ 5.2), nous avons apprécié si les ABSA souscrites et les actions gratuites accordées (§ 1.3.3) étaient porteuses d'un quelconque complément de prix par rapport au prix d'Offre de 38 €.

5.1. Analyse des accords relatifs à M. Philippe Cimadomo

5.1.1. Contexte de l'opération et conditions de réinvestissement

Il nous a été confirmé par le représentant de Carlyle ainsi que par M. Philippe Cimadomo que la réalisation de l'acquisition de Metrologic était conditionnée au fait que ce dernier puisse assurer une période de transition managériale de 3 à 5 ans tout en assumant sur cette période les risques inhérents à la conduite des affaires. A ce titre, il a été demandé à M. Philippe Cimadomo d'assurer la présidence de Tridimension et de participer au financement de l'opération aux côtés de CETP II Mercury S.à.r.l. dans les conditions suivantes.

5.1.1.1. Investissement en fonds propres au niveau de Tridimension

Dans le cadre de cette opération, M. Philippe Cimadomo perd sa qualité d'actionnaire majoritaire de Metrologic au profit d'une position d'actionnaire minoritaire dans le capital de Tridimension ; sa participation initiale de 35,4% dans la holding de reprise est amenée à se réduire par l'exercice des instruments dilutifs attribuables aux Managers (actions gratuites et ABSA).

Les actions Tridimension détenues par M. Philippe Cimadomo sont des actions ordinaires conférant les mêmes droits d'actionnaires que ceux détenus par CETP II Mercury S.à.r.l. M. Philippe Cimadomo se trouve *de facto* traité *pari passu* avec Carlyle, et dispose donc des mêmes instruments que le Fonds ; il ne bénéficie ni d'actions gratuites, ni de BSA (réservés aux Managers) et ne peut profiter d'aucun mécanisme relatif.

5.1.1.2. Investissement en PECs au niveau de CETP II Mercury S.à.r.l.

Les PECs émis par CETP II Mercury S.à.r.l. au profit de M. Philippe Cimadomo portent les mêmes droits que les OCA émises par Tridimension au profit de CETP II Mercury S.à.r.l., notamment en ce qui concerne leur rémunération (intérêts annuels capitalisés au taux de 12%) ; le niveau de rémunération globale de l'ensemble des investissements (fonds propres de Tridimension et quasi fonds propres de CETP II Mercury S.à.r.l.) est apprécié infra (§ 5.1.3).

Par ailleurs, M. Philippe Cimadomo ne bénéficie d'aucun droit lui permettant d'exiger le rachat de ses PECs par CETP Mercury S.à.r.l. et ne pourra demander leur rachat, à l'étage supérieur, à CETP II Participations S.à.r.l. SICAR que sous certaines conditions, ne permettant donc pas que ce rachat se fasse à sa seule initiative.

5.1.2. Dispositions juridiques relatives à M. Philippe Cimadomo

Le pacte d'associés signé entre CETP II Mercury S.à.r.l. et M. Philippe Cimadomo (§ 1.3.6) inclut des dispositions restreignant le champ d'intervention de M. Philippe Cimadomo en sa qualité d'actionnaire, notamment quant à la liquidité de son investissement :

- M. Philippe Cimadomo est contraint par une période de 3 ans d'incessibilité de ses titres alors que cette période n'est que d'un an pour CETP II Mercury S.à.r.l. ;
- M. Philippe Cimadomo ne pourra céder tout ou partie de ses titres qu'en cas de cession partielle ou totale par CETP II Mercury S.à.r.l. de ses titres Tridimension, et ce uniquement aux mêmes prix, termes et conditions proposées par l'acquéreur potentiel à CETP II Mercury S.à.r.l. ;
- Dans le cas où CETP II Mercury S.à.r.l. souhaiterait accepter une offre d'un tiers acquéreur portant sur la totalité des titres Tridimension, CETP II Mercury S.à.r.l. aura la possibilité d'exiger des autres associés, y compris M. Philippe Cimadomo, de céder la totalité de leurs titres aux mêmes prix, termes et conditions ;
- Le Fonds a clairement la main pour décider de la fenêtre et des conditions de sa sortie.

Par ailleurs, le pacte comprend également des dispositions limitant le champ d'intervention de M. Philippe Cimadomo en sa qualité de Président :

- Le Président est révocable *ad nutum* par les actionnaires statuant à la majorité simple ;
- M. Philippe Cimadomo est amené à être remplacé dans les 3 à 5 ans au poste de Président de Tridimension ; il nous a été indiqué par lui-même que son successeur pressenti avait été présenté au Fonds.

Nous n'avons identifié aucune disposition dans le pacte qui permettrait à M. Cimadomo de contrôler seul ou de concert Tridimension ; aucun accord sur l'exercice des droits de vote n'est prévu dans ce pacte¹²².

En définitive, nous retenons que M. Philippe Cimadomo est obligé de céder sa participation au capital de l'Initiateur si le Fonds vend la sienne :

- il ne bénéficie d'aucune garantie de liquidité ni de condition de sortie prédéfinies,

¹²² A l'exception des opérations de croissance externe, qui seront soumises à l'approbation du Comité Exécutif de Tridimension Holding comprenant entre autres personnes M. Philippe Cimadomo.

- il supporte le risque de sortie imposée et de « lock-up » (engagement d'inaliénabilité des titres de Tridimension) de 3 ans,
- il peut également être démis de ses fonctions opérationnelles, dans la mesure où son statut de Président de Tridimension le rend révocable *ad nutum*, sans indemnité ; dans l'immédiat et l'attente d'une transition managériale, sa présence reste néanmoins déterminante pour la conduite opérationnelle de la Cible, dont il assume désormais conjointement la présidence avec celle de l'Initiateur¹²³.

5.1.3. Modélisation financière de la sortie de M. Philippe Cimadomo

Dans le cadre de nos travaux nous avons estimé la valeur des titres de Tridimension au 30 septembre 2015, au terme d'une durée de détention en ligne avec la maturité moyenne des investissements d'un fonds¹²⁴, en considérant les hypothèses suivantes :

- A l'issue de l'Offre, Tridimension détiendra 100% des titres de Metrologic ;
- La valeur d'entreprise de Metrologic est déterminée en fonction d'un multiple d'EBITDA 2015 ;
- La trésorerie globale du groupe Tridimension au 30 septembre 2015 est estimée par les flux de trésorerie générés sur la période de prévisions 2011-2015, qui reposent sur les hypothèses suivantes :
 - La mise en place du régime d'intégration fiscale au niveau du groupe Tridimension à compter de l'exercice clos le 30 septembre 2012¹²⁵ avec l'application d'un taux d'impôt de 34,33% ;
 - Une estimation des flux de trésorerie prévisionnels d'exploitation de Metrologic tenant compte d'un niveau d'EBITDA et d'un besoin de fonds de roulement estimé à -5 jours du chiffre d'affaires conforme à la modélisation en DCF du plan d'affaires, tant dans sa version initiale (§ 3.4.2.1.i) que finale ;
 - Un investissement annuel par Metrologic de l'ordre de 3% du chiffre d'affaires également cohérent avec cette même modélisation (§ 3.4.2.1.i) ;

¹²³ M. Philippe Cimadomo a été nommé Président de Tridimension Holding en date du 7 avril 2011.

¹²⁴ i.e. au terme d'une durée de détention des titres Tridimension de 4,5 ans à compter de la date du *signing / closing* (fin mars 2011 / début avril 2011).

¹²⁵ Au 30 septembre 2011, Tridimension ne justifiait pas des 12 mois d'existence requis pour la mise en place de l'intégration fiscale.

- Une estimation des flux de trésorerie prévisionnels de financement du groupe Tridimension impactés par :
 - Le remboursement du crédit relais de 69,4 M€ au 30 septembre 2011 (§ 1.3.2.1) ;
 - Le service semestriel de la dette composé des intérêts du crédit de Tranche A et B et du remboursement par 13^{ème} de la Tranche A (§ 1.3.2.1) ;
 - Le remboursement du nominal et des intérêts des obligations convertibles souscrites par CETP II Mercury (§ 1.3.2.1) et octroyées à CETP II Mercury suite à la conversion des avances en comptes courants (§ 1.3.2.2)¹²⁶ ;
 - Les intérêts perçus sur la trésorerie positive ;
 - L'exercice des BSA 1 et BSA 2¹²⁷ par les Managers au prix d'exercice de 1 € générant une entrée de trésorerie de 1,9 M€¹²⁸ (§ 1.3.3) ;
 - Le rachat au 30 septembre 2013 des titres détenus par les minoritaires, soit 1,2 M€ pour les titres ATT et 0,3 M€ pour les titres des filiales historiques de Metrologic (§ 2.7.2) ;
 - Le règlement de la provision pour indemnités de départ en retraite de 0,3 M€ au 31 mars 2011 (§ 2.7.2) ;
 - Le décaissement des autres engagements sociaux représentés par le DIF à hauteur de 0,2 M€ (§ 2.7.2).

Dans le cadre de notre modélisation, nous avons également tenu compte de l'effet dilutif du plan d'actions gratuites accordé aux Managers et de la conversion en actions des BSA rattachés aux ABSA souscrites qui conduit à réduire la participation initiale de 35,4% de M. Philippe Cimadomo dans Tridimension (§ 1.3.2.1 et § 1.3.3).

Il apparaît qu'à un horizon 5 ans, seul un multiple de sortie supérieur aux multiples constatés dans les conditions de marché actuelles permettrait à M. Philippe Cimadomo de retirer de ses investissements en fonds propres au sein de Tridimension et en quasi-fonds propres au sein de CETP II Mercury un avantage financier supérieur au rendement moyen attendu par un investisseur financier. Ce multiple de sortie est supérieur au multiple implicite d'entrée (§ 3.3.5) ; ainsi, par référence au plan d'affaires final, les accords financiers conclus entre les parties ne conduisent pas mécaniquement à ce que M. Philippe Cimadomo, en tant

¹²⁶ A la date du transfert par CETP II Mercury S.à.r.l. de la totalité de ses titres, la totalité des obligations convertibles est immédiatement remboursable (clause de remboursement anticipé obligatoire des OCA).

¹²⁷ Ces BSA ne peuvent être exercés qu'en cas de cession de l'intégralité de la participation de CETP II Mercury S.à.r.l dans Tridimension ou en cas d'introduction en Bourse.

¹²⁸ $(357.142 \text{ ABSA 1} + 119.048 \text{ ABSA 2}) * 4 = 1,9 \text{ M€}$.

qu'actionnaire de Tridimension, soit avantagé par rapport aux actionnaires minoritaires de Metrologic.

Nous rappelons à cet égard que les accords :

- laissent au Fonds l'initiative et le choix des modalités de désengagement de Tridimension (§ 5.1.2),
- n'assurent à M. Philippe Cimadomo aucun multiple de sortie et ne lui garantissent donc aucune liquidité,
- ne permettent pas à M. Philippe Cimadomo de détenir à terme plus de 35,4% de la holding de reprise, ce qui correspond à son investissement initial (§ 1.1.1. et § 5.1.1.1).

Sur la base de ces constats, nous considérons que M. Philippe Cimadomo ne bénéficie d'aucun dispositif particulier pouvant s'assimiler à un complément de prix tangible à ce jour au titre de ses investissements en fonds propres et en quasi-fonds propres dans la holding de reprise.

Nous ajoutons qu'au vu des dispositions contractuelles, nous estimons que M. Philippe Cimadomo ne bénéficie pas d'une rémunération qui pourrait être assimilée à un complément de prix (§ 1.3.5).

5.2. Analyse des accords relatifs aux Managers

5.2.1. Appréciation de la valeur des ABSA

Selon les termes et conditions du protocole d'accord signé en date du 30 mars 2011 entre M. Philippe Cimadomo, CETP II Mercury S.à.r.l. et les Managers, en présence de Tridimension Holding, les Managers pourront souscrire à des ABSA 1 et ABSA 2¹²⁹ au prix de 1,68 €¹³⁰. Afin d'apprécier si le prix payé par les Managers pour ces ABSA reflète bien la juste valeur de ces instruments, nous nous sommes attachés à en analyser les deux composantes *i.e.* la part action et la part BSA.

La valeur nominale des actions Tridimension qui ont été émises au titre des différentes augmentations de capital (§ 1.3.2.1) et qui résulte par transparence de la valorisation de l'action Metrologic au prix d'Offre de 38 € est de 1 €.

Afin de corroborer la valorisation unitaire des BSA qui s'élève à 0,17 €, nous avons dans un premier temps analysé leurs caractéristiques afin de retenir le modèle

¹²⁹ En cas d'acquisition de 100% du capital de Metrologic.

¹³⁰ 1 € (part action) + 0,68 € (part BSA = 4 * 0,17 €) ; à chaque action sont attachés 4 BSA (§ 1.3.3).

d'évaluation le plus pertinent et avons dans un second temps déterminé les hypothèses structurantes de valorisation.

Les BSA, qui ne sont exerçables qu'en cas de cession de la totalité des titres Tridimension, processus qui ne peut être initié que par CETP II Mercury S.à.r.l., s'apparentent à des options européennes dont la maturité correspond à la date de sortie de CETP II Mercury S.à.r.l. du capital de Tridimension.

A ce titre, nous avons simulé la valeur du BSA par application des modèles traditionnels de valorisation d'options européennes de Black & Scholes et Monte Carlo. A titre de recoupement, nous avons également appliqué des modèles binomiaux et trinomiaux, dont les résultats convergent vers le modèle de Black & Scholes en démultipliant le nombre de pas.

Les principales hypothèses structurantes que nous avons retenues sont les suivantes :

- Une valeur actuelle du sous-jacent de 1 € correspondant à la valeur de l'action Tridimension ;
- Un prix d'exercice de 1 € en conformité avec les modalités des termes et conditions des ABSA joints au protocole d'accord signé en date du 30 mars 2011 ;
- Une maturité moyenne des BSA de 4,5 ans en lien avec la durée moyenne d'investissement attendu (§ 5.1.3) ;
- Un taux sans risque de 2,76% correspondant à un taux zéro coupon¹³¹ pour une maturité de 4,5 ans ; nous avons reconstitué la courbe des taux zéro coupon moyen 1 mois à partir du taux des OAT en date du 29 avril 2011 sur différentes échéances (§ 3.4.4) ;
- Une volatilité de 28% égale à la médiane sur les 2 dernières années¹³² d'un échantillon de 5 sociétés composé des 4 comparables boursiers que nous avons retenus¹³³ (§ 3.3.1) et de Metrologic (annexe 11) ;
- Un taux de prêt emprunt de 3% (ou « marge de repo ») dans la moyenne haute d'une fourchette comprise entre 1% et 5%¹³⁴ du fait de la faible liquidité du titre ;
- Il a été considéré que Tridimension ne verserait aucun dividende sur la période considérée, ce qui nous a été confirmé par le représentant de Carlyle.

¹³¹ Afin d'éliminer le risque de réinvestissement des flux de revenus reçus sous forme de coupon.

¹³² Nous avons retenu une volatilité sur les 2 dernières années en considérant que la sortie de crise s'était réalisée pour ces sociétés courant 2009 et ainsi qu'à partir de cette période, ces sociétés ne rencontraient pas de phénomènes exceptionnels exogènes pouvant fortement impacter le cours.

¹³³ Delcam, Lectra, ESI Group, Ige Xao.

¹³⁴ Taux oscillant en fonction de la liquidité du titre et de la taille de la société (cf. note de travail sur l'évaluation des BSAAR – SFEV – Avril 2010).

Pour tenir compte de l'incessibilité des BSA sur leur période de détention, nous avons retenu une décote d'illiquidité de l'ordre de 30% en nous basant sur la documentation professionnelle disponible¹³⁵.

La valeur centrale du BSA après prise en compte de la décote au titre de l'incessibilité s'élève à 0,16 € et sa sensibilité par rapport aux principales hypothèses structurantes que sont la volatilité et le niveau de décote au titre de l'incessibilité se présente comme suit ; cette valeur est compatible avec 0,17 € :

Table de sensibilité					
Volatilité	Décote d'incessibilité				
	20,0%	25,0%	30,0%	35,00%	35,00%
24,00%	0,16	0,15	0,14	0,13	0,13
26,00%	0,17	0,16	0,15	0,14	0,14
28,00%	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15
30,00%	0,20	0,18	0,17	0,16	0,16
32,00%	0,21	0,20	0,18	0,17	0,17

Dans le cadre de nos travaux, nous n'avons ainsi pas identifié d'éléments qui justifieraient le règlement par les Managers d'une valeur supérieure à 1,68 € par ABSA ; en ce sens le prix payé par les Managers pour l'acquisition de ces instruments reflète donc bien leur juste valeur.

5.2.2. Observations relatives au plan d'actions gratuites

Nous comprenons que le plan d'actions gratuites (§ 1.3.3) a été attribué aux Managers afin de compenser les 28.000 actions gratuites Metrologic accordées de façon informelle avant l'Offre, qui se répartissaient comme suit :

Actions gratuites Metrologic		
	%	Actions
S. Feyel	20,36%	5 700
C. Carbillet	16,79%	4 700
B. Eisele	19,29%	5 400
B. Gili	23,21%	6 500
D. Serciat	20,36%	5 700
Total	100%	28 000

Le plan d'actions gratuites stipule que le nombre des actions gratuites Tridimension se répartira entre les Managers selon un pourcentage prédéfini, qui correspond *in fine* à la répartition des 28.000 actions Metrologic susmentionnées. Dans le cas de l'acquisition de 100% des titres Tridimension et du retrait obligatoire, comme postulé

¹³⁵ Note de travail sur l'évaluation des BSAAR – SFEV – Avril 2010.

dans la modélisation financière de la sortie de M. Philippe Cimadomo (§ 5.1.3), et en considérant ainsi un nombre d'actions gratuites de 918.526¹³⁶, la répartition de celles-ci entre les Managers se présenterait ainsi :

Actions gratuites Tridimension		
	%	Actions
S. Feyel	20,35%	186 920
C. Carbillet	16,80%	154 312
B. Eisele	19,30%	177 275
B. Gili	23,20%	213 098
D. Serciat	20,35%	186 920
Total	100%	918 526

En considérant le prix d'Offre de 40 € pour les actions Metrologic et par transparence avec une valeur nominale de l'action Tridimension de 1€, nous comprenons que les Managers perdent une partie de ce qui leur était initialement promis, étant rappelé que la liquidité des actions gratuites de l'Initiateur est plus limitée que celle des actions gratuites de la Cible :

Actions gratuites				
	Metrologic @ 40 €	Tridimension @ 1 €	Résultat	%
S. Feyel	228 000	186 920	(41 080)	20,39%
C. Carbillet	188 000	154 312	(33 688)	16,72%
B. Eisele	216 000	177 275	(38 725)	19,22%
B. Gili	260 000	213 098	(46 902)	23,28%
D. Serciat	228 000	186 920	(41 080)	20,39%
Total	1 120 000	918 526	(201 475)	100,00%

En conséquence, nous n'avons pas identifié d'éléments laissant penser que les actions gratuites Tridimension accordées aux Managers soient porteuses d'un quelconque avantage particulier, celles-ci étant seulement la rémunération d'un avantage dont les Managers auraient pu disposer au sein de Metrologic.

¹³⁶ $\left[(15.287.470 (\S 1.3.2.2) + 6.400.000 ((\S 1.3.2.2) + 357.142 \text{ ABSA } 1 (\S 1.3.3)) / (100\% - 4\%) \right] * 4\%$.

6. ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par HSBC et avons discuté avec leurs auteurs des calculs effectués et des conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'établissement présentateur a eu recours ; la comparaison de nos résultats respectifs est présentée ci-dessous, étant rappelé que nous ne nous sommes pas référés aux transactions sectorielles :

	HSBC	Ledouble SA
DCF	32,6 € - 34,2 €	38,8 €
Comparables boursiers	24,0 € - 34,0 €	33,3 € - 38,9 €
Comparables transactionnels		
<i>acteurs industriels</i>	29,7 € - 47,0 €	-
<i>acteurs financiers</i>	19,9 € - 32,5 €	-
Cours de bourse spot	38,0 €	38,35 €
Cours de bourse 1 à 12 mois	34,7 € - 39,1 €	35,1 € - 39,1 €

Nos principales observations portent sur les points suivants :

Méthode de valorisation	HSBC	Ledouble SA
DCF	Taux d'actualisation de 11,80%	Taux d'actualisation de 11,07% à 5 ans et de 11,40% à 8 ans
	Calcul de la valeur terminale selon Gordon Shapiro et selon un multiple d'EBITDA de sortie	Calcul de la valeur terminale selon Gordon Shapiro
	Plan d'Affaires final présenté par l'Initiateur	Plan d'Affaires final présenté par l'Initiateur Plan d'Affaires initial étiré jusqu'en 2018
Comparables boursiers	Utilisation des multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA moyens	Utilisation des multiples d'EBITDA et d'EBIT medians
	Calcul des multiples à partir d'une moyenne 1 mois au 29 mars 2011	Calcul des multiples à partir d'une moyenne 1 mois au 29 avril 2011
	Non calendarisation des multiples 2011	Calendarisation des multiples 2011
	Panel de sociétés comparables cotées divisés en 3 catégories : - éditeurs de logiciels de mesure industrielle en 3D (Delcam, Lectra, ESI Group, Ige Xao) - éditeurs français de logiciels liés à la gestion (Pharmagest, Sword, Cogid, Linedata) - éditeurs de logiciels de niche (Pro Medicus, MeVis Medical Solutions)	Panel de sociétés comparables cotées comprenant les éditeurs de logiciels de mesure industrielle en 3D suivants : Delcam, Lectra, ESI Group, Ige Xao
Comparables transactionnels	Panel de transactions comparables comprenant les transactions suivantes : - Acquisition d'Intec Telecom Systems par CSG	Non utilisé
Cours de bourse	Historique à partir du 29 mars 2011	Historique sur 2 ans à partir du 30 mars 2011

6.1. Paramètres d'évaluation en DCF

6.1.1. Taux d'actualisation

La différence dans la détermination du taux d'actualisation entre l'établissement présentateur et le taux retenu dans nos travaux s'explique principalement par l'horizon temporel du taux sans risque utilisé et par l'application d'une prime spécifique. Nous comparons ici les taux d'actualisation retenus sur un horizon de 5 ans :

	HSBC	Ledouble SA 5 ans
Taux sans risque	4,0%	2,89%
Beta	1,1	0,93
Prime de risque	7,1%	6,61%
Prime de risque spécifique		2%
WACC calculé	11,8%	11,07%
WACC retenu	11,8%	11,07%

HSBC a utilisé la moyenne des OAT 20 ans comme référence du taux sans risque, alors que notre calcul de WACC est basé sur la reconstitution d'une courbe des taux coupon zéro et donc sur un taux sans risque de réinvestissement à 5 ans. Notre approche, toutes choses égales par ailleurs, conduit à augmenter la valeur des

capitaux propres de la Cible en DCF, le taux sans risque étant retenu sur un horizon plus court que celui de l'établissement présentateur.

Par ailleurs, dans le cadre de nos travaux, nous avons jugé pertinent d'appliquer une prime spécifique de 2% en raison de la taille limitée de la Société au regard des sociétés composant l'indice Eurostoxx 600 Technology utilisé pour déterminer le beta désendetté. HSBC n'a pas appliqué de prime spécifique à Metrologic dans le cadre de son calcul de WACC. Toutes choses égales par ailleurs, notre approche conduit à diminuer la valeur des capitaux propres de la Cible en DCF.

Enfin, HSBC a retenu le beta estimé du secteur des éditeurs de logiciels en France¹³⁷, alors que nous avons retenu le beta « désendetté » de l'indice sectoriel Eurostoxx 600 Technology. Toutes choses égales par ailleurs, notre approche conduit à augmenter la valeur des capitaux propres de la Cible en DCF.

6.1.2. Taux de croissance à l'infini

L'analyse de sensibilité de la valeur de l'action Metrologic en DCF est construite par HSBC autour d'un taux de croissance perpétuelle de 1,5% ; nous justifions de pouvoir raisonner autour d'un taux de 2% cohérent avec les prévisions d'inflation.

6.1.3. Prise en compte du crédit impôt recherche (CIR)

6.1.3.1 Période explicite du plan d'affaires

L'établissement présentateur a intégré le CIR dans la période explicite du plan d'affaires, et a fait le choix de fiscaliser ce paramètre. Nous avons considéré qu'il n'y avait pas lieu d'intégrer le CIR dans l'assiette de l'impôt sur les bénéfices.

Toutes choses égales par ailleurs, notre approche conduit à augmenter la valeur des capitaux propres de la Cible en DCF.

6.1.3.2 Valeur terminale

L'établissement présentateur a considéré l'environnement fiscal trop incertain pour prendre en compte le CIR dans la valeur terminale. Nous avons en revanche considéré que nous ne disposions d'aucun élément nous autorisant à exclure le CIR de la valeur terminale. Nous avons fait le choix de maintenir un « paysage fiscal » constant lors de notre évaluation par DCF, tout en présentant une analyse de sensibilité à la pondération du CIR en année terminale.

¹³⁷ Source : Détroyat Associés.

Toutes choses égales par ailleurs, notre approche conduit à augmenter la valeur des capitaux propres de la Cible en DCF.

6.2. Echantillon des comparables boursiers

Les quatre sociétés comparables qui constituent notre échantillon (Delcam, Lectra, ESI Group, Ige Xao) font partie d'un échantillon plus large retenu par HSBC. En outre, les agrégats sur lesquels reposent les multiples de valorisation que nous avons retenus diffèrent de ceux retenus par HSBC ; nous valorisons en effet Metrologic sur la base de multiples d'EBITDA et d'EBIT, alors que l'établissement présentateur a axé sa valorisation sur les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA.

Les différences de multiples boursiers sont les suivants :

	HSBC	Ledouble SA
x CA 2011	1,06	NA
x CA 2012	1,05	NA
x EBITDA 2011	5,3	5,7
x EBITDA 2012	4,6	5,3
x EBIT 2011	NA	6,0
x EBIT 2012	NA	5,5

7. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre Metrologic, nous retenons les points suivants :

1. L'historique des offres d'investisseurs approchés en 2010 dans le cadre d'un processus apparemment ouvert et structuré, et la longueur des négociations avec Carlyle montrent que la proposition de l'Initiateur à 38 € par titre correspond à un équilibre longuement recherché par les cédants. M. Gilles Bartoli, co-fondateur de Metrologic et les membres de sa famille ont d'ailleurs accepté de céder leur participation à ce prix, sans autre contrepartie que celle de l'éventuel complément de prix bénéficiant à l'ensemble des cédants et apporteurs à l'Offre au stade du retrait obligatoire.
2. Les pourparlers avec le fonds ont débuté lorsque le cours de bourse oscillait autour de 30 € ; durant le dernier trimestre 2010, le titre Metrologic s'est considérablement apprécié, à tel point que l'Offre intervient à un prix inférieur à la moyenne des cours pondérée sur 3 mois, et au cours spot. Ce constat doit être rapporté aux faibles volumes échangés, caractérisant la liquidité du titre. Comparé à la moyenne des cours pondérée sur 1 mois et 6 mois, le prix d'Offre extériorise une prime de 3,3% ; cette prime augmente à 8,3% à un horizon annuel.
3. La valorisation de Metrologic par le plan d'affaires initial 2011-2013 élaboré antérieurement à la prise de contact avec le fonds, et dont nous avons prolongé la période de prévisions, est sensiblement supérieure au prix d'Offre ; pour autant ce plan d'affaires n'a visiblement pas convaincu les investisseurs qui ont manifesté leur intérêt pour la Cible, dont Carlyle ; les anticipations du marché telles que reflétées par l'animateur du titre sont visiblement encore empreintes de ces prévisions. Le plan d'affaires final, qui rend compte d'une vision commune entre la Cible et l'Initiateur sur l'avenir de la Société, corrobore *ex post* tout juste le prix d'Offre.
4. Le prix d'Offre se positionne dans l'intervalle des résultats de l'évaluation analogique ; cette méthode est à relativiser au regard du caractère nécessairement imparfait de l'échantillonnage.
5. Dans la configuration du retrait de cote pour lequel nous sommes mandatés, il convient de tenir compte du caractère indemnitaire du prix offert aux minoritaires, privés de leur liberté de choix d'apporter ou non à l'Offre, en contrepartie de leur désengagement du capital.

En définitive, dans les circonstances qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le prix proposé de :

- 38 € (coupon attaché) / 22,5 € (coupon détaché) dans le cadre de l'OPAS serait équitable pour des actionnaires minoritaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, au même prix que celui dont ont bénéficié les actionnaires ayant préalablement cédé leurs titres, sans perspective de retrait obligatoire,
- 40 € (coupon attaché) / 24,5 € (coupon détaché) est insuffisant pour en justifier le caractère équitable dans le cas d'un retrait obligatoire, où l'Initiateur détiendrait plus de 95% du capital et des droits de vote de Metrologic à l'issue de l'Offre.

A l'issue de nos travaux d'analyse et de modélisation des accords conclus dans le cadre de la Transaction, nous estimons que la différence de traitement par ce dispositif complexe, entre les actionnaires et Managers de Metrologic réinvestissant ou investissant dans la holding de reprise et les actionnaires minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, ne conduit finalement pas à léser les seconds au bénéfice des premiers.

Fait à Paris, le 24 mai 2011.

Olivier CRETTE

ANNEXES

• Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA	Annexe 1
• Principales étapes de l'expertise	Annexe 2
• Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA	Annexe 3
• Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
• Composition de l'équipe Ledouble SA	Annexe 5
• Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA	Annexe 6
• Profil détaillé des sociétés comparables retenues	Annexe 7
• Performance historique et prévisionnelle des comparables	Annexe 8
• Composition de l'indice Eurostoxx 600 Technology	Annexe 9
• Composition de l'échantillon de comparables utilisé pour le calcul de PER	Annexe 10
• Volatilité historique des comparables boursiers	Annexe 11
• Courriers de l'ADAM à l'AMF	Annexe 12

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches sur Internet
- analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre
- entretiens avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur
- examen des accords constituant le corpus juridique de l'Opération
- exploitation de l'analyse des termes de l'Offre et des éléments d'évaluation recueillis auprès de l'établissement présentateur
- exploitation des rapports d'expertise et d'évaluation et des consultations émis dans le cadre de l'opération

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Cible
- examen de la construction des plans d'affaires, étude des paramètres financiers, tests de sensibilité
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (DCF, comparables boursiers)
- recherche de références et de multiples transactionnels

3. Rapport d'expertise indépendante

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et de propositions de lettres d'affirmation destinées au management de la Cible et de l'Initiateur
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble SA en date du 21 avril 2011 portant sur la présente Offre s'établit à 45.000 € (hors taxes et frais de mission).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- **Mars 2011**

- Réponse à l'appel d'offres
- Contacts préalables avec la Cible et les conseils des parties
- Prise de connaissance et analyse de l'Opération
- Exploitation des informations publiques disponibles
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Cible jusqu'à l'annonce de l'Opération (30 mars 2011)
- Examen des premiers éléments de valorisation
- Demandes d'informations

- **4 au 10 avril 2011**

- Désignation de l'expert par le Conseil d'administration et proposition de lettre de mission
- Analyse des accords du *signing* (30 mars 2011) et du *closing* (8 avril 2011) ; examen de la structure de l'Offre
- Modélisation des plans d'affaires (*initial* et *bank case*)

- **11 au 17 avril 2011**

- Contacts et entretiens avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations recueillies et mise en œuvre d'approches d'évaluation multicritères
- Demandes d'informations complémentaires

- **18 avril au 24 avril 2011**

- Contacts, entretiens et point d'étape avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur
- Exploitation du plan d'affaires révisé (final)
- Exploitation du projet de note d'information de l'Initiateur
- Demandes d'informations complémentaires
- Contacts avec l'AMF

- **25 avril au 1^{er} mai 2011**

- Travaux d'évaluation multicritères
- Demandes d'informations complémentaires
- Modélisation des accords de réinvestissement de M. Philippe Cimadomo et d'investissement des Managers dans Tridimension
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante

- **2 au 8 mai 2011**

- Levée des points en suspens
- Actualisation des travaux d'évaluation en fonction des dernières informations disponibles
- Analyse du rapport d'évaluation de la Cible par l'établissement présentateur
- Mise à jour à fin mars 2011 de l'évaluation du titre Metrologic
- Visite du site à Meylan ; rencontre avec le Président du conseil d'administration et des Managers de la Cible.

- **9 au 15 mai 2011**

- Rencontre avec des représentants des actionnaires minoritaires et examen détaillé des courriers transmis par l'ADAM à l'AMF
- Contacts avec l'AMF
- Finalisation du projet de rapport d'expertise indépendante en vue du Conseil d'administration entérinant l'Offre et de l'insertion dans le projet de note d'informations en réponse à l'AMF

- **16 au 21 mai 2011**

- Finalisation du texte des lettres d'affirmation à l'attention de la Cible et de l'Initiateur
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante.
- Contacts et entretiens avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur
- Contacts avec l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA

1) CIBLE ET CONSEILS

Metrologic Group

Philippe Cimadomo	Président du Conseil d'Administration Directeur Général
Sylvie Feyel	Directeur Administratif et Financier Directeur Général Délégué
Didier Serciat	Directeur Administratif et Financier Directeur Général Délégué

Bryan, Garnier & Co

Olivier Beaudouin	Managing Director
Vincent Gasné	Vice President

Hoche Société d'Avocats

Laurent Bensaid	Avocat Associé
Véronique Gédéon	Avocat

2) INITIATEUR ET CONSEILS

The Carlyle Group

Vladimir Lasocki	Managing Director
Alexis Kemlin	Senior Associate

HSBC

Arno Goboyan	Managing Director
Grégory Garnier	Director
Julan Wu	Associate
Charles-Antoine de Chatillon	Analyst

Frieh Bouhenic

Jeremy Scemama	Avocat Associé
----------------	----------------

3) *AUTRES CONTACTS***AMF**

Frédéric Pelèse	Direction des Emetteurs
-----------------	-------------------------

ADAM

Colette Neuville	Présidente
------------------	------------

AESOPÉ

Marie Chambodut	Gérant analyste
-----------------	-----------------

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Principaux accords conclus entre les parties en présence

Signing (30 mars 2010)

- Contrat d'acquisition d'actions Metrologic Group entre Philippe Cimadomo et sa famille, d'une part, et Tridimension Holding d'autre part en date du 30 mars 2011 + annexes (PC Holding)
- Contrats d'acquisition d'actions Metrologic Group entre Philippe Cimadomo, Gilles Bartoli et sa famille, d'une part, et Tridimension Holding d'autre part, en date du 30 mars 2011 + annexes (actions détenues directement)
- Protocole d'accord entre Monsieur Philippe Cimadomo, CETP II Mercury S.à.r.l, et les Managers en date du 30 mars 2011

Closing (8 avril 2011)

- Avenant n°1 à l'acte signé le 30 mars 2011 intitulé « contrat d'acquisition d'actions » entre Philippe Cimadomo et sa famille, d'une part, et Tridimension Holding, d'autre part.
- Pacte d'associés entre CETP Mercury S.à.r.l. et Monsieur Philippe Cimadomo en présence de Tridimension Holding SAS.
- Contrat des Crédits Senior entre Tridimension Holding et les Banques en date du 8 avril 2011
- Procès-verbal des décisions du Président de Tridimension Holding en date du 8 avril 2011
- Procès-verbal des décisions du Président de Tridimension Holding du 15 avril 2011
- Procès-verbal des décisions de l'associé unique de Tridimension Holding en date du 7 avril 2011
- Statuts de Tridimension Holding mis à jour en date du 8 avril 2011

Autres documents directement liés à l'Opération

- Lettre d'Offre ferme d'acquisition du 15 mars 2011 adressée par CETP II Participations S.à.r.l à Bryan, Garnier & Co
- Opinion indépendante sur la viabilité financière de la Société après distribution d'un dividende exceptionnel de 61,4 M€ (Accuracy – 1^{er} avril 2011)
- Metrologic Evaluation des BSA (Accuracy – 20 mars 2011)
- Courriers de l'Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM) à l'AMF en date du :
 - 7 avril 2011,
 - 27 avril 2011,
 - 13 mai 2011 + annexes¹³⁸
- Analyse et commentaires de l'établissement présentateur en date du 27 avril 2011 sur le courrier de l'ADAM transmis à l'AMF le 7 avril 2011

Projets de notes d'informations présentées à l'AMF

- Projets de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Metrologic Group par Tridimension Holding présentée par HSBC France (20 avril 2011 et 5 mai 2011)

Documentation juridique et financière de la Cible

- Procès-verbal de la réunion du Conseil d'Administration du 7 avril 2011
- « Données financières » de Metrologic, présentation par M. Philippe Cimadomo du 6 mai 2011

¹³⁸ Communiqués de presse des 25 janvier 2010 (résultats annuels 2009), 15 novembre 2010 (chiffre d'affaires annuel 2010), 26 janvier 2011 (résultats annuels 2010), 5 mai 2011 (chiffre d'affaires du premier semestre 2011); diaporama de la présentation du 14 décembre 2010 (séminaire Portzamparc), diaporama de la présentation SFAF du 27 janvier 2011; extrait du projet de note d'information du 6 avril 2011 concernant la prime de risque du marché retenue dans l'OPA de Solvay sur Rhodia.

- Présentation des activités de Metrologic Group, présentation par Brian Garnier & Co
- Catalogue d'offres et lettres d'intention y afférentes.
- Prospectus d'introduction en bourse sur le Nouveau Marché en date du 30 septembre 1999
- Etude financière d'introduction en bourse sur le Nouveau Marché rédigée par Portzamparc

Documentation comptable de la Cible

- Communiqué de presse présentant le chiffre d'affaires du premier semestre 2010/2011 du 5 mai 2011
- Détail de la trésorerie au 31 mars 2011
- Documents de référence des exercices 1998-1999 à 2007-2008 et rapports financiers des exercices 2008-2009 à 2009-2010
- Bilan de PC Holding au 31 décembre 2010
- Dossier Infogreffe PC Holding

Travaux de l'établissement présentateur et des conseils financiers et juridiques de la Cible

- Eléments d'appréciation du prix dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat initiée par Tridimension Holding sur les titres de Metrologic Group (mars 2011) ; plan d'affaires « management case » et « bank case ».
- « *Project Mercury : Eléments de discussion* », travaux de valorisation de l'établissement présentateur en date du 12 avril 2011
- « *Project Mercury : Plans d'affaires* », travaux de valorisation de l'établissement présentateur pour l'AMF en date du 5 mai 2011
- Réponse de l'établissement présentateur en date du 5 mai 2011 aux questions de l'AMF posées le 27 avril 2011
- « *Note juridique en réponse à la question soulevée par l'Autorité des marchés financiers dans son courrier en date du 27 avril 2011* », note du conseil juridique de l'Initiateur en date du 5 mai 2011

Documentation sectorielle

- « *3D measurement software market* », extraits du 18 avril 2011 d'une étude de marché Arthur D. Little
- « *Metrologic Group SA, Summary Due Diligence Report* », étude SADIF du 21 avril 2011
- « *Retrofit : une deuxième vie pour les MMT* », article de la revue *Mesures* de décembre 2008
- Dernières notes d'analyse de Portzamparc (10 novembre 2009, 27 janvier 2010, 18 juin 2010, 15 novembre 2010, 28 janvier 2011, 11 avril 2011, 6 mai 2011)

Bases de données

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi 700

Informations en ligne

- <http://www.metrologic.fr>
- <http://carlyle.com>
- <http://www.delcam.com>
- <http://www.lectra.com>
- <http://www.esi-group.com>
- <http://www.ige-xao.fr>
- <http://www.euronext.com>
- <http://www.banque-france.fr>
- <http://www.boursorama.fr>

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble SA

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

Dominique LEDOUBLE (61 ans), Président directeur général (revue indépendante)

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

Olivier CRETTE (47 ans), Associé (signataire)

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

Sébastien SANCHO (33 ans), Directeur de mission

- Diplômé d'expertise comptable et d'un Master de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris Dauphine, titulaire de l'*Islamic Finance Qualification*
- Membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

Nicolas POUPET (28 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine et Master II Finance à l'IAE de Paris
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

**Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par
Ledouble SA**

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

*Options (BSAR / BSAAR)

Annexe 7 : Profil détaillé des sociétés comparables retenues

Delcam Plc						
<i>Activité</i>						
Delcam Plc est une société britannique qui fournit des solutions informatiques d'aide au design et à la production (computer-aided design CAD /computer-aided manufacturing CAM) pour des produits ayant des formes complexes.						
Delcam Plc opère sur quatre secteurs :						
- Logiciels - Maintenance - Services - Autres						
La société est active aux Etats-Unis, en Europe et en Extrême Orient.						
<i>Chiffres clés du compte de résultat</i>						
Compte de résultat						
Clôture 31/12						
Millions €	2007		2008		2009	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	216,60	0,2%	198,10	-8,5%	153,20	-22,7%
EBITDA	14,40	-15,8%	11,10	-22,9%	- 0,70	-106,3%
Marge d'EBITDA	6,65%		5,60%		-0,46%	
EBIT	10,20	-27,5%	6,90	-32,4%	- 4,70	-168,1%
Marge d'EBIT	4,71%		3,48%		-3,07%	
Résultat Net	5,80	-52,0%	3,20	-44,8%	- 3,60	-212,5%
<i>Source : Infiniti, 30 mars 2011</i>						

ESI Group SA

Activité

ESI Group SA est une société française spécialisée dans le prototypage virtuel. ESI Group développe un ensemble d'applications permettant de simuler de façon réaliste le comportement des produits pendant les essais, de mettre au point les procédés de fabrication en synergie avec la performance recherchée, et d'évaluer l'impact de l'environnement sur l'utilisation des produits.

ESI Group SA fournit ses applications à un nombre important d'industries parmi lesquelles l'aéronautique, l'ingénierie civile et l'éducation.

La société est présente à l'échelle mondiale en couvrant notamment plus d'une trentaine de pays.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Clôture 31/01

Millions €

Durée	2007		2008		2009		31/01/2010	
	12m	%	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	66,00	6,2%	68,80	4,2%	70,10	1,9%	75,1	7,1%
EBITDA	7,50	17,2%	8,10	8,0%	8,60	6,2%	19,7	129,1%
Marge d'EBITDA	11,36%		11,77%		12,27%		26,23%	
EBIT	5,60	36,6%	5,70	1,8%	5,40	-5,3%	4,6	-14,8%
Marge d'EBIT	8,48%		8,28%		7,70%		6,13%	
Résultat Net	2,40	-8,1%	2,30	-4,2%	4,20	82,6%	1,1	-73,8%

Source : Infiniti, 30 mars 2011

IGE + XAO

Activité

IGE + XAO est un éditeur de logiciels qui conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (appelée CAO). Ces logiciels de CAO sont élaborés pour aider les industriels à concevoir et à maintenir la partie électrique des processus de production et des produits finis. Ce type de CAO est appelé "CAO Electrique".

La couverture géographique d'IGE + XAO est essentiellement européenne.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Clôture 31/07

Millions €

	2007		2008		2009		31/01/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	20,50	4,1%	21,60	5,4%	21,80	0,9%	21,3	-2,3%
EBITDA	4,00	2,6%	4,00	0,0%	4,10	2,5%	4,8	17,1%
Marge d'EBITDA	19,51%		18,52%		18,81%		22,54%	
EBIT	3,20	3,2%	3,30	3,1%	3,30	0,0%	3,9	18,2%
Marge d'EBIT	15,61%		15,28%		15,14%		18,31%	
Résultat Net	2,40	20,0%	3,30	37,5%	2,70	-18,2%	3	11,1%

Source : Infinauticals, 30 mars 2011

Lectra SA

Activité

Lectra est une société française qui produit des solutions technologiques intégrées (logiciels, équipements de CFAO et services associés) dont les clients sont des entreprises qui utilisent des textiles, du cuir, des tissus industriels ou des matériaux composites, dans la réalisation de leurs produits. Ces solutions permettent d'automatiser, rationaliser et accélérer la création, le développement des produits et leur production et, pour la mode, de planifier et gérer l'intégralité du cycle de vie des collections.

Lectra opère sur des secteurs comme la mode, l'automobile, l'ameublement ainsi que sur une grande variété d'autres industries (l'aéronautique, l'industrie nautique, l'éolien, les équipements de protection des personnes).

La société est présente principalement en Europe, aux Etats-Unis ainsi que dans la zone Asie Pacifique).

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Clôture 31/12

Millions €

Durée	2007		2008		2009	
	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	216,60	0,2%	198,10	-8,5%	153,20	-22,7%
EBITDA	14,40	-15,8%	11,10	-22,9%	- 0,70	-106,3%
Marge d'EBITDA	6,65%		5,60%		-0,46%	
EBIT	10,20	-27,5%	6,90	-32,4%	- 4,70	-168,1%
Marge d'EBIT	4,71%		3,48%		-3,07%	
Résultat Net	5,80	-52,0%	3,20	-44,8%	- 3,60	-212,5%

Source : Infiniti, 30 mars 2011

Annexe 8 : Performance historique et prévisionnelle des comparables

Croissance du chiffre d'affaires

	Dernières données disponibles	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2010-2012
Delcam Plc	31-déc-09	11,10%	10,69%	-3,28%	19,75%	4,52%	8,31%	6,40%
Lectra SA	31-déc-09	0,22%	-8,51%	-22,68%	24,22%	6,46%	5,39%	5,92%
ESI Group SA	31-janv.-10	4,30%	1,89%	7,05%	12,12%	3,67%	7,78%	5,70%
Ige Xao	31-juil.-10	4,16%	5,23%	0,91%	-2,21%	7,01%	5,26%	6,13%
Metrologic Group	30-sept-10	7,32%	14,51%	-0,05%	0,45%	13,97%	10,00%	11,97%
Moyenne		4,94%	2,33%	-4,50%	13,47%	5,41%	6,69%	6,04%
Médiane		4,23%	3,56%	-1,18%	15,93%	5,49%	6,59%	6,03%
					Prévisions			

Source : Infanciales 29 avril 2011

Marge d'EBITDA

	Dernières données disponibles	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Delcam Plc	31-déc-09	11,65%	9,87%	6,57%	6,01%	ND	ND	ND
Lectra SA	31-déc-09	7,91%	6,64%	5,59%	-0,47%	15,32%	15,54%	16,33%
ESI Group SA	31-janv.-10	11,36%	11,71%	12,26%	26,16%	ND	ND	ND
Ige Xao	31-juil.-10	20,00%	19,34%	18,35%	19,01%	22,51%	24,56%	25,00%
Metrologic Group	30-sept-10	60,72%	56,32%	52,96%	43,10%	49,92%	54,52%	54,84%
Moyenne		12,73%	11,89%	10,69%	12,67%	18,91%	20,05%	20,66%
Médiane		11,51%	10,79%	9,41%	12,51%	18,91%	20,05%	20,66%
						Prévisions		

Source : Infanciales 29 avril 2011

Marge d'EBIT

	Dernières données disponibles	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Delcam Plc	31-déc-09	8,61%	6,94%	3,53%	2,35%	ND	ND	ND
Lectra SA	31-déc-09	6,52%	4,71%	3,51%	-3,05%	11,85%	12,55%	13,37%
ESI Group SA	31-janv.-10	8,52%	8,24%	7,65%	6,14%	9,02%	10,93%	12,57%
Ige Xao	31-juil.-10	15,77%	15,78%	15,26%	15,31%	18,14%	21,49%	22,08%
Metrologic Gao	30-sept-10	59,03%	55,36%	50,44%	39,30%	45,87%	51,29%	52,20%
Moyenne		9,86%	8,92%	7,49%	5,19%	13,00%	14,99%	16,01%
Médiane		8,56%	7,59%	5,59%	4,24%	11,85%	12,55%	13,37%
						Prévisions		

Source : Infanciales 29 avril 2011

Annexe 9: Composition de l'indice Eurostoxx 600 Technology

Société	Capitalisation boursière (M€)
ARM Holdings	8 936
Aixtron SE	2 793
Alcatel-Lucent	9 511
Asml Holding	12 364
Atos Origin SA	2 958
Autonomy Corporation plc	4 371
Cap Gemini SA	6 318
Dassault Systemes	6 807
Ericsson	34 031
Iliad SA	4 803
Indra Sistemas SA	2 490
Infineon Technologies AG	8 517
Invensys	2 996
Logica	2 548
Logitech International SA	1 587
Micro Focus International plc	823
Misys	1 197
Neopost SA	2 011
Nokia Oyj	21 963
Sage Group	4 148
Sap AG	52 915
Software AG	3 525
Stmicroelectronics	7 070
Temenos	1 646
United Internet AG	2 916
Wincor Nixdorf AG	1 567

source : Infiniti, 7 mai 2011

Annexe 10: Composition de l'échantillon de comparables utilisé pour le calcul de PER

	Capitalisation boursière (M€)	2010e			2011e		
		VE / EBITDA	VE / EBIT	PER (hors cash)	VE / EBITDA	VE / EBIT	PER (hors cash)
Echantillon Ledouble SA							
Delcam Plc	36 790	-	-	-	7,1	-	-
Lectra SA	189 038	6,5	8,4	11,0	6,0	7,4	9,9
ESI Group SA	75 153	8,2	11,0	12,6	3,8	7,1	8,5
Ige Xao	40 909	5,3	6,4	8,6	4,2	4,8	8,0
Moyenne		6,6	8,6	10,8	5,3	6,5	8,8
Médiane		6,5	8,4	11,0	5,1	7,1	8,5
Capitalisations inférieures à 250 M€							
Esr (Expertise System Res)	4 144	-	-	-	-	-	-
Uti (Union Technologies Informatique)	11 990	-	-	-	-	-	-
MeVis Medical Solutions AG	15 803	11,5	nm	-1,2	2,9	6,0	-33,9
Genetix SA	20 389	-	-	-	-	-	-
QAD Inc	22 327	-	-	-15,7	-	-	-7,0
Pro Medicus Ltd	23 643	-	-	-	-	-	-
eFront	29 006	5,1	7,6	11,1	4,7	5,9	9,6
Systar SA	30 899	-	-	-	-	-	-
Esker SA	31 352	6,8	14,4	16,3	5,9	11,8	16,0
Harvest	33 424	-	-	-	-	-	-
MICROPOLE	38 355	-	-	-	-	-	-
DL Software	44 733	7,7	9,6	17,4	7,1	9,5	18,1
CAST SA	45 444	9,2	17,4	18,8	7,0	11,7	11,6
InfoVista SA	82 858	9,5	13,9	16,8	7,5	10,2	10,7
Ausy SA	108 387	8,2	8,3	9,8	6,3	6,9	7,3
Netgem SA	133 488	2,5	2,7	3,7	4,6	5,3	7,6
Linedata Services SA	134 442	4,6	6,2	8,3	4,8	6,5	8,5
Pharmagist Interactive SA	141 080	6,9	7,6	10,3	6,3	7,0	9,2
Devoteam SA	181 957	5,0	5,9	7,4	4,6	5,4	6,4
Sword Group SA	206 774	8,3	8,9	7,7	7,5	8,5	8,0
GFI Informatique SA	208 516	6,7	8,7	12,9	5,8	8,0	9,5
Cogid Group	209 195	4,7	10,1	10,6	4,3	9,0	10,6
Akka Technologies SA	236 534	5,0	5,9	6,2	4,1	4,9	6,4
Moyenne		6,8	9,1	8,8	5,6	7,8	6,1
Médiane		6,8	8,5	10,1	5,8	7,0	8,9
Capitalisations supérieures à 250 M€							
Faro Technologies Inc	442 142	21,7	31,2	39,1	16,2	20,8	24,4
Jda Software Group	857 082	8,0	8,9	48,7	8,1	9,1	10,6
Parametric Technology Cor	1 863 694	14,0	15,3	90,7	11,2	12,6	20,3
Hexagon AB	5 929 706	26,2	49,7	49,7	13,6	16,3	12,9
Dassault Systemes	6 654 573	12,7	12,9	24,8	10,9	11,7	18,8
Salesforce.Com	12 123 278	54,7	71,2	245,5	39,4	45,9	258,3
Team Partners Group SA							
Moyenne		22,9	31,5	83,1	16,6	19,4	57,6
Médiane		17,9	23,2	49,2	12,4	14,5	19,6

Source : Infiniti, 29 avril 2011

Annexe 11 : Volatilité historique des comparables boursiers

Volatilité						
	Metrologic	Delcam	Lectra	ESI Group	Ige Xao	Médiane
90 j	19,7%	26,5%	27,3%	30,2%	21,8%	24,2%
1 an	23,0%	34,0%	39,8%	26,0%	21,1%	24,5%
2 ans	26,8%	41,6%	37,7%	29,0%	19,9%	27,9%
3 ans	28,7%	38,8%	43,2%	31,8%	19,6%	30,9%
4 ans	29,5%	38,1%	40,1%	33,7%	19,4%	31,6%
5 ans	28,0%	37,8%	38,6%	33,5%	20,0%	30,7%

Annexe 12 : Courriers de l'ADAM à l'AMF

- 7 avril 2011,
- 27 avril 2011,
- 13 mai 2011 (hors annexes).

ADAM



Monsieur Jean-Pierre Jouyet
Président
Autorité des Marchés Financiers
17, place de la Bourse
75082 PARIS Cedex 2

Par fax : 01 53 45 63 00
Confirmation par LRAR
CC : M. Benoît de Juvigny

Chartres, le 7 avril 2011

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance que j'ai été contactée par plusieurs actionnaires de Metrologic Group détenant plus de 5% du capital (OPCVM, et fonds d'investissement français et étrangers). Ces investisseurs estiment en effet que l'offre de Carlyle annoncée le 30 mars dernier n'est conforme ni à leurs intérêts ni au droit des minoritaires.

Par communiqué en date du 30 mars 2011, Carlyle Group a annoncé « l'acquisition de 61,77% de Metrologic Group aux côtés (souligné par nos soins) du Président fondateur, Philippe Cimadomo, et de l'équipe de direction ».

Les principales dispositions révélées de l'opération sont les suivantes :

- 1) Philippe Cimadomo et l'équipe de direction réinvestiront de façon minoritaire au sein de Tridimension Holding « aux côtés de Carlyle » et conserveront un rôle opérationnel.
- 2) L'acquisition sera faite par Tridimension Holding, société par actions simplifiée, créée pour l'occasion et contrôlée par Carlyle.
- 3) L'acquisition portera sur 61,77% du capital et 71,15% des droits de vote pour une valeur de 38€ par action.
- 4) Tridimension Holding déposera dans les meilleurs délais une offre d'achat simplifiée à un prix de 38€/action.
- 5) Une AGE sera convoquée pour statuer sur le versement d'un dividende exceptionnel de 15,5€/action pendant la période d'offre (ce qui correspond à la distribution aux actionnaires de la trésorerie disponible).

Au vu des dispositions révélées et sans attendre de plus amples informations, il apparaît que :

- le prix de l'offre est insuffisant ;
- l'opération ne respecte pas l'égalité de traitement entre les actionnaires ;

ASSOCIATION POUR LA DEFENSE DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES (LOI 1901)
Siège Statutaire : 4, rue Montescol - 28000 CHARTRES
Tél. : 02 37 36 70 56 - TELECOPIE : 02 37 36 70 73
e-mail : adam-neuvillie@wanadoo.fr

I – LE PRIX DE L'OFFRE EST INSUFFISANT

Sans entrer à ce stade de l'opération dans une analyse précise et détaillée des éléments de la valorisation, on peut d'ores et déjà émettre quelques remarques :

- 1) L'acquéreur ne paie aucune de prime de contrôle alors même qu'il achète 61,77% du capital et 71,15% des droits de vote et qu'il détiendra donc la majorité qualifiée pour les assemblées extraordinaires. Le prix indiqué pour l'offre (38€/action) correspond exactement à la moyenne sur 50 jours : il n'offre donc aucune prime sur le cours de bourse.
- 2) Le prix indiqué est très inférieur à la valorisation de la société telle qu'estimée par les analystes et les investisseurs.
 A 38€/action, la société, qui compte 4 millions d'actions, est valorisée à 152 M€. La trésorerie nette à fin septembre 2010 (fin du dernier exercice fiscal) était de 60,2M€. Hors cash, la société est donc valorisée moins de 10 fois son résultat net consolidé (9,24 M€ au 30/9/2010). Cette valorisation est d'autant plus faible que Metrologic Group est une société leader mondial dans son secteur d'activité qui dégage une marge opérationnelle de 45% à 50% de son chiffre d'affaires – soit une rentabilité tout à fait exceptionnelle.
 A titre indicatif, on trouvera ci-dessous la comparaison de la valorisation de Metrologic Group, telle que proposée par Carlyle, à celle de Dassault Systemes, autre leader mondial de taille bien plus importante (son chiffre d'affaire 2011 estimé atteint 1,758M€) mais à rentabilité beaucoup moindre (marge opérationnelle à 23%/28% du CA).

	2010			2011 (estimations)		
	VE/EBIT	VE/CA	PE (hors cash)	VE/EBIT	VE/CA	PE (hors cas
Metrologic	7,40	3,40	9,98	5,50	2,80	7,80
Dassault Systèmes	11,40	3,10	19,27	11,30	3,16	16,40

A noter que Dassault Systèmes – détenu à 43% par le groupe Marcel Dassault – qui n'a pas de prime spéculative – a des ratios de valorisation deux fois plus importants que ceux de l'offre de Carlyle sur Metrologic.

La société de bourse Portzamparc (document Joint) a un objectif de cours à 50 €, ce qui est également l'objectif de la plupart des investisseurs qui m'ont contactée.

- 3) Le programme de rachat adopté lors de l'AG du 29 mars 2010 fixait le prix maximum de rachat des actions par la société à 60 euros.

II – L'EGALITE DE TRAITEMENT DES ACTIONNAIRES N'EST PAS RESPECTEE

1. A la différence des minoritaires, les fondateurs se voient offrir, outre le prix de 38€/action, le droit de devenir actionnaires de la nouvelle entité contrôlante. Qui plus est, cette entité ayant la forme d'une SAS, ils agiront de concert et donc contrôleront de concert Tridimension Holding, bien que minoritaires.
 Ces droits ont une valeur qui n'a pas été prise en compte dans le prix de l'Offre.

2. Le communiqué indique que Philippe Cimadomo et l'équipe de direction « conserveront leur rôle opérationnel ». Ce droit de conserver leur rôle opérationnel a aussi une valeur qui n'a pas non plus été prise en compte dans le prix projeté de l'offre aux minoritaires.

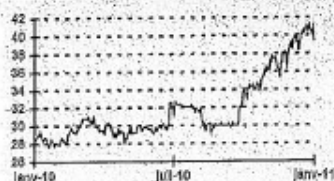
Compte tenu de ces différentes considérations, les investisseurs considèrent qu'au prix proposé, leur intérêt est de conserver leurs titres, éventuellement dans le cadre d'un pacte d'actionnaires.

Il m'a semblé utile de vous faire part de ces informations au moment où le projet d'offre n'est pas encore déposé et où il est encore possible d'y apporter les améliorations qui la rendraient acceptable par les investisseurs et conforme aux principes du droit boursier.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma parfaite considération.

Colette Neuville





28 janvier 11

Cours : 39,5€

Objectif : 50,0€

ACHETER (1)

Opinion Inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Aléger 5 : Vendre

RN 2010 - Feedback réunion annuelle

Marché : Eurolist - Comp. C
ISIN / Minémorétique : FR000073876 / MTG
Reuters / Bloomberg : MTG.PA / MTG.FP
Indices : Small 60
Contrat d'adhésion Portzamparc
Capitalisation (M€) : 168,0
Flottant (%) : 38,5
Nbre de Titres (millions) : 4,000
Date de clôture : 30-Sep

	09	10e	11e
PER	12,0	17,2	13,5
PCF	11,0	14,3	11,7
VE/CA	1,8	3,6	2,9
VE/ROP	4,6	7,0	5,6
PAN	1,8	2,2	2,0
Rendement	4,0%	2,5%	2,5%
Free Cash Flow Yield	6,6%	8,4%	7,0%
ROACE	44,1%	48,7%	61,9%
CA	27,0	27,2	31,0
CA précédent	27,0	27,2	31,0
var. n-1	-0,1%	0,6%	14,3%
EBE	11,9	13,2	16,6
ROP	10,5	12,4	15,9
% CA	39,2%	45,6%	51,1%
RN Pdg corrigé	7,7	9,2	11,7
% CA	28,6%	33,9%	37,5%
BNPA	1,93	2,30	2,92
BNPA précédent	1,93	2,05	2,68
var. n-1	-29,6%	12,1%	28,7%
ANPA	15,5	17,5	19,5
Dividende net	1,00	1,00	1,27
Fonds propres	62,5	70,3	77,9
Gearing	-81,5%	-85,3%	-87,0%

Jean-Baptiste Barenton
Vincent Le Sahn
+33 (0)2 40 44 94 68
+33 (0)2 40 69 77 65
barenton@portzamparc.fr

Forte augmentation des marges

A l'occasion de sa réunion annuelle, Metrologic, éditeur de logiciels de mesure 3D, a commenté la publication de ses résultats annuels à fin septembre. Le groupe a publié un ROC 10 de 12,4M€ supérieur à nos attentes (11,6M€), laissant apparaître un niveau de MOPC de 46% (vs 42,5% attendu). Le CA T1 s'établit à 7,1M€ (+5,6% vs n-1). La trésorerie ressort à 60,2M€ à fin septembre (vs 56,7M€ attendu). Le groupe proposera un dividende de 1€/action au titre de l'exercice 2010, stable par rapport à l'exercice précédent. Le management prévoit une croissance autour de 10% sur les 3 prochains exercices, ce qui porterait le CA à 35M€ sur l'exercice sept 2013. A l'occasion de la présentation de ses comptes, le management n'a pas écarté la possibilité de réaliser une acquisition sur un métier connexe.

Un niveau de marges en forte progression

Le groupe a publié un ROC10 en forte augmentation (12,4M€ +17% vs n-1) faisant ressortir une MOPC de 46% (vs 39% n-1) et de 50% sur le S2 (vs 39% n-1). Cette forte progression s'explique par : 1/ la croissance du CA Licences (+24% vs n-1) qui a exercé un fort effet de levier sur les marges et 2/ par la baisse relative du CA Services (-18% vs n-1) activité traditionnellement moins marginée. La hausse des marges devrait se poursuivre en 2011 grâce à la progression des ventes de Licences, mais devrait être légèrement atténuée par : 1/ le redressement de l'activité Services initié au T4 10, 2/ les dépenses engagées pour poursuivre le développement de la force de vente (embauche de 15 commerciaux pour adresser des comptes plus petits) et 3/ les coûts de développement d'une nouvelle plateforme technologique qui sera commune pour l'ensemble de leurs produits (vs 3 actuellement). Cela permettra au groupe de proposer à ses clients une version plus performante et de réaliser à terme des économies de R&D.

Une croissance modérée au T1

Le CA T1 ressort en croissance de 5,6% à 7,1M€. Malgré un effet de base favorable, cette évolution reflète une reprise économique encore timide. Le secteur Automobile (38%CA) poursuit son redémarrage. Le développement des ventes au groupe Volkswagen devrait continuer à tirer la croissance. Le secteur aéronautique (16%CA), fortement impacté par la crise, voit ses retards se résorber. Dans ce contexte, le management s'engage sur un niveau de croissance autour de 10% sur les 3 prochains exercices, soit un objectif de 35M€ (hors croissance externe).

Un niveau de trésorerie toujours élevé

La trésorerie nette du groupe ressort à 60,2M€ à fin septembre (vs 56,7M€ attendu). Le management se donne un an avant de commencer une politique de distribution plus généreuse, ce qui se situe en retrait par rapport à notre scénario 2011 qui tablait à minima sur un maintien du pay out.

Nous maintenons inchangées nos prévisions de CA11 (31M€e +14,3% vs n-1) et de ROC11 (14,9M€e +20,2% vs n-1) faisant ressortir un niveau de MOPC de 46,1%.

Bien que l'on ressente davantage de prudence de la part du management par rapport à la fin d'année, les atouts de la valeur restent entiers. La reprise progressive du CA Licences devrait permettre au groupe de poursuivre l'amélioration de ses marges. La valorisation est attractive, la trésorerie représente désormais 36% de la capitalisation actuelle et la réalisation d'une possible opération de croissance externe dans l'année constituerait un nouveau catalyseur. Recommandation Acheter (1) et objectif de 50€ Inchangés - Liste Conviction S1 2011.



Monsieur Jean-Pierre Jouyet
Président
Autorité des marchés financiers
17, place de la Bourse
75082 PARIS Cedex 2

Par fax : 01 53 45 63 00
Confirmation par LRAR
CC : M. Benoit de Juvigny

Chartres, le 27 avril 2011

Affaire : Metrologic Group – Demande d'informations complémentaires

Monsieur le Président,

Le 20 avril 2011, HSBC agissant pour le compte de Tridimension Holding SAS a déposé un projet d'offre d'achat simplifiée visant les actions de Metrologic Group. Ce document fait apparaître des incohérences par rapport aux informations contenues dans la Déclaration de franchissement de seuils effectuée par Tridimension Holding et publiée le 15 avril 2011 par l'AMF. Par ailleurs le projet de note d'information se révèle incomplet dans la mesure où il n'aborde pas le problème de la valorisation des options consenties sur Tridimension Holding à certains dirigeants de Metrologic Group, en particulier à Philippe Cimadomo.

I- Les incohérences de l'information

Selon le dépôt du projet d'offre ((Décision et information n° 211C0500 en date du 20 avril 2011), l'initiateur a acquis ses actions hors marché :

- à hauteur de 1.284.628 actions auprès de M. Philippe Cimadomo et de certains membres de sa famille en acquérant la société anonyme Philippe Cimadomo Holding « pour un prix valorisant par transparence les actions Metrologic Group à 38€ par action » ;
- à hauteur de 1.186.013 actions en les acquérant directement auprès de M. Gilles Bartoli et de certains membres de sa famille au prix de 38€ par action.

Au total, l'initiateur a donc acquis 2.470.641 actions au prix de 38€/action, pour un coût total donc de 93,88 M€, auxquels il faut ajouter les frais exposés dans le cadre de l'Offre. D'après le §2.6.1 du Projet de Note d'information, ces frais s'élèvent à 1,6M€. Il est précisé que « ces frais comprennent notamment les frais relatifs aux opérations d'achat dans le cadre de l'Offre, les frais relatifs au financement de l'Offre, les honoraires et autres frais de conseils externes financiers, juridiques, comptables ainsi que ceux des experts et autres consultants et les frais de communication ». L'acquisition, frais compris a donc dû coûter 95,48 M€.

Or, selon la déclaration de franchissement de seuil publiée par l'AMF le 15 avril 2011, l'acquisition de 100% de la société Philippe Cimadomo Holding (propriétaire de 1.284.628 actions Metrologic Group) et des 1.186.013 actions Metrologic acquises directement a été financée de la manière suivante :

- à hauteur de 34.286.538 € par des fonds propres et quasi fonds propres ;
- à hauteur de 26.167.240 € par un prêt à terme consenti auprès du CIC, Lyonnaise des banques, Le Crédit Lyonnais, Banque Populaire des Alpes et BNP Paribas ;
- à hauteur de 46.234.936 € par un prêt relai de CETP II Mercury, actionnaire majoritaire de Tridimension Holding .

Au total, le prix payé par l'acquéreur atteint donc :

$34.286.538 + 26.167.240 + 46.234.936 = 106.688.714 \text{ €}$

En isolant les 1.186.013 actions acquises directement auprès de Philippe Cimadomo, de Gilles Bartoli et de certains membres de sa famille au prix de 38€ par action, on obtient le prix d'achat de la société Philippe Cimadomo Holding, soit : $106.688.714 - (1.186.013 \times 38) = 61.620.220 \text{ €}$.

Si la société Philippe Cimadomo Holding (PCH) ne contenait rien d'autre que les 1.284.628 actions Metrologic Group, le prix de vente de ces actions atteindrait 47,97€/action. Or, d'après le projet de Note d'information, comme d'après le dépôt du projet d'offre, le prix payé a été de 38€ par action, ce qui laisse à supposer que la société PCH contenait d'autres actifs et passifs que les 1.284.628 actions Metrologic Group. Aucune information n'est donnée à ce sujet.

Cette incohérence, ou, à tout le moins cette absence de précision, entre les informations contenues d'une part dans la déclaration de franchissement de seuil effectuée par la SAS Tridimension Holding, d'autre part dans le dépôt du projet d'offre effectué par HSBC, nécessite des explications.

II – Les insuffisances de l'information

Il importe que toutes les informations relatives au prix payé par l'acquéreur pour le bloc de contrôle soit parfaitement claires et précises, a fortiori s'agissant d'une offre d'achat simplifiée puisque, comme il est dit d'ailleurs au § 3.4.1 du projet de note d'information *« l'acquisition du bloc de contrôle est fondamentale dans l'appréciation du Prix de l'Offre proposée aux actionnaires minoritaires. »*

C'est bien pourquoi il importe aussi que tous les éléments du Prix et autres avantages consentis au vendeur du bloc majoritaire soient pris en compte, y compris donc les options consenties à certains dirigeants et exercées par Philippe Cimadomo pour devenir actionnaire à hauteur 35,4% de Tridimension Holding.

Aussi ai-je l'honneur de vous demander de bien vouloir faire le nécessaire auprès de l'initiateur, du banquier présentateur et de l'expert indépendant désigné, afin que toutes les précisions nécessaires concernant ces différents points soient exposées dans la Note d'information définitive.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma parfaite considération.

Colette Neuville



Monsieur Jean-Pierre Jouyet
Président
Autorité des Marchés Financiers
17, place de la Bourse
75082 PARIS Cedex 2

Par fax : 01 53 45 63 00
 Confirmation par LRAR
 cc : M. Benoît de Juvigny
 cc : M. Ledouble

Chartres, le 13 mai 2011

Affaire : METROLOGIC INTERNATIONAL

En complément de mes courriers des 7 et 27 avril derniers, j'ai l'honneur d'attirer votre attention sur un certain nombre de nouveaux points à prendre en considération, d'une part pour compléter le projet de Note d'information, d'autre part pour apprécier la conformité de l'Offre¹.

I - Sur l'appréciation du prix de l'Offre

Des observations détaillées sur les différents éléments de valorisation retenus par l'initiateur sont exposés dans la Note en Annexe et les documents joints, à savoir :

- Présentation du Séminaire Portzamparc du 14 décembre 2010 (auquel participait Philippe Cimadomo en tant que Président de Metrologic Group)
- Présentation des résultats 2009-2010 (communiqué du 26 janvier 2011 et réunion SFAF du 27 janvier 2011)
- Extrait de la Note d'information Rhodia

On peut les compléter par les observations suivantes :

a) Sur la procédure d'appel d'offre

Selon le projet de Note d'Information (notamment aux § 1-1-1, 1-1-2 et page 30), l'opération fait suite à « *un processus compétitif d'appel d'offres* ». Le prix de cession du bloc de contrôle ne

¹ A titre liminaire, je porte à votre connaissance qu'à sa demande, j'ai rencontré Olivier Cretté (et ses collaborateurs), associé de M. Ledouble, « expert indépendant désigné par la société aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire ». L'expert était en possession de mon courrier du 7 avril dont il a obtenu communication à sa demande parce qu'il en avait eu connaissance par la presse, mais j'ai dû lui remettre mon courrier du 27 avril qui ne lui avait pas été transmis.

peut en effet être considéré comme fondamental dans l'appréciation du prix de l'Offre que s'il est effectivement le résultat du jeu de la concurrence. Or aucune information n'est donnée sur le sujet. Il importe que des précisions soient apportées sur les points suivants :

- Date du lancement de l'appel d'offres ;
- Etablissements auprès desquels il a été lancé ;
- Cahier des charges : en particulier, était-il demandé que les cédants puissent réinvestir chez l'acheteur (sous quelque forme que ce soit) tout ou partie du produit de la vente ? Etait-il demandé que les cédants (à tout le moins Philippe Cimadomo) conserve du pouvoir et un rôle opérationnel chez le cessionnaire ?
- Y a-t-il eu des data rooms ? Quand ?
- Combien y a-t-il eu de candidats et sur quels critères ont-ils été sélectionnés, sachant que d'après la Note d'information, c'est la proposition la mieux² (et non la plus) disante qui a été retenue ?

b) Sur le calendrier des négociations, la politique de communication et l'évolution du cours de bourse.

La politique de communication de la société semble avoir subi une inflexion importante entre le 14 décembre 2010 (date du Séminaire chez Portzamparc) et le 27 janvier 2011 (date de la réunion SFAF sur les résultats). Il importe de savoir si la révision à la baisse des perspectives et résultats annoncés précédemment est corrélée de quelque manière que ce soit avec le calendrier des négociations. S'il s'avère qu'il y a effectivement un lien, la question doit être posée de l'opportunité d'ouvrir une enquête sur l'information.

c) Sur la valorisation de Philippe Cimadomo Holding (PCH)

Selon la Note d'Information, la cession de la holding familiale de Philippe Cimadomo s'est faite à un prix valorisant par transparence l'action Metrologic Group à 38 €. Aucune indication n'est donnée sur les éléments pris en compte pour effectuer le calcul. Il conviendrait que soient précisés :

- si cette holding contenait des éléments d'actif et de passif autres que des actions Metrologic Group ;
- dans l'affirmative, comment ils ont été valorisés.

II - Sur l'existence d'opérations connexes à la cession du bloc de contrôle et l'égalité de traitement des actionnaires

La cession du bloc de contrôle de Metrologic Group mérite une attention particulière dans la mesure où elle est accompagnée de conventions connexes entre les dirigeants cédants et l'initiateur, créant de par leur existence même des conflits d'intérêts entre les actionnaires cédants – bénéficiaires de ces conventions annexes – et les minoritaires qui n'en bénéficient pas. C'est la raison pour laquelle le Règlement général de l'AMF (article 261-1 I 1°, 2° et 4°) exige alors la désignation d'un expert indépendant.

La désignation d'un expert indépendant est également exigée lorsque l'initiateur envisage d'effectuer un retrait obligatoire si son offre lui permet d'atteindre le seuil de 95% du capital et des droits de vote (article 261-1 II).

En fait, s'agissant de la cession du bloc de contrôle de Metrologic Group, l'intervention d'un expert indépendant a été décidée en application de ces différentes obligations et notamment

² Souligné par nos soins

au titre du 4° de l'article 261-1 : « *lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre* ».

Aux termes de l'article 262-1 du même Règlement Général, « *l'expert établit un rapport sur les conditions financières de l'Offre..... Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance, une description détaillée des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée* »³. C'est pourquoi, les minoritaires ont jugé bon de rencontrer l'expert et de lui communiquer leurs observations sur les éléments de valorisation retenus et sur les problèmes connexes soulevés par ce dossier.

Les opérations connexes à la cession du bloc de contrôle sont de nature diverses :

- protocole d'investissement relatif au réinvestissement d'une partie du prix de cession au capital de l'initiateur et au financement de l'opération ;
- maintien et nomination aux postes de mandataires sociaux ;
- pacte d'associés relatif au transfert des titres

d) Le protocole d'investissement (options d'achat sur Tridimension Holding et sur les PECS).

Aux termes d'un Protocole d'Accord signé le 30 mars 2011 (« le Protocole d'Investissement »), Philippe Cimadomo a « *réinvesti directement et indirectement une partie de ses produits de cession dans Tridimension Holding à hauteur d'un montant qui représente directement et indirectement 35,4% des fonds propres et quasi fonds propres de l'initiateur* »⁴. Ce réinvestissement est plafonné à 14 M€ dans le cas où Tridimension Holding contrôlerait moins de 95% de la société et à 16M€ au cas où elle en contrôlerait davantage.

Ces droits d'investir sont en fait des options d'achat, consenties à et exercées par Philippe Cimadomo dans le cadre d'une convention connexe à la cession du Bloc de contrôle.

Il convient donc de valoriser ces options pour en ajouter la valeur au prix des actions cédées de manière à déterminer un prix de l'Offre respectant l'égalité de traitement entre actionnaires. Philippe Cimadomo a également obtenu (et exercé) des options sur le PECS (Preferred Equity Convertible Securities) à hauteur de 7.282.461 euros⁵ (auxquelles il faut ajouter les PECS à obtenir par conversion de 2 317 539€ d'avances en compte courant convertissables en PECS). Il convient de réclamer les informations nécessaires pour effectuer leur valorisation (échéance, rémunération etc..) et évaluer l'avantage ainsi consenti à Philippe Cimadomo. La Note d'information est muette sur le sujet : on sait seulement que l'emprunt obligataire (OCA : obligations convertibles en actions) qu'elles serviront à financer sera rémunéré à 12%.

e) Avantages liés aux fonctions de mandataire social

Aux termes des accords connexes à la cession du bloc de contrôle, il est prévu que Philippe Cimadomo « *continuera d'exercer ses fonctions de PDG de la société* » et « *qu'il n'est pas envisagé à ce jour de procéder à une modification du conseil d'administration* ». Il est prévu qu'il sera également Président et Directeur Général de Tridimension Holding (§1.3.2.2 du projet de Note d'information). Après la vente de ses actions, et leur réinvestissement chez l'initiateur, Philippe Cimadomo conservera donc le pouvoir sur l'entreprise, et par la même occasion son emploi avec les rémunérations, y compris les rémunérations différées, qui y sont liées. Ces avantages ont une valeur qu'il convient de déterminer pour l'ajouter au prix de cession des actions.

³ Souligné par nos soins.

⁴ §1.1.1 de la Note d'Information

⁵ §1.3.1 de la Note d'Information

f) Avantages liés aux règles de transferts de titres

A la date d'acquisition du bloc de contrôle, CETP II Mercury et Philippe Cimadomo ont par ailleurs conclu un pacte d'associés instituant des clauses d'inaliénabilité, un droit de préemption réciproque, un droit de cession conjointe, un cas de sortie totale et des clauses anti-dilution. Ces différents droits consentis à Philippe Cimadomo ont une valeur qu'il convient également de prendre en compte.

III- Sur le financement de l'opération par la mobilisation des ressources passées et futures de la société.

Selon la Note d'information, le coût de l'opération s'élèvera à 93 884 358 € pour l'acquisition du bloc de contrôle et 56 708 958 pour l'Offre auxquels il convient 1,6 M€ de frais. Elle sera financée de la manière suivante :

Augmentation de capital	
- Par CETP II Mercury	8 858 641
- Par Philippe Cimadomo	<u>4 854 974</u>
- Total	13 715 615
Emprunt obligataire	
- Souscrit par CETP II Mercury	20 571 923
Financé par l'émission de Preferred Equity Convertible Securities souscrites par	
- CETP II Participations	13 083 742
- Philippe Cimadomo	<u>7 282 461</u>
	20 366 203
Avances en compte courant convertissables en actions	
- CETP II Mercury	6 427 829
- Philippe Cimadomo	<u>1 545 025</u>
	7 972 854
Autres avances en compte courant	
- Par CETP II Mercury ⁶	11 959 282
Financé par des prêts ⁷	
- de CETP II Participations	9 641 743
- de Philippe Cimadomo	2 317 539
Prêts bancaires ⁸	
	48 000 000
Prêt relais (consenti par CETP II Mercury)	61 426 221

On constate que Tridimension Holding portera une dette de près de 110 M€ qui contraindra cette société à faire remonter les cash-flows à venir de Metrologic sous forme de dividendes. L'opération réalisée sera donc financée pour l'essentiel (plus de 70%) par la mobilisation des réserves accumulées par Metrologic Group dans le passé (sous forme de 61,4 millions d'euros

⁶ Convertissable en OCA à l'issue de l'Offre

⁷ Convertissables en tout ou partie en PECS à l'issue de l'Offre

⁸ CIC, Lyonnaise de Banque, Crédit Lyonnais, Banque Populaire

de dividende exceptionnel) et l'hypothèque de ses cash-flows futurs. En dépit de l'attestation délivrée par Accuracy, ceci ne laisse guère de place au financement de la croissance – interne comme externe – sauf à avoir recours à l'endettement.

La mise à contribution des ressources passées et futures de la société – c'est-à-dire son appauvrissement – pour financer sa propre acquisition au profit notamment de son principal actionnaire crée incontestablement une inégalité entre les actionnaires qu'il convient de corriger par un prix d'Offre approprié. En vain, objecterait-on aux minoritaires que la distribution du dividende exceptionnel relève d'une décision de l'Assemblée générale, puisque la décision sera prise en fait par Tridimension Holding qui dispose de 71,22% des droits de vote.

Vous remerciant à l'avance de bien vouloir prendre en considération mes différents courriers afin que :

- la note d'information soit complétée des précisions demandées ;
- le prix de l'Offre soit relevé de manière à mieux refléter la valeur de la société et à assurer l'égalité de traitement entre actionnaires, compte tenu des conventions connexes à la cession du bloc de contrôle,

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma parfaite considération.

Colette Neuville

Dans le cadre de l'approche multi critères, voici les remarques que nous pouvons émettre sur chacune des méthodes retenues afin de fixer le prix de l'offre :

Prix payé pour le bloc de contrôle :

- Selon le projet de note d'information, page 30, les vendeurs ont retenu les services d'une banque d'affaires afin de céder leur participation et un processus compétitif d'appel d'offres a réuni acteurs industriels et financiers, à l'issue duquel la proposition la mieux disante, celle de l'Initiateur, a été retenue. Lors de l'assemblée générale du 31 Mars 2011, Mr Cimadomo a indiqué que le prix n'était pas le seul élément qui avait influencé le choix du repreneur. En effet, Mr Cimadomo dit avoir privilégié une offre dans laquelle il restait dirigeant opérationnel et actionnaire aux côtés du repreneur. Dès lors, le prix n'était pas l'élément décisif et il ne nous semble pas légitime de qualifier le prix d'acquisition du bloc de contrôle de « référence incontournable et prépondérante ».
- Un autre point nous semble à vérifier au sujet du prix d'acquisition du bloc de contrôle : la valorisation des titres de la holding Philippe Cimadomo. Selon la déclaration de franchissement de seuil publiée par l'AMF le 15 avril 2011, l'acquisition de 100% de la société Philippe Cimadomo Holding (propriétaire de 1.284.628 actions Metrologic Group) et des 1.186.013 actions Metrologic acquises directement a été financée de la manière suivante : à hauteur de 34.286.538 € par des fonds propres et quasi fonds propres ; à hauteur de 26.167.240 € par un prêt à terme consenti auprès du CIC, Lyonnaise des banques, Le Crédit Lyonnais, Banque Populaire des Alpes et BNP Paribas ; à hauteur de 46.234.936 € par un prêt relai de CETP II Mercury, actionnaire majoritaire de Tridimension Holding .
 Au total, le montant du financement atteint donc : $34.286.538 + 26.167.240 + 46.234.936 = 106.688.714$ €
 En isolant les 1.186.013 actions acquises directement auprès de Philippe Cimadomo, de Gilles Bartoli et de certains membres de sa famille au prix de 38€ par action, on obtient le prix d'achat de la société Philippe Cimadomo Holding, soit : $106.688.714 - (1.186.013 \times 38) = 61.620.220$ €.
 Si la société Philippe Cimadomo Holding (PCH) ne contenait rien d'autre que les 1.284.628 actions Metrologic Group, le prix de vente de ces actions atteindrait 47,97€/action. Or, d'après le projet de Note d'information, le prix payé a été de 38€ par action, ce qui laisse supposer que la société PCH contenait d'autres actifs et passifs que les 1.284.628 actions Metrologic Group. Aucune information n'est donnée à ce sujet.

Le cours de bourse :

Au vu de la complexité du montage, Metrologic était probablement en négociation depuis un certain temps en vue de cette opération. Nous émettons un doute sur la sincérité de la communication établie par la société aux marchés, celle-ci ayant influencé le comportement de l'action au cours des derniers mois.

A titre d'exemple, nous (plusieurs membres du groupe d'actionnaires) avons rencontré Mr Cimadomo le 14 Décembre dernier dans le cadre d'un séminaire organisé par le bureau d'analyses Portzamparc. Lors de cette entrevue, le ton du dirigeant, habituellement prudent, nous est apparu résolument optimiste : accélération de la reprise constatée post crise : « le quatrième trimestre a été très fort (clos au 30/09/2010) et cela se poursuit sur le premier trimestre 2011 » ; forte dynamique commerciale : « il y a eu des changements structurels dans l'organisation de l'entreprise, notamment au plan commercial, qui me rendent confiant dans la poursuite de la croissance de Metrologic », etc. Ce message de confiance a été relayé par l'analyste de Portzamparc qui a décidé

d'intégrer Metrologic dans sa liste de valeurs favorites le 11 Janvier. Ces éléments ont contribué à faire progresser le titre de manière significative puisque la hausse du cours s'élève à près de 38% entre fin Octobre et le 27 Janvier.

Contre toute attente, la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre le 27 Janvier dernier a été très décevante et le ton du management a significativement changé. Le chiffre d'affaires est ressorti en croissance de 5.6% après +16% au T3 et +22% au T4. Pour rappel, le 14 décembre, alors que 80% du premier trimestre était réalisé, le management évoquait une continuité de la forte croissance et n'émettait aucun doute sur la poursuite de la croissance. Par ailleurs, dans le communiqué du 27 janvier et lors de sa réunion annuelle (Sfaf), le management évoque « une reprise économique timide » et fait part d'une grande prudence, comme s'il cherchait à freiner les ardeurs de la communauté financière. Lors de cette réunion publique, Metrologic a révisé en baisse ses perspectives de croissance du chiffre d'affaires à l'horizon 2012/2013 à 35 M€ contre 45 M€ précédemment (objectif en vigueur depuis Juin 2009 et réitéré en Janvier 2010).

Cet objectif a par ailleurs été révisé une nouvelle fois en baisse à 33 M€ le 5 Mai dernier.

Le cours de l'action Metrologic a ainsi reperdu plus de 8% entre le 27 Janvier et le 31 Mars. L'irrégularité du discours du management nous interpelle. Il nous semble ainsi nécessaire de mettre en parallèle le calendrier des négociations avec les différents repreneurs et l'évolution du discours tenu par le management.

Multiples boursiers des sociétés comparables :

Tout d'abord, dans la liste de valeurs sélectionnées, il n'y a aucune société vraiment comparable à Metrologic sur le plan de l'activité et encore moins sur le plan de la rentabilité : ci-après la marge d'exploitation moyenne sur les 10 dernières années des sociétés retenues (Source Bloomberg) : Delcam 5.6% ; Lectra 4.05% ; ESI 4.5% ; IGE XAO 14.7% ; Pharmagest 21.4% ; Sword 16.3% ; Cegid 9.1% ; Linedata 12.5% ; Pro Medicus 60.5% ; MeVis Medical 21.3%.

Ainsi, la marge d'exploitation moyenne des 10 sociétés retenues s'élève à 17% contre plus de 53% pour Metrologic. Dès lors, le ratio VE/CA ne nous semble absolument pas pertinent. De plus, étant donnés les niveaux très différents de frais de r&d et d'amortissements des sociétés retenues, ceux de Metrologic étant particulièrement faibles par rapport aux autres, le ratio VE / EBE lui est clairement défavorable (à EBE égal, son EBIT est nettement plus élevé).

Par ailleurs, nous sommes surpris que Dassault Systèmes ne figure pas dans l'échantillon compte tenu des similitudes en termes d'activité.

On pourra aussi s'interroger sur l'opportunité de faire figurer dans la liste des micro capitalisations boursières comme Pro Medicus et MeVis Medical Solutions qui semblent avoir pour vrai mérite un niveau de valorisation qui tire la moyenne à la baisse...

Multiples de transactions comparables :

Ici encore, on observe une différence significative de rentabilité entre Metrologic et les cibles retenues.

En effet, les marges d'exploitation moyennes des sociétés pour lesquelles l'information est publique sont les suivantes (source Bloomberg) : 13.4% pour Intec Telecom ; 15.3% pour Teta SA ; 5.4% pour Vero Software ; 5.9% pour Roxar ASA et 31.8% pour IBS OpenSystems soit une moyenne de 14.4% pour les 5 sociétés pré citées contre plus de 53% pour Metrologic.

Ainsi, là encore, le ratio VE/CA ne nous paraît pas pertinent.

Actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Ce calcul est basé sur les projections du management pour la période qui court jusqu'en 2015 et qui ne sont pas exposées en détail dans la note. Le minoritaire ne peut donc pas se faire une idée des hypothèses de croissance de chiffre d'affaires et d'évolution de la rentabilité choisies, bases de la valorisation par DCF.

En effet, plusieurs paramètres peuvent être remis en cause :

- Chiffre d'affaires : les objectifs de croissance du chiffre d'affaires ont été drastiquement revus à la baisse juste avant la sortie de cette note puisque la société tablait depuis 2009 sur un objectif de CA de 45M€ à l'horizon 2012/2013, objectif qui n'était toujours pas remis en cause dans le document du 14 Décembre dernier. Or, lors de la réunion du 27 Janvier, la société a fixé un nouvel objectif de 35M€ de CA à l'horizon 2012/2013, soit inférieur de 22.2% à la précédente estimation. Cet objectif a par ailleurs été révisé une nouvelle fois le 5 Mai dernier à 33M€. Est-ce que ces révisions sont justifiées par un changement brutal dans la marche des affaires entre le 14 Décembre, le 27 Janvier et le 5 Mai ?
- EBE : Les hypothèses retenues dans le calcul du DCF semblent tenir compte d'une stabilité, voire d'une baisse des marges puisqu'il est inscrit page 29 de la note que « l'EBE projeté pour 2011 par Portzamparc est ainsi de 27% supérieur aux prévisions du management ». L'EBE attendu par l'analyste de Portzamparc pour 2011 étant de 16.8M€, on en déduit que celui attendu par le management est de 13.2M€, soit une marge de 45.8% rapportée à un chiffre d'affaires de 28.8€ en croissance de 6% (prévision basse annoncée lors dans le communiqué du 05/05/2011). Ceci fait apparaître une baisse de marge significative par rapport aux 49.9% de 2010 (13.54M€/27.15M€), année encore marquée par la crise. On peut également vérifier ces données dans le paragraphe « valorisation par les comparables » : On apprend que le prix payé de 38€ extériorise un multiple de 2,96x en CA et 6,5x en EBE. On en déduit donc que leur CA 2011 est de 28,9M€ $((38 \times 3,96M - 65M) / 2,96)$ et que leur EBE 2011 est de 13,15M€ $((38 \times 3,96 - 65M) / 6,5)$. Ceci n'est pas conforme au discours tenu jusqu'à cette réunion du 27 Janvier. En effet, le document remis à la réunion du 14 décembre mettait en évidence à la page 16 « l'effet de levier important de la croissance sur les marges » avec un rapport cité entre une croissance de 10% du chiffre d'affaires entraînant une croissance de 23% du résultat opérationnel. Lors de la réunion du 27 Janvier, la société ne table plus que sur un maintien du niveau des marges (page 23). Et désormais, la société semble anticiper une baisse des marges. Là encore, que s'est-il passé entre le 14 Décembre, le 27 Janvier et le 5 Mai ?
- Prime de risque du marché : La prime de risque du marché retenue de 7.1% nous semble très élevée. A titre de comparaison, la prime de risque du marché retenue dans le calcul du taux d'actualisation de Rhodia (note parue le 8 avril 2011, validée le 10 Mai) est de 4.5%.

ANNEXES

- Communiqué de presse du 25 Janvier 2010 : résultats annuels 2009
- Communiqué de presse du 15 Novembre 2010 : chiffre d'affaires annuel 2010
- Communiqué de presse du 26 Janvier 2011 : résultats annuels 2010
- Communiqué de presse du 5 Mai 2011 : chiffre d'affaires 1^{er} semestre 2011
- Diaporama de la présentation du 14 décembre 2010 (séminaire Portzamparc)
- Diaporama de la présentation SFAF du 27 Janvier 2011
- Extrait du projet de note d'information du 6 avril de l'OPA sur Rhodia => prime de risque du marché retenue

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception des accords décrits ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

6.1 Contrats d'Acquisition

Aux termes des Contrats d'Acquisition du 30 mars 2011, l'Initiateur s'est engagé à verser à M.Philippe Cimadomo, M.Gilles Bartoli et certains membres de leurs familles respectives, sous certaines conditions, les Compléments de Prix.

L'Initiateur s'engage également à payer aux seuls actionnaires qui auront apporté leurs actions Metrologic dans le cadre des procédures de semi-centralisation les Compléments de Prix, à savoir:

- le Complément de Prix 1, égal à 2 euros par action, dans l'hypothèse où, d'ici le 30 septembre 2012, l'Initiateur ou l'un de ses affiliés franchirait, directement ou indirectement, le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société, à l'issue de l'Offre, de toute offre publique ultérieure ou de l'acquisition de titres de la Société, sur le marché ou hors marché, concomitante ou postérieure au dépôt des offres publiques précitées ;
- le Complément de Prix 2, égal à 3 euros par action, dans l'hypothèse où, avant le 31 mars 2012, l'Initiateur ou l'un de ses affiliés franchirait le seuil de 95% du capital et des droits de vote existants de la Société à l'issue d'une ou plusieurs offres publiques ultérieures initiée(s) à un prix supérieur au Prix de l'Offre. Il est précisé qu'en cas de versement par l'Initiateur du Complément de Prix 2, le Complément de Prix 1 ne sera pas dû.

Les Compléments de Prix seront, le cas échéant, payé par l'Initiateur dans un délai de trente jours suivant la date de publication par l'AMF de la déclaration de franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Initiateur informera les actionnaires ayant apporté leurs actions Metrologic dans le cadre des procédures de semi-centralisation de la survenance d'un cas des Compléments de Prix. A cet effet, un avis financier (l'« **Avis Financier** ») sera, le cas échéant, publié dans les 5 jours de négociation suivant la date de publication par l'AMF de la déclaration de franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société.

6.2 Protocole d'Investissement

Aux termes du Protocole d'Investissement, afin de pouvoir financer partiellement l'acquisition du Bloc de Contrôle :

- Tridimension Holding a procédé à une augmentation de capital souscrite en numéraire par CETP II Mercury à hauteur de 8.858.641 euros (Tridimension Holding ayant été préalablement constituée par CETP II Mercury avec 1.000 euros de capital social) et par Monsieur Philippe Cimadomo à hauteur de 4.854.974 euros, représentée par l'émission d'un nombre total de 13.713.615 actions ordinaires d'une valeur nominale de 1 euro chacune, souscrites par CETP II Mercury à hauteur de 8.858.641 actions et par Monsieur Philippe Cimadomo à hauteur de 4.854.974 actions ; et
- Tridimension Holding a procédé à l'émission d'un emprunt obligataire représenté par l'émission de 20.571.923 obligations convertibles en actions souscrites en intégralité par CETP II Mercury (les « **OCA** »). Les principales caractéristiques des OCA sont décrites ci-après. Il est précisé que la souscription des OCA par CETP II Mercury a été préalablement financée par l'émission par cette dernière de 20.366.203 *Preferred Equity Certificates* d'une valeur nominale de 1 euro chacune (les « **PECS** ») souscrits en numéraire par CETP II Participations à hauteur de 13.083.742 euros et par Monsieur Philippe Cimadomo à hauteur de 7.282.461 euros.

Les principales caractéristiques des PECS sont décrites ci-après.

A l'issue des opérations de financement susvisées pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, la répartition des différents titres financiers de Tridimension Holding est la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre d'OCA	% d'OCA
CETP II Mercury	8.859.641	64,60%	20.571.923	100%
Philippe Cimadomo	4.854.974	35,40%	0	0%
Total	13.714.615	100%	20.571.923	100%

A l'issue des opérations d'investissements visés ci-dessus, Monsieur Philippe Cimadomo aura réinvesti directement et indirectement une partie de ses produits de cession dans Tridimension Holding à hauteur d'un montant qui représente environ 35,4% des fonds propres et quasi fonds propres de l'Initiateur, avant investissement du management dans Tridimension Holding (tel que décrit à la section 6.4 ci-après).

Afin de financer l'acquisition supplémentaire des actions de la Société dans le cadre de l'Offre :

- CETP II Mercury et Monsieur Philippe Cimadomo consentiront à Tridimension Holding des avances en compte courant portant intérêts au taux EURIBOR 1 mois respectivement à hauteur de 6.427.829 euros et de 1.545.026 euros, lesdites avances devant être converties en tout ou partie en actions de Tridimension Holding à l'issue de l'Offre ; et
- CETP II Mercury consentira à Tridimension Holding une avance en compte courant portant intérêts au taux EURIBOR 1 mois de 11.959.282 euros, ladite avance devant être convertie en tout ou partie en OCA à l'issue de l'Offre. Il est précisé que l'octroi de cette avance en compte courant par CETP II Mercury à Tridimension Holding a été préalablement financé par l'octroi à CETP II Mercury de prêts consentis par CETP II Participations et Monsieur Philippe Cimadomo respectivement à hauteur de 9.641.743 euros et de 2.317.539 euros, lesdits prêts devant être convertis en tout ou partie en PECS à l'issue de l'Offre.

Il est précisé que l'engagement de réinvestissement de Monsieur Philippe Cimadomo est plafonné à 14 millions d'euros (soit 16,7% du produit de cession de ses actions Metrologic détenues directement et indirectement par le biais de PCH au Prix de l'Offre), dans le cas où Tridimension Holding contrôlerait moins de 95% du capital ou des droits de vote de la Société, et à 16 millions d'euros (soit 18,2% du produit de cession de ses actions Metrologic détenues directement et indirectement par le biais de PCH au Prix de l'Offre majoré du Complément de Prix 1) dans le cas où Tridimension Holding franchirait ce seuil en capital et en droits de vote et serait conduite à verser les Compléments de Prix aux actionnaires de la Société selon les conditions prévues à la section 6.1.

A l'issue des opérations d'investissements visés ci-dessus, CETP II Participations, d'une part, et Monsieur Philippe Cimadomo d'autre part, seront *pari passu* au titre de la ventilation de leurs investissements, directs et indirects, en fonds propres et en quasi fonds propres.

Les OCA visées ci-dessus porteront intérêts à un taux égal à 12% par an et lesdits intérêts seront capitalisés chaque année à la date anniversaire de la date de leur émission. Le remboursement du montant en principal et des intérêts des OCA sera subordonné au remboursement de la Dette d'Acquisition (telle que définie à la section 2.6.2 ci-après). Ce remboursement interviendra (i) à la seule option du titulaire des OCA (à savoir CETP II Mercury), à la plus proche des dates entre (x) le transfert par CETP II Mercury de la totalité de ses titres détenus dans Tridimension Holding et (y) le dixième anniversaire de la date d'acquisition du Bloc de Contrôle et (ii) à tout moment à la seule option de Tridimension Holding. Chaque OCA pourra être convertie en action de Tridimension Holding, à la demande de CETP II Mercury, selon une parité d'une action pour une obligation si elles ne sont pas remboursées par Tridimension Holding avant le dixième anniversaire de la date d'acquisition du Bloc de Contrôle.

Les PECS permettront à leurs titulaires de bénéficier de droits économiques similaires à ceux rattachés aux OCA. Chaque PECS pourra être rachetée, à la seule option de CETP II Mercury, à tout moment. Il est également précisé que Monsieur Philippe Cimadomo pourra demander le rachat par CETP II Mercury de tout ou partie de ses PECS uniquement en cas (i) de remboursement par Tridimension Holding du montant en principal et des intérêts de tout ou partie des OCA, (ii) de la conversion en actions Tridimension Holding de tout ou partie des OCA, ou (iii) de la cession par CETP II Mercury de tout ou partie de ses OCA.

6.3 Pacte d'Actionnaires

CETP II Mercury et Monsieur Philippe Cimadomo ont conclu à la date d'acquisition du Bloc de Contrôle un pacte d'associés, pour une durée maximale de dix années, ayant pour objet principal d'organiser les règles entre les associés de Tridimension Holding en application des principales clauses suivantes (le « **Pacte d'Associés** ») :

6.3.1 Règles applicables aux transferts des titres

- Inaliénabilité des titres de la Société détenus, directement ou indirectement, par Tridimension Holding : Pendant la durée du Pacte d'Associés, Tridimension Holding ne pourra céder des titres de la Société sans l'accord préalable de Monsieur Philippe Cimadomo, tant que ce dernier détiendra au moins 10% du capital et des droits de vote de Tridimension Holding.
- Inaliénabilité des titres émis par Tridimension Holding : Sauf certaines exceptions, (i) Monsieur Philippe Cimadomo ne pourra transférer les titres de l'Initiateur qu'il détient ou détiendra jusqu'au 8 avril 2014, et (ii) CETP II Mercury ne pourra transférer les titres de l'Initiateur qu'il détient ou détiendra jusqu'au 8 avril 2012, sans avoir obtenu l'accord écrit préalable de Monsieur Philippe Cimadomo.
- Droit de préemption : CETP II Mercury bénéficiera d'un droit de préemption en cas de transfert de titres de l'Initiateur par Monsieur Philippe Cimadomo, et réciproquement.
- Droit de cession conjointe : chaque associé de Tridimension Holding bénéficiera d'un droit de cession conjointe proportionnelle dans l'éventualité où CETP II Mercury ou Monsieur Philippe Cimadomo souhaiterait transférer à un tiers tout ou partie de ses titres dans Tridimension Holding.

Dans l'éventualité d'une opération à l'issue de laquelle un tiers ou un autre associé détiendrait (i) directement ou indirectement, une fraction de droits de vote supérieure ou égale à CETP II Mercury ou (ii) des droits lui permettant notamment de désigner le président de Tridimension Holding ou un ou plusieurs membres du Comité Stratégique ou du Comité Exécutif (tels que définis ci-après) de Tridimension Holding, Monsieur Philippe Cimadomo aura la possibilité de céder, au choix, une partie ou la totalité de ses titres.

- Sortie totale : Dans l'éventualité où CETP II Mercury souhaiterait accepter une offre d'acquisition portant sur la totalité des titres de Tridimension Holding à l'issue d'un processus de cession, CETP II Mercury aura la possibilité d'exiger, sous certaines conditions³, des autres associés de céder la totalité de leurs titres à l'acquéreur envisagé aux mêmes prix, termes et conditions.

³ Dans l'hypothèse où (i) la valeur de Tridimension Holding - telle que ressortant de l'application d'une formule basée sur un multiple d'EBITDA consolidé - à la date de mise en œuvre de la clause de sortie totale (la « **Valeur Actuelle** »), serait inférieure à la valeur de Tridimension Holding, calculée selon la même formule, à la date d'acquisition du Bloc de Contrôle (la « **Valeur d'Entrée** ») et (ii) Monsieur Philippe Cimadomo détiendrait au moins 10% du capital et des droits de vote de Tridimension Holding, Monsieur Philippe Cimadomo disposera d'un droit de première offre sur la totalité des titres appartenant à CETP II Mercury, étant précisé que cette dernière n'aura aucune obligation d'accepter ladite offre de Monsieur Philippe Cimadomo, et en particulier le prix que ce dernier serait prêt à payer (le « **Prix de Réserve** »). Dans l'éventualité où CETP II Mercury refuserait l'offre de Monsieur Philippe Cimadomo et souhaiterait, à l'issue du processus de cession, accepter une offre d'acquisition d'un tiers acquéreur portant sur la totalité des titres de Tridimension Holding, Monsieur Philippe Cimadomo aura la faculté d'acquiescer la totalité des titres appartenant à CETP II Mercury uniquement si le prix proposé par le tiers acquéreur serait égal ou inférieur au Prix de Réserve. A défaut, CETP II Mercury aura la possibilité d'exiger des autres associés, y compris Monsieur Philippe Cimadomo, de céder la totalité de leurs titres à l'acquéreur envisagé aux mêmes prix, termes et conditions.

- **Anti-dilution** : Chaque associé bénéficie d'une clause d'anti-dilution par le biais d'un droit préférentiel de souscription qu'il pourra exercer à l'occasion de toute augmentation de capital ou émission d'autres valeurs mobilières de Tridimension Holding, étant précisé que Monsieur Philippe Cimadomo, tant qu'il détiendra au moins 10% du capital et des droits de vote de Tridimension Holding, pourra, sous certaines conditions⁴, s'opposer à certaines opérations d'émissions de titres par Tridimension Holding.
- **Divers** : CETP II Mercury et Monsieur Philippe Cimadomo s'interdisent, pendant toute la durée du Pacte d'Associés, de mettre en œuvre une action de concert, vis-à-vis de la Société, avec une personne tierce, sauf accord préalable de CETP II Mercury ou de Monsieur Philippe Cimadomo suivant le cas.

6.3.2 Règles de Gouvernance de Tridimension Holding

- Tridimension Holding sera administrée par un président (le « **Président** ») et un directeur général (le « **Directeur Général** ») qui sont assistés par un comité exécutif (le « **Comité Exécutif** »), sous le contrôle d'un comité stratégique (le « **Comité Stratégique** »).
- Les fonctions de premier Président et de premier Directeur Général seront respectivement exercées par Monsieur Philippe Cimadomo et Monsieur Bertrand Gili. Ils sont nommés pour une durée illimitée et seront révocables *ad nutum*.
- Les premiers membres du Comité Exécutif seront le Président, le Directeur Général et à l'issue de l'Offre, certains membres clefs de l'équipe de direction de la Société. Le Comité Exécutif aura pour fonction d'assister le Président et le Directeur Général dans le cadre de l'administration de Tridimension Holding et de la Société et pourra être consulté par le Président pour tout autre sujet qu'il jugera utile. Toute opération de croissance externe devra être approuvée par le Comité Exécutif, à la majorité simple et avec le vote positif du Président, avant que cette opération ne soit présentée au Comité Stratégique pour approbation.
- Le Comité Stratégique est majoritairement composé de membres désignés parmi les candidats proposés par CETP II Mercury. Certaines décisions significatives ne pourront être prises sans avoir été préalablement approuvées par le Comité Stratégique.
- Le Président sera tenu de communiquer sur une base régulière et périodique aux membres du Comité Stratégique des informations de nature financière et prévisionnelle ainsi que sur l'activité concernant le groupe.

6.3.3 Règles de Gouvernance de Metrologic

- Metrologic continuera à être administrée par un Président Directeur Général et plusieurs Directeurs Généraux Délégués sous le contrôle du conseil d'administration.
- Monsieur Philippe Cimadomo continuera d'exercer ses fonctions de Président Directeur Général de la Société. Madame Sylvie Feyel, Monsieur Bertrand Eiselé et Monsieur Didier Serciat continueront d'exercer leurs fonctions de Directeurs Généraux Délégués de la Société.

Dans l'hypothèse où (i) la Valeur Actuelle serait supérieure à la Valeur d'Entrée, et (ii) CETP II Mercury souhaiterait, à l'issue d'un processus de cession, accepter une offre d'acquisition d'un tiers acquéreur portant sur la totalité des titres de Tridimension Holding, CETP II Mercury aura la possibilité d'exiger des autres associés, y compris Monsieur Philippe Cimadomo, de céder la totalité de leurs titres à l'acquéreur envisagé aux mêmes prix, termes et conditions, étant précisé que Monsieur Philippe Cimadomo ne bénéficiera d'aucun droit de première offre dans une telle hypothèse.

⁴ Sous réserve qu'il détiende au moins 10% du capital et des droits de vote de Tridimension Holding, Monsieur Philippe Cimadomo pourra s'opposer à toute opération d'émission de titres par Tridimension Holding uniquement si la valeur de Tridimension Holding retenue pour les besoins de ladite opération d'émission de titres est inférieure à la valeur de Tridimension Holding, telle que ressortant de l'application d'une formule basée sur un multiple d'EBITDA consolidé.

- Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de Messieurs Philippe Cimadomo, Gilles Bartoli, Didier Serciat, Bertrand Eiselé et Bertrand Gili et Mesdames Sylvie Feyel et Florence Roche. Il n'est pas envisagé à ce jour de procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société, étant toutefois précisé que Monsieur Gilles Bartoli envisage de démissionner de son poste d'administrateur dans les prochains mois.

6.4 Investissement du management

Les principaux dirigeants et cadres du groupe (les « **Managers** ») se verront proposer l'opportunité de prendre une participation au capital de Tridimension Holding à la fin de l'Offre. A cet égard, cinq (5) dirigeants de la Société (dont quatre (4) membres du conseil d'administration, à savoir Madame Sylvie Feyel et Messieurs Bertrand Eiselé, Bertrand Gili et Didier Serciat) sont concernés par cette prise de participation.

Cette participation prendra la forme (i) d'une attribution d'actions gratuites représentant 4% du nombre d'actions de Tridimension Holding à l'issue de l'Offre, après prise en compte de la dilution résultant de l'émission des ABSA (telles que définies ci-après) (sans prendre en compte la dilution résultant de l'exercice des BSA) et desdites actions gratuites et (ii) d'une souscription à une émission d'actions à bons de souscription d'actions (les « **ABSA** ») à hauteur de 599.999 euros et jusqu'à 799.999 euros dans le cas où Tridimension Holding viendrait à détenir 100% du capital et des droits de vote de la Société.

Chaque ABSA sera composée d'une action souscrite pour 1 euro et de quatre bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») souscrits pour 0,17 euro chacun, soit un total de 1,68 euro par ABSA. Chaque BSA donnera droit à une action de Tridimension Holding et pourra être exercé à l'occasion du transfert de la totalité des titres de Tridimension Holding.

CETP II Mercury bénéficiera d'une promesse de vente consentie par chacun des Managers sur les titres qu'ils détiennent dans Tridimension Holding en cas de départ anticipé du groupe, pour quelque raison que ce soit, le prix d'exercice de la promesse et ses modalités de paiement variant selon les cas de départ.

En cas de décès, d'incapacité ou d'invalidité permanente, les Managers et/ou leurs ayant-droits bénéficieront d'une promesse d'achat consentie par CETP II Mercury sur les titres qu'ils détiennent dans Tridimension Holding. A l'exception du cas particulier du décès, de l'incapacité ou de l'invalidité du Manager, les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de la liquidité de leur investissement ni d'aucune condition de sortie prédéfinie.

6.5 Engagement d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage

Monsieur Philippe Cimadomo et chacun des Managers sont tenus par des engagements d'exclusivité, de non concurrence, de non sollicitation et de non débauchage.

6.6 Mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des options de souscription d'actions et des actions gratuites

Il est rappelé que la Société a mis en place des programmes de souscription d'options d'actions et d'actions gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société.

En cas de réalisation d'un retrait obligatoire et en cas de radiation de la cote des actions Metrologic, l'Initiateur et la Société proposeront aux bénéficiaires d'actions gratuites un mécanisme de liquidité établi selon les conditions usuelles en la matière et permettant la préservation de leurs droits. Le prix d'acquisition des actions gratuites qui sera offert aux attributaires d'actions gratuites sera calculé sur la base des critères utilisés pour déterminer le Prix de l'Offre.

7 INFORMATION DES SALARIES

Le Comité d'entreprise a été réuni le 29 mars 2011, à la suite de l'annonce du projet de cession du Bloc de Contrôle en application des articles L.2323-6 et L.2323-19 du Code du travail.

Le même jour, le Comité d'entreprise a rendu à l'unanimité un avis favorable sur ledit projet (une voix précisant que l'avis favorable est donné à la vue de la présentation pour conforter la direction dans ses objectifs de développement). Conformément à l'article L.2323-23 du Code du travail, une réunion du Comité d'entreprise s'est tenue le 24 mai 2011 afin que ce dernier prenne connaissance de la note d'information de l'Initiateur.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

8.1 Structure et répartition du capital de Metrologic

Le capital social et les droits de vote de Metrologic, avant l'acquisition du Bloc de Contrôle par Tridimension Holding, étaient répartis comme suit au 31 mars 2011 :

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
PCH	1 284 628	32,12%	2 569 256	40,48%
Philippe Cimadomo	715 772	17,89%	1 279 932	20,17%
Gilles Bartoli & Famille	470 241	11,76%	940 482	14,82%
Actions auto-détenues ⁽¹⁾	38 775	0,97%	38 775	0,61%
Flottant	1 490 584	37,26%	1 517 748	23,92%
Total	4 000 000	100,00%	6 346 193	100,00%

(1) Incluant les Actions Issues du Contrat de Liquidité.

Note : Les 38 775 droits de vote attachés aux actions auto-détenues sont théoriques dans la mesure où ces actions sont privées de droit de vote.

A la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle et à la date du 8 avril 2011, le capital et les droits de vote de Metrologic sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
TRIDIMENSION HOLDING (direct)	1 186 013	29,65%	1 186 013	22,33%
PCH ⁽²⁾	1 284 628	32,12%	2 569 256	48,37%
Total TRIDIMENSION HOLDING	2 470 641	61,77%	3 755 269	70,70%
Actions auto-détenues ⁽¹⁾	38 775	0,97%	38 775	0,73%
Flottant	1 490 584	37,26%	1 517 748	28,57%
Total	4 000 000	100,00%	5 311 792	100,00%

(1) Incluant les Actions Issues du Contrat de Liquidité.

(2) PCH est détenue à 100% par Tridimension Holding à l'issue de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Note : Les 38 775 droits de vote attachés aux actions auto-détenues sont théoriques dans la mesure où ces actions sont privées de droit de vote.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portés à la connaissance de Metrologic

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions Metrologic.

L'article 15 des statuts prévoit qu'en cas de franchissement de certains seuils de participation, les actions dépassant la fraction doivent être déclarées d'une part, à la société dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de chacun de ces seuils, d'autre part, à l'AMF dans un délai de 5 jours à compter de cette même date. A défaut, lesdites actions sont privées du droit de vote jusqu'à l'expiration du délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

8.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Metrologic dont elle a connaissance

Au cours de l'exercice 2011, la Société n'a été avisée d'aucun franchissement de seuil légal de détention de ses droits de vote, à l'exception des déclarations de franchissement de seuil effectuées par l'Initiateur et Messieurs Philippe Cimadomo et Gilles Bartoli à la suite de la cession du Bloc de Contrôle.

8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 37 des statuts prévoient l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque celle-ci sont inscrites depuis quatre ans au moins au nom d'un même actionnaire. Les actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes assorties d'un droit de vote double bénéficient également d'un droit de vote double.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action convertie au porteur ou ayant fait l'objet d'un transfert de propriété sous réserve des exceptions légales.

A la date de la présente note d'information, les détenteurs de droits de vote double sont mentionnés ci-après :

Détenteurs de droits de vote double	Nombre d'actions avec droit de vote double	Nombre de droits de vote
Philippe Cimadomo Holding	1.284.628	2.569.256
Bertrand Eisele	26.820	53.640
Sylvie Feyel	1	2
Didier Serciat	4	8
Autres	339	678

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

8.6 Accords entre actionnaires dont Metrologic a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à l'exception des dispositions du Pacte d'Associés, aucune mesure spécifique en vue de prévenir un exercice abusif du contrôle de la Société n'a été prise.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et aux modifications des statuts de la Société

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration.

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé de Messieurs Philippe Cimadomo, Gilles Bartoli, Didier Serciat, Bertrand Eiselé et Bertrand Gili et Mesdames Sylvie Feyel et Florence Roche. Il n'est pas envisagé à ce jour de procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société, étant toutefois précisé que Monsieur Gilles Bartoli envisage de démissionner de son poste d'administrateur dans les prochaines semaines.

8.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

L'article 42 des statuts prévoit des dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

En effet, par dérogation à la compétence exclusive de l'assemblée extraordinaire pour toute modifications des statuts, les modifications aux clauses relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement au résultat d'une augmentation, d'une réduction ou d'un amortissement du capital peuvent être apportées par le Conseil d'administration.

8.8 Pouvoirs du conseil d'administration et du directeur général, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration disposait au 31 mars 2011 des délégations suivantes :

Autorisations en vigueur				
Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée (date d'expiration)	Montant maximum autorisé	Utilisation au 31 mars 2011
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital avec D.P.S.	31 mars 2011 (résolution n°16)	26 mois (30 mai 2013)	Augmentation de capital : 5 M€ Emission de créances : 50 M€	Néant
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital sans D.P.S.	31 mars 2011 (résolution n°17)	26 mois (30 mai 2013)	Augmentation de capital : 5 M€ Emission de créances : 50 M€	Néant
Incorporation au capital de primes, réserves, bénéfices ou autres sous forme d'attribution d'actions gratuites ou d'élévation de la valeur nominale des actions existantes	31 mars 2011 (résolution n°16)	26 mois (30 mai 2013)	Augmentation de capital : 5 M€ Emission de créances : 50 M€	Néant
Apport en nature	31 mars 2011 (résolution n°18)	26 mois (30 mai 2013)	10% du capital social	Néant
Emission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservée aux salariés adhérents d'un PEE	31 mars 2011 (résolution n°19)	26 mois (30 mai 2013)	3% du capital social	Néant
Attributions gratuites	31 mars 2011 (résolution n°15)	26 mois (30 mai 2013)	10% du capital social	Néant
Autorisation de rachat d'actions	31 mars 2011 (résolution n°13)	18 mois (1 ^{er} octobre 2012)	10% du nombre du nombre d'actions formant le capital social	Néant

8.9 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

8.9.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants

Le présent tableau indique le nombre d'actions, d'options de souscription ou d'achat d'actions et d'actions gratuites détenues au 31 mars 2011 par les mandataires sociaux :

Mandataire social	Nombre d'actions	Nombre d'options de souscription d'achat	Nombre d'actions attribuées gratuitement
Philippe Cimadomo	0	-	-
Gilles Bartoli	0	-	-
Bertrand Eiselé	26.820	-	-
Sylvie Feyel	3.171	700	800
Bertrand Gili	1.339	1.250	
Didier Serciat	4	700	-
Florence Roche	4	-	-

A la date de la présente note, aucun administrateur ne détient, à titre personnel, de participation dans une des sociétés filiales de Metrologic.

8.9.2 Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs

Au cours de l'exercice clos le 30 septembre 2010, le montant global des rémunérations brutes perçues par les membres du Conseil d'administration de la Société s'est élevé à 372.262 €.

i. Administrateurs

Aucun jeton de présence ne sera attribué au Conseil d'administration pour l'exercice 2010/2011, dans la mesure où l'Assemblée générale du 31 mars 2011 a rejeté la quatorzième résolution qui lui était soumise visant à la fixation d'une somme globale de 25.000 € au titre des jetons de présence pour ledit exercice.

ii. Dirigeants

- Président Directeur Général

Le montant de la rémunération brute de Monsieur Philippe Cimadomo versée au cours de l'exercice 2009/2010 au titre de ses fonctions de Président et de Directeur Général (dont avantage en nature de 9.852 € pour utilisation personnelle d'un véhicule de fonction) s'est élevé à 69.852 €. Cette rémunération était de 69.852 € sur l'exercice précédent.

- Administrateur, Directeur Général Délégué

Le montant de la rémunération brute de Monsieur Bertrand Eiselé versée au cours de l'exercice 2009/2010 au titre de ses fonctions de Directeur Général Délégué s'est élevé à 72.240 €. Cette rémunération était de 71.018 € sur l'exercice précédent.

- Administrateur, Directeur Général Délégué, Directeur administratif et financier salariée

Le montant de la rémunération brute de Madame Sylvie Feyel, versée au cours de l'exercice 2009/2010 au titre de ses fonctions salariées de directeur administratif et financier s'est élevé à 67.347 €. Cette rémunération était de 66.456 € sur l'exercice précédent. Madame Sylvie Feyel n'est pas rémunérée pour l'exercice de son mandat social de Directeur Général Délégué.

- Administrateur, Directeur de la production et des ressources humaines salarié

Le montant de la rémunération brute de Monsieur Didier Serchat versée au cours de l'exercice 2009/2010 au titre de ses fonctions salariées de directeur de la production et des ressources humaines s'est élevé à 88.466 €. Cette rémunération était de 87.582 € sur l'exercice précédent. Monsieur Didier Serchat n'est pas rémunéré pour l'exercice de son mandat social de Directeur Général Délégué.

- Administrateur, Directeur Général Délégué, Président et CEO de la filiale Metrologic Group Services Inc.

Le montant de la rémunération brute de Monsieur Bertrand Gili, versée au cours de l'exercice 2009/2010 au titre de ses fonctions de Président et CEO de la filiale Metrologic Group Services Inc. s'est élevé à 110.000 USD.

8.10 Accords conclus par Metrologic qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Metrologic, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par Metrologic pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

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

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

Monsieur Philippe CIMADOMO
Président Directeur Général