

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
DE LA SOCIÉTÉ**



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIÉE PAR
QIAGEN N.V.**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 17 octobre 2011, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet Grant Thornton, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet d'Ipsogen (www.ipsogen.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

**IPSOGEN S.A.
Luminy Biotech Entreprises
Parc scientifique de Luminy
163, avenue de Luminy
13288 Marseille Cedex 09**

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

Sommaire

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1 CONTEXTE DE L'OPÉRATION.....	3
2. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	5
3. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	5
3.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ	5
3.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS – CONVENTIONS PORTÉES À LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	7
3.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ.....	7
3.4 DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX.....	7
3.5 MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER	7
3.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS SUR LE TRANSFERT D'ACTIONS OU À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	7
3.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ	7
3.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIÈRE D'ÉMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS	7
3.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ MODIFIÉS OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE.....	9
3.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MANDATAIRES SOCIAUX OU LES SALARIÉS, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	9
4. RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE	9
5. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	28
6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	30
7. TITRES AUTO-DETENUS	30
8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	31

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, QIAGEN N.V., société par actions (*Naamloze Vennootschap*) de droit néerlandais dont le siège social est situé Spoorstraat 50, 5911 KJ Venlo, Pays-Bas, et immatriculée sous le numéro 12036979 (« **QIAGEN** » ou l'« **Initiateur** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le NASDAQ et sur le Frankfurt Prime Standard, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Ipsogen S.A., société anonyme à conseil d'administration au capital de 1.013.242,60 euros, dont le siège social est situé Luminy Biotech Entreprises, 163 avenue de Luminy, 13288 Marseille, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 424 364 412, (« **IPSOGEN** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur Alternext Paris sous le code ISIN FR0010626028, d'acquérir la totalité de leurs actions IPSOGEN au prix unitaire de 12,90 euros dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par QIAGEN de 3.169.396 actions auprès de divers actionnaires d'IPSOGEN par voie de cession de blocs hors marché représentant 62,56% du capital et 60,43% des droits de vote théoriques. L'Offre est ainsi déposée en application des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Offre vise (i) la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit à la connaissance de l'Initiateur, 1.896.817 actions à la date des présentes, sous déduction des 25.675 actions auto-détenues non visées par l'Offre, soit un maximum de 1.871.142 actions, ainsi que (ii) les 302.850 actions pouvant être émises jusqu'à la clôture de l'Offre par l'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE), les 35.000 actions pouvant être émises jusqu'à la clôture de l'Offre par l'exercice de bons de souscription d'actions (BSA) et les 41.521 actions pouvant être émises jusqu'à la clôture de l'Offre par l'exercice des options de souscription d'actions émises à la date des présentes, estimées à 379.371 actions supplémentaires (soit un total de 2.250.513 actions visées par l'Offre).

L'Offre ne porte pas sur (i) les BSPCE qui, conformément aux dispositions de l'article 163 bis G II du Code général des impôts, sont incessibles, (ii) les BSA émis par la Société qui sont non cessibles par leurs détenteurs en vertu de leurs conditions d'émission ou (iii) les options de souscription d'actions qui ne peuvent pas être cédées conformément aux dispositions de l'article L.225-183 du Code de commerce.

1.1 CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Le 13 juin 2011, QIAGEN a fait parvenir une offre au conseil d'administration et à certains actionnaires (les « **Vendeurs Initiaux** ») afin d'acquérir 2.377.640 actions représentant environ 47% du capital d'IPSOGEN, au prix de 12,90 euros par action (« **L'Acquisition du Bloc Initial** »). L'Initiateur a également annoncé qu'en cas de signature d'un contrat d'acquisition définitif et de réalisation de l'Acquisition du Bloc Initial, il lancerait une offre publique en vue d'acquérir l'ensemble des actions restantes d'IPSOGEN à un prix de 12,90 euros par action.

Lors de sa réunion du 14 juin 2011, le conseil d'administration de la Société, sur recommandation de son comité stratégique, a accueilli favorablement le principe d'une telle offre et accepté d'entrer en négociations exclusives avec QIAGEN. Certains membres du conseil d'administration étaient parmi les Vendeurs Initiaux.

Dans un communiqué de presse en date du 15 juin 2011, QIAGEN a annoncé avoir fait une offre aux Vendeurs Initiaux et être entré en négociations exclusives avec eux pour l'Acquisition du Bloc Initial.

Le comité d'entreprise de la Société s'est réuni le 24 juin 2011 et a émis un avis favorable sur le projet d'Acquisition du Bloc Initial.

Le 8 juillet 2011, le conseil d'administration de la Société a recommandé l'offre faite par QIAGEN en vue de l'Acquisition du Bloc Initial et a émis un avis préliminaire favorable sur l'offre publique qui serait initiée par QIAGEN, sous réserve de l'examen des documents d'offre et du rapport de l'expert indépendant. Le même jour, les Vendeurs Initiaux ont accepté l'offre formulée par QIAGEN en vue de l'Acquisition du Bloc Initial. L'Initiateur et les Vendeurs Initiaux ont conclu en date du 8 juillet 2011 un contrat d'acquisition pour l'Acquisition du Bloc Initial, comme suit :

	Nombre d'actions cédées
Matignon Investissement & Gestion	879.076
Amundi Private Equity Funds	754.230
Philis	30.000
M. Vincent Fert	212.947
Connecticut Innovations Inc.	168.853
Octalfa	136.163
M. Kevin Rakin	100.243
Lacydon	15.000
M. Stéphane Debono	81.128
TOTAL	2.377.640

Le règlement-livraison des titres ainsi acquis a été réalisé hors marché les 12 et 13 juillet 2011, Deutsche Bank ayant agi en qualité de prestataire de services d'investissement pour les besoins de cette acquisition.

En outre, l'Initiateur a acquis le 8 juillet 2011 791.756 actions supplémentaires de la Société auprès de certains actionnaires minoritaires (les « **Autres Vendeurs** ») représentant au total environ 15,63% du capital et 15,10% des droits de vote d'IPSOGEN, au prix de 12,90 euros par action (les « **Achats Complémentaires** » et, ensemble avec l'Acquisition du Bloc Initial, les « **Opérations Initiales** »). Le règlement-livraison des Achats Complémentaires a été réalisé hors marché les 12 et 13 juillet 2011, Deutsche Bank ayant agi en qualité de prestataire de services d'investissement pour les besoins de ces acquisitions.

En conséquence des Opérations Initiales, l'Initiateur a acquis 3.169.396 actions d'IPSOGEN représentant 62,56% du capital et 60,43% des droits de vote de la Société

Conformément à ce qu'elle avait annoncé et à la réglementation, QIAGEN a annoncé le 8 juillet 2011 qu'elle déposerait une offre publique sur le solde des titres composant le capital d'IPSOGEN à un prix de 12,90 euros par action.

Conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, Grant Thornton, représenté par Jean-Pierre Colle, a été nommé par IPSOGEN en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit ci-après (voir section 4 du présent projet de note en réponse).

2. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Contrat d'acquisition

Le contrat d'acquisition conclu entre QIAGEN et les Vendeurs Initiaux le 8 juillet 2011 ne contient pas de clause d'ajustement ou de complément de prix au profit des Vendeurs Initiaux.

Il est précisé que M. Vincent Fert détient 1.173 BSPCE 1 et 22.500 BSPCE 3 lui permettant de souscrire, après exercice, un maximum de 34.230 actions nouvellement émises de la Société. En outre M. Stéphane Debono détient 1.173 BSPCE 1 et 20.000 BSPCE 3 lui permettant de souscrire, après exercice, un maximum de 31.730 actions nouvellement émises de la Société.

Conformément au contrat d'acquisition, MM. Vincent Fert et Stéphane Debono se sont irrévocablement engagés à vendre les actions dont ils deviendront propriétaires après l'exercice de ces BSPCE (ou de tout autre titre financier qu'ils possèdent leur donnant accès au capital de la Société), dès qu'ils seront autorisés à céder ces actions en vertu des termes et conditions de ces BSPCE (ou de tout autre titre) à l'Initiateur à première demande de ce dernier dans un délai d'un mois à compter de la dernière des deux dates suivantes : (i) la date à laquelle ils seront devenus propriétaires des actions sous-jacentes et (ii) la date à laquelle ils seront autorisés à disposer des actions sous-jacentes. Ces cessions d'actions seront réalisées au prix de 12,90 euros par action.

3. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

3.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

Le capital social de la Société s'élève à 1.013.242,60 €, divisé en 5.066.213 actions ordinaires de 0,20 euro de valeur nominale.

Le 6 juillet 2011, préalablement à la réalisation des Opérations Initiales, le nombre total de droits de vote d'IPSOGEN (calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) était égal à 7.145.810, du fait de l'attribution de droits de vote double en application des statuts de la Société.

A cette même date, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis, à la connaissance de la Société, de la manière suivante :

Capital et droits de vote d'IPSOGEN préalablement aux Opérations Initiales						
Actionnaires	Actions à droit de vote simple	Actions à droit de vote double	Actions avant les Opérations Initiales	Actions en % du total	Droits de vote avant les Opérations Initiales	Droits de vote en % du total*
Matignon Investissement & Gestion	191 380	687 696	879 076	17,35	1 566 772	21,93
Amundi	754 230	-	754 230	14,89	754 230	10,55
M. Vincent Fert et société Philis	-	242 947	242 947	4,80	485 894	6,80
Connecticut Innovations	-	168 853	168 853	3,33	337 706	4,73
OCTALFA	40 000	96 163	136 163	2,69	232 326	3,25
M. Kevin Rakin	100 243	-	100 243	1,98	100 243	1,40

M. Stéphane Debono et société Lacydon	-	96 128	96 128	1,90	192 256	2,69
Total des Vendeurs Initiaux	1 085 853	1 291 787	2 377 640	46,93	3 669 427	51,35
Total des Autres Vendeurs	202 354	589 402	791 756	15,63	1 381 158	19,33
Public	1 698 409	198 408	1 896 817	37,44	2 095 225	29,50
<i>dont actions auto-détenues (31 décembre 2010)</i>	36 867	-	36 867	0,73	36 867	0,52
Total	2 986 616	2 079 597	5 066 213	100%	7 145 810	100%

*Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

En outre, au 30 juin 2011, les bons de souscription d'actions (BSA), les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) et les options de souscription d'actions donnant accès au capital d'IPSOGEN étaient répartis comme suit:

Catégorie	Nombre attribué par la Société	Nombre total d'actions (en cas d'exercice)
BSPCE 1	12.961	129.610
BSPCE 2	2.675	26.750
BSPCE 3	91.490	91.490
BSPCE 3bis	10.000	10.000
BSPCE 4	45.000	45.000
BSA	35.000	35.000
Options de souscription	4.152,1	41.521
Total	238.646,1	379.371

En conséquence des Opérations Initiales, l'Initiateur détient 3.169.396 actions d'IPSOGEN, représentant 62,56% du capital et 60,43% des droits de vote théoriques de la Société, tel que décrit dans le tableau ci-dessous :

Capital et droits de vote d'IPSOGEN postérieurement aux Opérations Initiales						
Actionnaires	Actions à droit de vote simple	Actions à droit de vote double	Actions après les Opérations Initiales	Actions en % du total	Droits de vote après les Opérations Initiales	Droits de vote en % du total*
QIAGEN	3 169 396	-	3 169 396	62,56	3 169 396	60,43
Public	1 692 734	178 408	1 896 817	37,44	2 049 550	39,08
<i>dont actions auto-détenues (7 septembre 2011)</i>	25 675	-	25 675	0,51	25 675	0,49
Total	4 887 805	178 408	5 066 213	100%	5 244 621	100%

**Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.*

3.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS – CONVENTIONS PORTÉES À LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

Néant.

3.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

A la date du présent projet de note en réponse, les actionnaires détenant plus de 4% du capital ou des droits de vote d'Ipsogen sont, à la connaissance de la Société :

- Qiagen N.V. qui détient 62,56 % du capital et 60,43 % des droits de vote.

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 4% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

3.4 DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

3.5 MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER

Néant.

3.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS SUR LE TRANSFERT D' ACTIONS OU À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'actions de la Société ou à l'exercice des droits de vote.

3.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ

Les statuts ne prévoient pas de règles spécifiques en matière de nomination et de remplacement des administrateurs ou en matière de modification des statuts de la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

3.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIÈRE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS

Le conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par les assemblées générales des actionnaires de la Société réunies le 13 mai 2011 et le 12 mai 2010 :

Nature des autorisations	Montant nominal maximal autorisé	Durée	Date de l'AG octroyant la délégation	Utilisation des autorisations
Rachat d'actions	10 % du capital au jour de l'AG octroyant la délégation Prix unitaire maximum de rachat : 20€ par action	18 mois	13 mai 2011	Géré dans le cadre du contrat de liquidité avec la société Portzamparc
Augmentation de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS)	560 000 €*	26 mois	12 mai 2010	aucune
Augmentation de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance avec suppression du DPS	560 000 €*	18 mois	13 mai 2011	aucune
Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	560 000 €*	26 mois	12 mai 2010	aucune
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans DPS	15% de l'émission initiale	26 mois	12 mai 2010	aucune
Augmentation de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes	70 000 €*	18 mois	13 mai 2011	aucune
Augmentation de capital par émission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés du groupe	Dans la limite d'un nombre total d'actions représentant 3% du capital social au jour de la décision d'émission**	18 mois	13 mai 2011	aucune
Attribution(s) d'options de souscription ou d'achat d'actions	75 000 actions**	18 mois	13 mai 2011	aucune

Attribution de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise	75 000 actions**	18 mois	13 mai 2011	aucune
Attribution de bons de souscription d'actions	75 000 actions**	18 mois	13 mai 2011	aucune

* Délégations faisant l'objet d'un plafond global commun d'un montant de 560.000 euros en nominal

** Délégations faisant l'objet d'un plafond global commun à hauteur de 75.000 actions

3.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ MODIFIÉS OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE

A la connaissance de la Société, le seul accord significatif comportant une clause de changement de contrôle est celui conclu avec la société Sysmex pour l'enregistrement et la distribution de certains produits d'Ipsogen au Japon. A ce jour, la société Sysmex, informée du changement de contrôle n'a pas souhaitée faire jouer cette clause.

3.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MANDATAIRES SOCIAUX OU LES SALARIÉS, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Corinne Danan, directrice des ventes et du marketing, Hélène Peyro Saint Paul, directrice des affaires médicales et Pascale Boissel, directrice financière, bénéficient d'une clause à leur contrat de travail prévoyant une indemnité égale à 6 mois de salaire en cas de rupture du contrat de travail du fait de la Société – sauf pour faute lourde ou grave.

4. RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Ipsogen a désigné le cabinet Grant Thornton représenté par Jean-Pierre Colle, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les termes de ce rapport sont les suivants :

« En juillet 2011, la société Qiagen NV (ci-après « Qiagen ») a acquis une participation majoritaire de 62,56% dans Ipsogen à l'issue des transactions suivantes qui ont toutes été réalisées au prix de 12,90 euros par action :

- (i) Acquisition, le 8 juillet 2011, d'un bloc de 46,93% du capital de la société, auprès de ses actionnaires de référence dont ses fondateurs ;
- (ii) Acquisition, entre le 8 et le 12 juillet 2011, de titres représentant au total 15,63% du capital de la société, auprès de 10 autres actionnaires.

Lors de sa réunion du 29 juin 2011, le Conseil d'Administration d'Ipsogen, considérant que ces acquisitions étaient en voie d'être réalisées :

- a pris acte que Qiagen avait formulé une offre aux termes de laquelle elle proposait d'acquérir des actions représentant 46,93% du capital d'Ipsogen auprès de certains actionnaires, et de déposer par la suite une offre publique portant sur la totalité du capital d'Ipsogen ;
- a constaté (i) qu'en cas de réalisation de l'acquisition et de dépôt de l'offre, il serait nécessaire de désigner un expert indépendant conformément à l'article 261-1 I 1°, dans la mesure où tous les administrateurs, à l'exception de l'un d'entre eux, pouvaient être amenés à signer le contrat d'acquisition du bloc de 46,93% (ii) qu'il convenait de procéder à cette nomination le plus rapidement possible ;

- a nommé Grant Thornton en cette qualité, à l'effet d'établir un rapport permettant au Conseil d'administration d'Ipsogen « *d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre son avis motivé* », en application de l'article 261-1 I 1° du Règlement général de l'AMF.

Le 11 octobre 2011, Ipsogen a étendu notre mission à l'appréciation du prix de l'Offre, dans l'éventualité d'un retrait obligatoire faisant suite à une offre pour laquelle l'AMF dispose du rapport d'évaluation de la Banque présentatrice et du rapport de l'expert indépendant, conformément à l'article 237-16 I 2° du règlement général de l'AMF applicable aux offres relevant de la procédure simplifiée.

Par référence à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et à l'article 2 de l'Instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006, notre rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'expert indépendant
2. Déroulement de la mission
3. Evaluation de la Société visée
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'offre
5. Attestation d'équité

Les dénominations suivantes sont utilisées dans le présent rapport :

- « *L'Initiateur* », pour Qiagen
- « *La Société visée* », pour Ipsogen
- « *Les Personnes concernées par l'offre* », pour l'Initiateur et la Société visée
- « *Les Conseils* », pour Rothschild, Kempen & Co et Darrois Villey Maillot Brochier (Conseils de l'Initiateur) et Shearman & Sterling LLP (Conseil de la Société visée)
- « *La Banque présentatrice* », pour Rothschild
- « *GTI* », pour Grant Thornton International

1 Présentation de l'expert indépendant

1.1 Grant Thornton est membre de GTI

GTI est le 6ème réseau mondial d'audit et de conseil, avec plus de 30.000 professionnels répartis dans 110 pays. Il propose une large gamme de lignes de services regroupés autour de trois métiers : *Audit*, *Advisory* et *Tax*.

Les missions d'expertise indépendante, également appelées *Fairness opinion*, relèvent de la ligne de services *Valuations* de GTI qui compte 150 professionnels dont 30 associés, répartis dans 15 pays dont les Etats-Unis, le Canada, l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France.

1.2 Grant Thornton est indépendant à l'égard des Personnes concernées par l'offre et de leurs Conseils

En réponse à notre recherche de conflit d'intérêts, les membres anglais et australien de GTI ont indiqué qu'ils réalisaient des missions d'*Audit* et de *Tax* pour le compte des filiales locales de Qiagen. Les honoraires facturés à ce titre en 2010 représentent 0,01% du chiffre d'affaires consolidé de GTI pour le même exercice. Nous estimons que ce pourcentage ne traduit pas une situation de dépendance économique vis-à-vis de Qiagen et n'est donc pas de nature à affecter l'indépendance de Grant Thornton à son égard.

De plus, Grant Thornton :

- n'a pas de lien passé, présent ou futur connu de lui avec les Personnes concernées par l'offre ou leurs Conseils, qui serait susceptible d'affecter son jugement lors de la présente mission ;

- ne détient pas d'intérêt financier dans la réussite de l'offre, ni de créance ou dette sur l'une des Personnes concernées par l'offre, ou toute autre personne contrôlée par elles ;
- au cours des 18 derniers mois :
 - n'a pas procédé à une évaluation d'Ipsogen ;
 - n'a pas été nommé, en qualité d'expert indépendant, dans le cadre d'une autre offre publique présentée par Rothschild ;
 - n'a pas conseillé une des Personnes concernées par l'offre, ou toute autre personne contrôlée par elles.

1.3 Grant Thornton est en voie d'adhérer à une association professionnelle d'experts indépendants

Fin juillet 2011, nous avons déposé une demande d'adhésion à l'APEI, association professionnelle d'experts indépendants reconnue par l'AMF.

1.4 L'équipe affectée à la mission est composée exclusivement de spécialistes en évaluation d'entreprise, appartenant à la ligne de services « *Valuations* » de GTI

Jean-Pierre Colle, associé, est diplômé d'HEC et a été chargé de cours à HEC. Il dirige la ligne de services *Valuations* de Grant Thornton en France. Depuis la première Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire intervenue en septembre 1994, il est intervenu plus de 50 fois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'offres publiques, dont les plus récentes sont les offres d'Icade sur SIICInvest en 2007, de Cinven sur Camaïeu en avril-mai 2011, de bioMérieux sur AES Groupe en juillet-août 2011 et de la Financière Mestre associée à Jean-Claude Yana sur Orchestra-Kazibao en juillet-août 2011. Il a été membre du groupe de travail de l'AMF de 2005 sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante.

Gilles Hoareau, manager, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (MSTCF) et du DESCF. Il dispose d'une expérience de 5 ans en évaluation d'entreprises. Il est intervenu sur les offres d'Icade sur SIICInvest en 2007, de Cinven sur Camaïeu en avril-mai 2011 et de la Financière Mestre associée à Jean-Claude Yana sur Orchestra-Kazibao en juillet-août 2011.

Pierre Bellini, responsable de mission, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (Master 2 Finance d'entreprise et Ingénierie Financière). Il dispose d'une expérience de 3 ans en évaluation d'entreprises.

1.5 Le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité

Conformément à l'article 2 de l'Instruction du 26 juillet 2006, le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité effectué par Emmanuelle Guyomard, associée de Grant Thornton, qui n'a pas participé à la mission.

2 Déroulement de la mission

2.1 Diligences

Notre programme de travail, qui a été établi conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 27 juillet 2010, comporte les diligences suivantes :

- analyse du contexte et des motifs de l'opération
- analyse des processus d'acquisition du bloc et des titres complémentaires
- analyse des éléments d'appréciation du prix de l'offre
- évaluation de la Société visée
- obtention de confirmations écrites auprès des dirigeants des Personnes concernées par l'offre

2.2 Documents examinés

Les principaux documents qui ont été examinés sont les suivants :

- prospectus 2008 préparé dans le cadre de l'introduction en bourse d'Ipsogen
- travaux d'évaluation réalisés en 2008 par Bryan Garnier & Co, *listing sponsor* lors de l'IPO
- document de référence 2010 d'Ipsogen
- plan d'affaires 2011-2015 établi par le management d'Ipsogen en mars 2011
- lettre d'intention de Qiagen en date du 15 juin 2011
- communiqué de presse de Qiagen en date du 15 juin 2011
- SPA signé le 8 juillet 2011 (bloc de 46,93%)
- SPA signés entre le 8 et le 12 juillet 2011 (bloc complémentaire de 15,63%)
- rapport d'évaluation d'Ipsogen établi par la Banque présentatrice
- projet de note d'information de l'initiateur en date du 11 octobre 2011

2.3 Calendrier

Les dates qui ont marqué le déroulement de notre mission sont les suivantes :

- 23 juin 2011 :
 - conférence téléphonique de lancement de la mission, en présence du Directeur Général, et du Directeur Financier d'Ipsogen et de ses conseils, ainsi que des conseils de Qiagen
 - accès à la *data-room* électronique mise en place par Ipsogen dans le cadre des négociations avec Qiagen
 - réception du plan d'affaires
- 27 juin 2011 : réunion à Marseille avec le Directeur Général et le Directeur Financier d'Ipsogen
- 29 juin 2011 : nomination de l'expert par le conseil d'administration d'Ipsogen
- 30 juin 2011 : signature de la lettre de mission
- 6 juillet 2011 : conférence téléphonique avec le Directeur Général d'Ipsogen sur le processus d'acquisition du prix du bloc
- 7 juillet 2011 : remise d'un compte rendu d'avancement en vue de la réunion du Conseil d'administration du 8 juillet 2011
- 11 juillet 2011 : contre signature de la lettre de mission par le Président du Conseil d'administration d'Ipsogen
- 19 juillet 2011 : conférence téléphonique avec le management de Qiagen sur le processus d'acquisition du prix du bloc
- 27 juillet 2011 : signature d'une lettre d'affirmation par le Directeur Général d'Ipsogen
- 28 juillet 2011 : signature d'une lettre d'affirmation par le Directeur du département *Corporate Business Development* de Qiagen
- 29 juillet 2011 : réception du projet de note d'information de Qiagen incluant les « Eléments d'appréciation du prix de l'Offre »
- 11 octobre 2011 : décision d'Ipsogen d'étendre la mission de l'expert à l'appréciation du prix dans l'éventualité d'un retrait obligatoire
- 14 octobre 2011 : signature du rapport de l'expert indépendant.

Ainsi, nous avons disposé d'un délai suffisant, eu égard à la réglementation, pour effectuer notre mission.

2.4 Personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- Au titre d'Ipsogen, Société visée :
 - Vincent Fert, Directeur Général
 - Pascale Boissel, Directeur Financier
- Au titre de Shearman Sterling, Conseil de la Société visée :
 - Hervé Letréguilly, avocat associé
 - Régis Henry, avocat
- Au titre de Qiagen, l'Initiateur :
 - Martin Potgeter, Director Corporate Business Development
- Au titre de Rothschild, Banque présentatrice de l'Offre :
 - Laurent Buiatti, Managing Director
 - Jennifer Johns, Assistant Director
- Au titre de Darrois Villey Maillot Brochier :
 - Olivier Diaz, avocat associé
 - Olivier Huyghues Despointes, avocat

2.5 Honoraires

Le montant de nos honoraires au titre de la présente mission s'élève à 45 000 euros hors taxes.

3 Evaluation de la Société visée

Conformément à la recommandation de l'AMF sur l'expertise financière indépendante du 27 juillet 2010, nous avons mis en œuvre une approche multicritères pour évaluer Ipsogen, combinant l'analyse des références de valorisation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles.

Au préalable, nous précisons l'optique retenue pour l'évaluation et le mode de calcul des éléments communs à plusieurs références de valorisation et méthodes d'évaluation.

3.1 Optique retenue pour l'évaluation

Le projet de note d'information de Qiagen du 11 octobre 2011 ne fait pas état des synergies envisagées suite à l'acquisition d'Ipsogen. En d'autres termes, les synergies éventuelles susceptibles de naître de ce rapprochement n'ont pas été rendues publiques au sens de la recommandation de l'AMF du 27 juillet 2010.

Dès lors, nos travaux d'évaluation ont été réalisés dans une optique *Stand alone*. Ils ont consisté à vérifier que le prix offert par Qiagen, soit 12,90 euros, extériorisait, par rapport aux références de valorisation considérées et aux méthodes d'évaluation retenues, une prime par définition représentative des synergies payées aux anciens actionnaires de référence de la Société visée.

3.2 Eléments communs à plusieurs références de valorisation et méthodes d'évaluation

3.2.1 Trésorerie nette

Pour le calcul de la valeur des capitaux propres, la trésorerie nette figurant dans les comptes au 31 décembre 2010 a été majorée de la trésorerie susceptible d'être dégagée de l'exercice des BSA et BSPCE dans la monnaie.

Trésorerie nette		
Dettes financières à long terme – Part < an		-104
Engagement de crédit-bail – Part < an		-62
Avances - Part à plus d'un an		-740
Dettes financières à long terme – Part > an		-401
Engagement de crédit-bail – Part > an		-130
Provisions		-16
Provision pour indemnités de fin de carrière		-84
Dettes financières	A	-1 537
Trésorerie et équivalents de trésorerie		2 381
Instruments financiers courants		3 694
Instruments financiers non courants		3 539
Autres actifs non courants / Instruments fi. nantis		200
Trésorerie & equiv.	B	9 814
Trésorerie potentielle (exercice BSA)	C	2 489
Trésorerie nette au 31/12/2010	= A + B + C	10 766

Source : Société

3.2.2 Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions existant au 31 décembre 2010, diminué des actions détenues par la société dans le cadre du contrat de liquidité et augmenté des actions potentielles liées aux BSA et BSPCE dans la monnaie, soit un total de 5.408.717 actions Ipsogen.

Nombre d'actions à considérer		
Nombre d'actions au 31/12/2010	A	5 066 213
Nombre de bons de souscriptions (BSA / BSPCE) en circulation au 31/12/2010		429 240
- nombre de bons en dehors de la monnaie (<i>par rapport au prix de l'Offre</i>)		0
- nombre de bons caduques suite aux départs des bénéficiaires (managers US)		-49 869
Dilution provenant des bons existants	B	379 371
Nombre d'actions auto-détenues (contrat de liquidité)	C	-36 867
Nombre d'actions à considérer		5 408 717

Source : Société

3.3 Analyse des références de valorisation disponibles

3.3.1 Cours de bourse

Le titre Ipsogen se caractérise par :

- un flottant important, qui s'élève à plus de 76%¹ selon la base de données Capital IQ²,
- une rotation du flottant de près de 21% sur 12 mois,
- un spread Bid/Ask relativement resserré, soit environ 1,5% en moyenne sur la période allant du 13 mai 2011 au 13 juin 2011.

Sur ces bases, nous considérons que le critère du cours de bourse est pertinent même si la liquidité faciale du titre doit être relativisée compte tenu du contrat de liquidité signé le 2 janvier 2009 avec la société de bourse Portzamparc.

Pour déterminer la valeur d'Ipsogen selon ce critère, nous retenons comme date de référence le 13 juin 2011, soit la veille de la suspension de la cotation du titre, étant rappelé que le communiqué de presse annonçant l'Offre a été publié le 15 juin 2011 à 8h.

Prime induite par le prix de l'offre (12,90€) par rapport au cours de bourse

Source : CIQ

Date de référence	13/06/2011
Prix de l'offre	12,9 €

Cours de bourse	en €	Prime induite en %
au 13 juin 2011 (clôture)	7,55	70,9%
moyen pondéré par les volumes sur 1 mois	7,51	71,8%
moyen pondéré par les volumes sur 3 mois	7,34	75,7%
moyen pondéré par les volumes sur 6 mois	7,25	78,0%
moyen pondéré par les volumes sur 12 mois	7,13	81,0%
le plus haut sur 12 mois	8,22	56,9%
le plus bas sur 12 mois	5,87	119,8%
Depuis l'IPO		
cours de clôture lors du 1er jour de cotation	7,20	79,2%
le plus haut depuis l'IPO	26/04/2010 9,65	33,7%
le plus bas depuis l'IPO	23/12/2008 5,36	140,7%

Ainsi, le prix proposé présente une prime de 70,9% par rapport au cours de clôture du 13 juin 2011 et des primes de 71,8% à 81,0% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 à 12 mois.

3.3.2 Cours cible des analystes

Le titre Ipsogen n'est suivi que par un seul analyste, la société de bourse Portzamparc, qui assure par ailleurs la liquidité du titre Ipsogen conformément au contrat précité.

Cet analyste a publié sa dernière recommandation le 28 avril 2011³ avec un cours cible à 12,0 euros. Celui-ci, bien qu'isolé, constitue, selon nous, une référence pertinente.

3.3.3 Prix d'acquisition du bloc et de titres complémentaires représentant 62,56% du capital

3.3.3.1 Acquisition d'un bloc de titres représentant 46,93% du capital

L'acquisition du bloc de 46,93% du capital d'Ipsogen intervenue le 8 juillet 2011 entre Qiagen (le cessionnaire) et les membres du Conseil d'administration (les cédants) constitue une référence significative

¹ Le flottant indiqué ci-dessus intègre des participations stables détenues par des investisseurs institutionnels.

² Dont le mode de calcul est conforme à la définition du flottant donnée par Euronext.

³ Dernière recommandation avant l'annonce au marché le 15 juin 2011 des négociations entre Qiagen et le Conseil d'administration d'Ipsogen.

dans le cadre de l'offre dans la mesure où elle participe de manière essentielle à la prise de contrôle de la Société visée.

Afin de nous assurer que le prix de 12,90 euros par action offert aux cédants par Qiagen reflète la juste valeur de la Société visée, nous avons (i) analysé la lettre d'intention de Qiagen du 15 juin et le contrat de cession du 8 juillet, (ii) pris connaissance du processus d'acquisition du bloc via des entretiens avec les dirigeants des personnes concernées par l'offre et (iii) obtenu des confirmations de la part du Directeur Général d'Ipsogen.

Sur ces bases, nous constatons que :

- la transaction a été réalisée entre des parties indépendantes et non contraintes et résulte d'un processus au cours duquel le Conseil d'administration d'Ipsogen a pu étudier plusieurs offres ;
- l'offre de Qiagen, adressée alors même qu'Ipsogen était en négociation exclusive avec un autre acteur du secteur, représente la meilleure offre reçue par le Conseil d'administration d'Ipsogen, tant en termes de projet industriel que de prix ;
- parmi les cédants du bloc, se trouvent les fondateurs d'Ipsogen, qui disposent, du fait de leur participation à la gestion de la Société, d'une connaissance approfondie de la situation actuelle et des perspectives de la Société visée ;
- les cédants sont rémunérés exclusivement en cash, ne réinvestissent pas dans Ipsogen les fonds perçus via une nouvelle structure ou tout autre montage et ne bénéficient d'aucune clause d'ajustement de prix ou autre.

Dans ces conditions, nous estimons que le prix d'acquisition du bloc de 46,93% constitue une référence déterminante pour la valorisation de la Société visée.

3.3.3.2 Acquisition des titres complémentaires représentant 15,63% du capital

Nous nous sommes assurés, à partir des contrats d'acquisition, que ces titres ont été acquis aux mêmes conditions que le bloc de 46,93%, c'est-à-dire à un prix de 12,90 euros par action exclusivement en cash et sans clause d'ajustement de prix ou autre mécanisme analogue.

Sur cette base, nous estimons que le prix d'acquisition des titres complémentaires constitue également une référence déterminante pour la valorisation de la Société visée.

3.3.4 Actif net comptable

Cette référence ne nous ne semble pas pertinente pour valoriser Ipsogen, dans la mesure où elle ne permet pas de tenir compte de la forte progression attendue du chiffre d'affaires et du résultat de cette société.

A titre indicatif, l'actif net comptable consolidé d'Ipsogen s'élève à 14,3 M€ au 31/12/2010, soit 2,6 euros par action.

3.4 Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

3.4.1 Flux de trésorerie actualisés (DCF)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société à partir de sa valeur d'entreprise, obtenue en faisant la somme (i) de ses flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels actualisés à son coût du capital et (ii) de la trésorerie nette.

Il convient de souligner qu'aucun actif hors exploitation n'a été identifié à l'exception des impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables, et non comptabilisés au bilan de la société au 31/12/2010, dont l'utilisation a été modélisée dans les flux prévisionnels de trésorerie.

3.4.1.1 Revue du plan d'affaires 2011-2015

Le plan d'affaires 2011-2015, qui a été établi par le management d'Ipsogen en mars 2011 et approuvé par le Conseil d'administration du 18 mars 2011, constitue une version actualisée du Plan d'affaires établi fin 2010, étant précisé que le management d'Ipsogen avait déjà établi un Plan d'affaires fin 2009.

Ce plan d'affaires est caractérisé par :

- i. *Un triple pari à l'horizon 2014 :*
- obtenir l'accréditation auprès de la FDA pour les tests JAK2 Diagnostic pour les cancers du sang (premier pari),
 - obtenir une recommandation OMS sur l'usage, en première intention, des tests JAK2 Monitoring pour le suivi des leucémies myéloprolifératives et de l'effet des thérapies appliquées (deuxième pari),
 - réussir le lancement commercial du test GG (cancers du sein) aux Etats-Unis et en Europe dès 2011, suite à un partenariat stratégique noué fin 2011 aux Etats-Unis⁴⁵ (troisième pari).
- ii. *Une croissance corrélative du chiffre d'affaires de 37% par an en moyenne s'analysant en :*
- une croissance annuelle moyenne de 30% du chiffre d'affaires des produits JAK2 (5,0 M€ en 2010 contre 18,1 M€ en 2015) en forte accélération à compter de 2014 :
 - sur le marché US, l'accréditation FDA (premier pari) devrait avoir pour effets combinés (i) de tripler les prix de vente des kits actuellement vendus sous le statut RUO⁶ et (ii) de transférer les volumes vendus sous licences vers des ventes directes de tests ;
 - les recommandations de l'OMS (deuxième pari) sur les tests JAK2 Monitoring devraient permettre à la Société visée de dégager un chiffre d'affaires de 5,4 M€ en 2015 sur ce segment contre 0,4 M€ en 2013.
 - une croissance de 66% du chiffre d'affaires généré par la réussite du lancement commercial des tests GG (troisième pari) :
 - en 2011, le chiffre d'affaires sera composé essentiellement d'un versement de 2,5 M\$ par le laboratoire partenaire au titre d'une participation aux efforts commerciaux et de R&D de la Société visée (ci-après « *up front* ») ;
 - en 2012, le Plan d'affaires anticipe un nouveau versement en 2012 d'un même montant ;
 - à partir de 2012, le chiffre d'affaires des tests GG devrait se composer des redevances perçues sur les ventes réalisées par le laboratoire partenaire aux US et des ventes directes réalisées en Europe et dans le reste du monde ;
 - A l'horizon 2015, les redevances représenteront 32% du chiffre d'affaires du GG contre 68% pour les ventes en Europe et la part de marché d'Ipsogen devrait être de 64% aux USA et 34% en Europe.
 - une croissance de 15% du chiffre d'affaires des autres tests du portefeuille produits d'Ipsogen :
 - en 2011, cette croissance s'appuie sur le succès commercial du BCR-ABL IS MMR, un nouveau test sur le biomarqueur BCR-ABL lancé en décembre 2010 ;
 - au-delà, la croissance devrait être tirée par le lancement continu de nouveaux produits autour des biomarqueurs exploités par la société.
- iii. *Un résultat opérationnel à l'équilibre en 2013 et un taux de marge d'exploitation de l'ordre de 8% à l'horizon 2015 qui s'explique par :*
- un taux de marge brute stable dans les prochaines années autour de 75%, soit un taux proche de la moyenne historique (74,6% sur 2008-2010)⁷ ;

⁴ Le recours à ce laboratoire partenaire, de type CLIA (« *Clinical Laboratory Improvement Amendment* »), permet d'éviter de recourir à une accréditation FDA de son produit. Cette approche est celle qu'a notamment adopté Genomic Health, qui dispose aujourd'hui d'une position dominante sur le marché US avec le test « Oncotype-Dx ».

⁵ La société a d'ores et déjà identifié deux partenaires potentiels (laboratoires CLIA) pour la commercialisation du test aux US.

⁶ Les produits agréés par la FDA bénéficient généralement d'un prix plus élevé car le fabricant s'engage sur les performances, l'utilité du test et la maîtrise des risques associés à l'exploitation du produit.

- des charges de R&D en progression moyenne de 13% par an soit un effort nécessaire à la réalisation des étapes clés du plan d'affaires – lancement du GG, accréditation FDA du test JAK2 Diagnostic, recommandation de l'OMS des tests JAK2 Monitoring et GG – et représenter 18% du chiffre d'affaires en 2015 (contre 33% en 2011) ;
- des frais commerciaux et marketing supposés augmenter dans les mêmes proportions que le chiffre d'affaires (stabilité du ratio frais commerciaux/CA à 34%) sur la durée du plan d'affaires. Leur augmentation en valeur :
 - intègre les efforts marketing liés au lancement de nouveaux produits et à la conquête des nouveaux marchés géographiques, en particulier en Asie ;
 - est nécessaire pour structurer la force de vente, notamment pour soutenir la croissance des ventes directes des tests.
- des frais généraux et administratifs, qui baissent en proportion du CA (35,2% en 2010 contre 15,5% en 2015), devraient tout de même croître de 16% en moyenne permettant à la Société de se structurer pour absorber la forte croissance attendue de son CA.

Le management table sur un résultat opérationnel (Ebit) proche de l'équilibre dès 2013 et vise un taux de marge d'exploitation de 8% à l'horizon 2015.

Appréciation de l'expert

L'évolution prévue sur 5 ans, que caractérisent la multiplication par 4,8 du chiffre d'affaires et le redressement de la marge d'exploitation à 8% contre une marge négative à l'heure actuelle, constitue, à notre avis, un scénario volontariste.

3.4.1.2 Extrapolation du plan d'affaires sur l'horizon 2016-2024 et flux normatif

Les prévisions du Management vont au-delà du plan d'affaires 2011-2015. Elles indiquent que la Société visée n'atteindra sa maturité qu'en 2024.

Dans ces conditions, il a paru nécessaire de tenir compte d'une période d'extrapolation de 8 ans pour faire converger les flux de trésorerie prévisionnels de la société vers leur niveau normatif.

i. Extrapolation du chiffre d'affaires

Le management nous a communiqué des prévisions de chiffre d'affaires par produit au-delà de 2015⁸. L'horizon retenu dépend du type de produit commercialisé et de la zone géographique concernée :

Prévisions	Horizon de prévisions
Prévisions de CA – JAK2 – US, Europe et RoW	2016-2024
Prévisions de CA – GG Europe	2016-2022
Prévisions de CA – GG US	2016

Compte tenu des différences dans les horizons de prévisions, nous avons retenu l'horizon le plus lointain (2016-2024) pour modéliser l'arrivée à maturité de la société sur ses marchés.

Le chiffre d'affaires prévisionnel a donc été extrapolé sur la base des principes suivants :

1. utilisation des prévisions du management pour les couples Produits / Zone géographique disposant de prévisions 2016-2024,

⁷ Le management nous a indiqué que ce taux de marge brute intégrait les évolutions du mix produits (liées à l'accréditation FDA, au lancement du GG...).

⁸ Ces prévisions ont été réalisées dans le cadre de la construction du Plan d'affaires et en constituent le prolongement de ce plan.

2. extrapolation sur la période 2023-2024 sur la base d'une simple hausse des tarifs des produits commercialisés (+2%) pour les couples Produits / Zone géographique disposant de prévisions 2016-2022,
3. extrapolation sur la période 2017-2024 sur la base d'une simple hausse des tarifs des produits commercialisés (+2%) pour les couples Produits / Zone géographique ne disposant pas de prévisions au-delà de 2016.

Il en résulte une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6% sur la période 2016-2024.

A compter de 2025, la croissance du chiffre d'affaires est limitée au taux de croissance à long terme que nous avons fixé à 2%, par référence aux perspectives de long terme de l'industrie pharmaceutique dans son ensemble

ii. *Extrapolation des autres agrégats*

Les hypothèses que nous avons retenues pour extrapoler les autres agrégats prévisionnels sont les suivantes :

- Taux de marge d'Ebit⁹ : 30,5% dès 2018, soit le taux de marge d'Ebit moyen 2013 des sociétés Qiagen et Gen-Probe, deux sociétés matures spécialisées dans le diagnostic moléculaire¹⁰.
- Taux d'impôt : 28% soit une moyenne pondérée par le CA des taux d'imposition français (33,33%) et américain (22%).
- BFR : maintien de l'hypothèse du management d'une variation du BFR égale à 40 jours de la variation de chiffre d'affaires hors taxes.

3.4.1.3 Détermination du taux d'actualisation

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 14,6% déterminé sur la base :

- d'un taux sans risque de 3,3%, correspondant à la moyenne 3 mois du rendement de l'OAT 10 ans au 23 août 2011 ;
- d'une prime de risque de marché de 7,9% résultant de la différence entre un taux de rentabilité attendu du marché actions de 11,1% au 23 août 2011 (source : Associés en Finance), tenant compte de la récente baisse des cours de bourse, et le taux sans risque de 3,3% ;
- d'un beta désendetté de 0,93 correspondant au beta de l'indice sectoriel constitué par nos soins à partir d'un panel de sociétés cotées comparables ;
- d'une prime de risque spécifique forfaitairement limitée à 4% ;
- un *gearing* (endettement financier net / capitaux propres) nul, correspondant à la structure financière moyenne du secteur¹¹ sur les 5 dernières années.

La prime de risque spécifique de 4% a été fixée en considérant les risques inhérents au triple pari mentionné ci-avant sur lequel repose la croissance et la rentabilité future de la Société visée¹².

Il s'agit notamment :

- du risque attaché à l'enregistrement du test JAK2 Diagnostic auprès de la FDA (premier pari)

⁹ Nous ne disposons d'aucune prévision du management sur les charges d'exploitation de la société au-delà de 2015. Dès lors, la marge d'Ebit a été directement calculée en appliquant ce taux de marge au chiffre d'affaires.

¹⁰ L'échantillon considéré pour définir le taux de marge normatif correspond à l'échantillon "*Small & medium healthcare diagnostic companies*" constitué par Deloitte dans son rapport d'expertise indépendante dans le cadre du rachat de Cellectis par Qiagen. La médiane des taux de marge d'Ebit 2013 est de 23,1% pour l'ensemble de cet échantillon.

¹¹ Le beta désendetté et le gearing sectoriel ont été estimés à partir de l'échantillon de sociétés comparables retenu par ailleurs pour la mise en œuvre des comparaisons boursières.

¹² Lancement de test GG, recommandation de l'OMS pour le test JAK2 Monitoring et enregistrement du test JAK2 Diagnostic auprès de la FDA à l'horizon 2014.

Bien que la Société commercialise déjà ces tests JAK2 Diagnostic aux US sous le statut RUO, l'enregistrement auprès de la FDA devrait permettre d'accroître le volume des ventes et le prix pratiqué. Or, cette procédure est soumise à de nombreux aléas qui peuvent retarder l'obtention de l'accréditation. En effet, la FDA pourrait exiger des données complémentaires ou de modifier le design du test clinique.

- du risque attaché à l'obtention d'une recommandation OMS pour les tests JAK2 Monitoring (deuxième pari)

A ce jour, cette recommandation sur l'usage, en première intention, des tests JAK2 Monitoring n'a pas été obtenue et reste, de ce fait, incertaine.

- du risque attaché au lancement du test GG (troisième pari)

La réussite du lancement d'un nouveau test innovant tel que le test GG repose en partie sur les *Key Opinion Leaders* (KOL), personnes indispensables pour faire connaître et diffuser le test auprès de la communauté des oncologues. Or, d'après le management d'Ipsogen, la Société dispose de ressources limitées, en termes d'effectif notamment, pour « toucher » ces KOL. Par ailleurs, le management prévoit que la Société sera en mesure de capturer plus de 50% du marché US à l'horizon 2015 et ce malgré la présence de Genomic Health qui commercialise d'ores et déjà d'un test équivalent.

Au vu de ces risques, nous estimons qu'un investisseur exigerait un taux de rendement de l'ordre de 20%, soit une prime de risque spécifique implicite d'environ 9%. Dans le cadre d'une expertise indépendante à l'attention des actionnaires de la Société visée nous avons choisi de retenir une prime de risque spécifique limitée forfaitairement à 4% et conduisant à un taux de 14,6%.

3.4.1.4 Résultats de la méthode

Sur la base des hypothèses et paramètres présentés ci-avant, il ressort une valeur des actifs d'exploitation de 48,9 M€¹³ et une valeur des fonds propres de 59,6 M€ après prise en compte de la trésorerie nette de 10,8 M€.

Il en résulte une valeur par action de 11,0 €.

Le tableau ci-après fait ressortir la sensibilité de cette valeur à une variation (i) du taux de marge d'Ebit normatif de 1,0% et (ii) de la prime de risque spécifique et donc du taux d'actualisation (ci-après « k ») de 0,25%, d'où il ressort que la valeur DCF d'Ipsogen calculée par nos soins s'établit dans une fourchette comprise entre 10,7 euros et 11,3 euros par action.

Valeur par action		Taux de marge d'Ebit normatif		
en €		29,0%	30,0%	31,0%
k	14,1%	11,3	11,7	12,0
	14,3%	11,0	11,3	11,7
	14,6%	10,7	11,0	11,3
	14,8%	10,4	10,7	11,0
	15,1%	10,1	10,4	10,7

A titre d'information, la sensibilité de la valeur DCF à une variation (i) du taux de croissance à long terme de 0,25% et (ii) du taux d'actualisation (ci-après « k ») de 0,25% est la suivante :

¹³ Y compris les impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables dont disposait la Société au 31/12/2010 et dont l'utilisation est modélisée dans les flux de trésorerie prévisionnels.

Valeur par action		Taux de croissance à LT		
en €		1,75%	2,00%	2,25%
k	14,1%	11,6	11,7	11,8
	14,3%	11,2	11,3	11,4
	14,6%	10,9	11,0	11,1
	14,8%	10,6	10,7	10,8
	15,1%	10,3	10,4	10,5

L'intervalle de valeurs obtenu est inchangé.

3.4.2 Multiples boursiers

Cette méthode consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en faisant la somme (i) de sa valeur d'entreprise, obtenue en appliquant les multiples boursiers constatés pour un échantillon de référence de sociétés cotées comparables, (ii) de la valeur des actifs hors exploitation¹⁴ et (iii) de la trésorerie nette.

i. Choix des agrégats

Nous avons écarté les multiples de résultat (Ebitda, Ebit et résultat net) dans la mesure où la Société, mais également bon nombre de sociétés du secteur, ne dégagent pas de résultat.

Dès lors, nous avons privilégié les multiples de chiffre d'affaires.

ii. Sociétés composant notre échantillon

Notre échantillon se compose des sociétés cotées du secteur du diagnostic moléculaire évoluant sur le segment de l'oncologie exclusivement.

Il est composé des sociétés suivantes : Cepheid, DiagnoCure, Epigenomics, Exact Sciences, ExonHit Therapeutics, Genomic Health, MDxHealth, Myriad Genetics, Transgenomic.

A noter que la société française de diagnostic moléculaire Integrigen n'a pas été retenue dans cet échantillon dans la mesure où aucune prévision de CA pour 2011 n'est disponible.

Echantillon retenu	Nb. actions	Flottant	Flottant	Capi. boursière CMPV 1 mois (millions)	Dette nette (millions)	VE (millions)	CA		VE/CA
	(millions)	Nb. actions (millions)	%				FY10	FY11	
Cepheid	61,77	61,31	98%	1 921	74	1 847	206,9	254,7	7,2x
DiagnoCure Inc.	42,99	40,55	94%	33	4,5	29	1,3	4,0	7,2x
Epigenomics AG	8,82	6,71	76%	60	23	37	1,8	2,0	18,6x
Exact Sciences Corp.	52,22	48,77	93%	375	89	286	5,3	4,3	67,0x
ExonHit Therapeutics	33,30	30,63	92%	63	17	45	8,4	5,1	8,8x
Genomic health	29,27	26,75	91%	772	61	711	178,1	208,9	3,4x
Integrigen	3,77	na	na	32	6	27	3,2	na	na
MDxHealth SA	18,62	15,94	86%	32	11	21	2,0	2,7	7,8x
Myriad Genetics Inc.	85,74	84,38	99%	2 132	442	1 690	362,6	399,3	4,2x
Transgenomic Inc.	49,30	44,40	90%	72	-13	85	20,0	36,7	2,3x

Capitalisations boursières : date de référence = 13 juin 2011

Dette nette : derniers états fi. disponibles au 1 juillet 2011

Prév. CA : CIQ

Nous observons des écarts très importants entre les multiples obtenus. Cette hétérogénéité peut s'expliquer par le degré de maturité divers des sociétés retenues dans notre échantillon de sociétés comparables. Selon nous, elle rend non pertinente la mise en œuvre traditionnelle de cette méthode.

¹⁴ Dans la mesure où les sociétés de l'échantillon de référence disposent également de déficits reportables significatifs, les impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables n'ont pas été additionnés à la valeur d'entreprise d'Ipsogen. Aucun actif hors exploitation n'a été identifié.

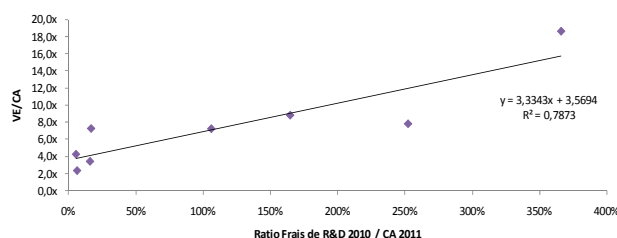
Dans ces conditions, nous avons recherché, à partir de cet échantillon, une fonction qui lie le multiple de CA au degré de maturité de la société, estimée par le ratio Frais de R&D 2010 / CA 2011 ; étant précisé que le ratio Frais de R&D/CA d'Ipsogen est de 45,0%¹⁵, ce qui traduit la maturité de cette société, comparée à un certain nombre de concurrents de création plus récente, dont les ratios sont nettement plus élevés.

iii. Corrélation entre le multiple de CA et la maturité de la société considérée

La régression, dont le coefficient de détermination (R^2) de 0,79 est significatif, fait ressortir la fonction suivante : multiple de CA = 3,3x ratio Frais de R&D / CA + 3,6.

Multiple de CA vs ratio Frais de R&D / CA

(in m)	R&D 2010	CA 2011	Multiple VE/CA	Ratio R&D/CA
Cepheid	42,5	254,7	7,2x	16,7%
DiagnoCure Inc.	4,3	4,0	7,2x	106,1%
Epigenomics AG	7,2	2,0	18,6x	366,1%
ExonHit Therapeutics	8,5	5,1	8,8x	164,7%
Genomic health	33,2	208,9	3,4x	15,9%
MDxHealth SA	6,8	2,7	7,8x	252,3%
Myriad Genetics Inc.	21,9	399,3	4,2x	5,5%
Transgenomic Inc.	2,3	36,7	2,3x	6,3%



Source : rapports annuels 2010 / Capital IQ

De cette régression ont été exclues :

- Exact Sciences dont le multiple de CA de 67,0x était aberrant.
- Integrigen pour laquelle les frais de R&D ne sont pas isolés dans les comptes.

iv. Résultat de la méthode

Sur la base des capitalisations boursières moyennes des sociétés de référence au cours de la période allant du 13 mai au 13 juin 2011 et de la fonction obtenue, le multiple de CA applicable à Ipsogen ressort à 5,1x¹⁶.

Le CA 2011 tel que prévu par le management intègre le paiement par le futur partenaire d'un *up front* de 2,5 MUSD, par définition non récurrent. Dans la mesure où il n'est pas possible d'isoler ces sources de revenus dans le CA prévisionnel des sociétés de l'échantillon de référence, nous avons appliqué le multiple de 5,1x (i) au CA 2011 du plan d'affaires et (ii) à ce chiffre d'affaires retraité de l'*up front*.

Cette approche conduit à une valeur des actifs d'exploitation comprise entre 49,0 M€ et 58,7 M€¹⁷ et à une valeur des fonds propres comprise entre 59,8 M€ et 69,5 M€ après prise en compte de la trésorerie nette de 10,8 M€.

Il en résulte une valeur par action comprise entre 11,0 € et 12,9 €, selon qu'on retire ou non l'*up front* inclus dans le CA 2011 d'Ipsogen.

3.4.3 Transactions comparables

Cette méthode consiste à valoriser une société sur la base de multiples de valorisation observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Les résultats issus de cette méthode sont à apprécier avec beaucoup de précaution compte tenu :

¹⁵ Y compris frais de RD immobilisés.

¹⁶ Pour information, cette régression a également été menée avec ce même échantillon mais élargi à des sociétés matures du diagnostic in vitro correspondant à l'échantillon *Small & medium healthcare diagnostic companies* retenu par Deloitte dans le cadre de l'offre de Qiagen sur Cellestis. Sur la base de cet échantillon élargi, le multiple de CA 2011 applicable à Ipsogen ressort à 4,7x pour un coefficient de détermination (R^2) inchangé.

¹⁷ Hors impôts différés actifs dans la mesure où les sociétés de l'échantillon de référence disposent également de déficits reportables significatifs.

- de la fiabilité limitée des informations disponibles ;
- de la maturité diverse des sociétés cibles.

Bien que la pertinence de cette méthode soit dès lors plus limitée, nous l'avons mise en œuvre.

A cet effet, nous avons recherché les transactions intervenues dans le secteur du diagnostic in vitro entre 2009 et 2011 (*cf. tableau ci-après*).

Transactions intervenues dans le secteur du diagnostic in vitro					
Date	Cible	Acquéreur	Devise	VE (M)	Multiples de CA
juin-11	Eragen Biosciences	Luminex	M EUR	34,0	4,25x
avr-11	Rules-based Medicine	Myriad Genetics	M EUR	80,0	3,20x
avr-11	Cellestis	Qiagen	M EUR	319,0	7,90x
mars-11	Celera	Quest Diagnostics	M EUR	344,0	2,68x
janv-11	Genoptix	Novartis	M EUR	330,0	1,79x
nov-10	Familion Business	Transgenomic Inc.	M USD	13,0	1,44x
juil-10	Innogenetics	Fujeribio	M EUR	113,6	2,40x
juil-10	Bioline	Meridian Bioscience	M EUR	22,0	1,83x
mars-10	Murex	DiaSorin	M EUR	42,0	0,93x
janv-10	Standard Diagnostics	Alere, Incorp.	M USD	276,8	4,28x
janv-10	Diagnostics Hybrids	Quidel	M EUR	123,1	3,55x
nov-09	SAS Biosciences	Qiagen	M EUR	97,6	4,07x
oct-09	Biotest Medical	Bio-Rad	M EUR	101,0	2,02x
oct-09	Prodesse	Gen(Probe)	M EUR	58,0	5,80x
sept-09	BRAHMS	Thermo(F.)	M EUR	330,0	4,40x
sept-09	DxS	Qiagen	M EUR	91,0	4,33x
août-09	Celsis International	Nastor Investments	M USD	89,7	2,54x
juin-09	Monogram Biosciences	LabCorp	M EUR	154,6	2,49x
févr-09	Third Wave Tech.	Hologic	M EUR	598,0	1,56x
janv-09	Tepnel	Gen-Probe	M EUR	118,5	3,50x
janv-09	Diag. Sys. of Olympus	Beckman C.	M EUR	134,0	1,40x
Moyenne					3,16x
Médiane					2,68x

Source : Exane BNP Paribas, Capital IQ, Deloitte et Rothschild

Les multiples présentés dans ce tableau sont calculés sur la base d'un CA historique.

Considérant un multiple moyen de CA de 3,16x, il résulte de cette méthode une valeur des actifs d'exploitation de 26,5 M€ et à une valeur des fonds propres de 37,2 M€ après prise en compte de la trésorerie nette de 10,8 M€.

Il en résulte une valeur de la Société de 6,9 euros par action.

3.5 Méthodes d'évaluation écartées

3.5.1 Actif net réévalué

Cette méthode passe par la réévaluation des actifs incorporels détenus par Ipsogen, à savoir principalement la marque, les licences et les technologies développées par la société. S'agissant d'évaluer une société, il nous semble plus pertinent de l'évaluer dans son ensemble plutôt que chaque élément pris isolément. En particulier, l'évaluation du goodwill impliquerait de déterminer la valeur intrinsèque de la société par une méthode de type DCF, déjà mise en œuvre dans le cadre de nos travaux.

3.5.2 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des flux de dividendes qui seront versés dans le futur aux actionnaires. En l'absence de distribution de dividendes passés, il n'est pas possible d'anticiper quelle pourrait être la politique de distribution de dividendes futurs d'Ipsogen « stand alone ».

3.6 Synthèse des valeurs obtenues

Synthèse des valeurs obtenues			Prime induite (*) (en %)	
	Min	Max		
Prix d'Offre	12,9			
Prix d'acquisitions des 62,53% du capital	12,9		0,0%	
Cours de bourse	7,1	7,6	81,0%	70,9%
Cours cible des analystes	12,0		7,5%	
Flux de trésorerie actualisés (DCF)	10,7	11,3	20,4%	13,8%
Multiples boursiers (**)	11,0	12,9	16,8%	0,4%
Transactions comparables (***)	6,9		87,5%	

(*) par rapport au prix d'Offre

(*) multiple appliqué au CA 2011 retraité ou non de l'up front

(***) multiple appliqué au CA 2010

Sur cette base, nous concluons à une valeur par action d'Ipsogen comprise entre 10,7 € et 12,9 €, soit un intervalle dont les bornes correspondent respectivement :

- à la fourchette basse des valeurs DCF,
- au prix d'acquisition des 62,56% par Qiagen.

Cet intervalle n'est pas remis en cause par les méthodes analogiques et les autres références de valorisation retenues.

4 Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'offre

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance des éléments d'appréciation du prix proposé préparés la Banque présentatrice.

Le tableau ci-après récapitule ces éléments d'appréciation comparés aux valeurs que nous avons déterminées en qualité d'Expert indépendant.

Synthèse des valeurs obtenues en euros par action	Banque présentatrice		Expert indépendant	
	Min	Max	Min	Max
Prix d'Offre	12,9		12,9	
Références de valorisation				
Prix d'acquisitions des 62,53% du capital	12,9		12,9	
Cours de bourse	7,1	7,6	7,1	7,6
Cours cible des analystes	non retenu		12,0	
Méthodes d'évaluation				
Flux de trésorerie actualisés (DCF)	9,2	11,6	10,7	11,3
Multiples boursiers	8,6	9,5	11,0	12,9 (*)
Transactions comparables	7,0		6,9	(**)

(*) multiple appliqué au CA 2011 retraité ou non de l'up front

(**) multiple appliqué au CA 2010

Les écarts entre les valeurs présentées par la Banque présentatrice et les nôtres appellent de notre part les commentaires suivants :

4.1 Sur les flux de trésorerie actualisés

L'écart de 0,7 euros par action entre la valeur centrale de la Banque présentatrice (10,3 €) et la nôtre (11 €) peut être rationalisé comme suit :

(i) *A hauteur + 0,2 euros par action, par le traitement des BSA et BSPCE dans la monnaie*

La Banque présentatrice a considéré que le cash généré par l'exercice des bons serait utilisé par la Société visée pour financer le rachat de ses propres actions, de telle sorte que le nombre d'actions augmente à concurrence des actions rachetées, alors que la trésorerie nette de la Société visée n'est pas impactée.

Pour notre part, nous avons considéré que l'exercice des bons se traduirait par un accroissement simultané :

- du nombre d'actions, à due concurrence de ces bons,
- et de la trésorerie nette de la Société, à hauteur du cash généré par leur exercice.
-

(ii) *A hauteur -0,8 euros par action, par les hypothèses d'investissements et de BFR retenues par la Banque présentatrice dans le Plan d'affaires*

La Banque présentatrice a retenu une hypothèse de BFR nul et des Capex de 3,6% du CA en 2011 contre 1,7% à l'horizon 2015

Pour notre part, nous avons retenu les prévisions de BFR (2% du CA en moyenne) et d'investissements (de 15,5% du CA en 2011 contre 4,9% l'horizon 2015) du management sur la durée du Plan d'affaires. S'agissant des investissements, ceux-ci comprennent notamment les frais de R&D capitalisés et exclus de ce fait des charges d'exploitation prévisionnelles.

(iii) *A hauteur +2,1 euros par action, par les hypothèses d'extrapolation du CA*

La Banque présentatrice a retenu un chiffre d'affaires normatif de 48,4 M€ à l'horizon 2017, soit une croissance annuelle moyenne de 10% sur les deux années d'extrapolation (2016 et 2017).

Pour notre part, nous avons extrapolé le chiffre d'affaires sur la base d'une croissance annuelle moyenne :

- de 17% sur 2016 et 2017, par comparaison aux 10% ci-dessus,
- de 4% sur l'horizon 2018-2024, par comparaison au taux de 2%, correspondant au taux de croissance à long terme, implicitement retenu par la banque présentatrice.

Il résulte de ces hypothèses que le CA extrapolé dans nos travaux est sensiblement plus élevé que celui de la Banque présentatrice.

(iv) *A hauteur +0,8 euros par action, par le taux de marge normatif*

La Banque présentatrice a basé son flux normatif sur un taux de marge d'Ebit de 28%.

Pour notre part, nous avons retenu un taux de 30,5% correspondant à la moyenne des taux de marge 2013 attendus par le marché pour les sociétés Qiagen et Gen-Probe, deux sociétés leaders du diagnostic moléculaire.

(v) *A hauteur +0,9 euros par action, par le taux d'impôt*

La Banque présentatrice a retenu un taux d'imposition de 33,33%.

Considérant qu'une part non négligeable du CA et du résultat d'exploitation prévisionnels sera générée aux Etats-Unis, nous avons estimé un taux d'impôt moyen de 28% correspondant à une moyenne pondérée par le CA des taux d'imposition français (33,33%) et américain (22%).

(vi) *A hauteur -0,3 euros par action, par le BFR normatif*

La valeur terminale telle que déterminée par Rothschild est calculée sur la base d'un BFR nul en normatif.

Nous avons, pour notre part, préféré conserver l'hypothèse du management, soit une variation égale à 40 jours de CA.

(vii) *A hauteur -2,2 euros par action, par le taux d'actualisation*

Le taux d'actualisation de 14,6% que nous avons déterminé dans le cadre de nos travaux fait ressortir un écart de 1,6 points avec celui de la Banque présentatrice, soit 13,0%.

Le fait que notre taux d'actualisation soit supérieur à celui de la Banque présentatrice est cohérent au regard :

- (i) de notre extrapolation du chiffre d'affaires, qui est sensiblement plus volontariste dans nos travaux dans la mesure où la Banque présentatrice n'a pas eu accès aux prévisions du management au-delà de 2015,
- (ii) de notre taux de marge normatif de 30%, qui est supérieur à celui de 28% retenu par la Banque présentatrice.

Le tableau ci-dessous détaille le passage de la valeur centrale de la Banque présentatrice à la nôtre :

Synthèse des écarts	En euros / action
Valeur Banque présentatrice	10,3
<i>Traitement des BSA et BSPCE</i>	<i>+0,2</i>
<i>BFR et investissement 2011-2015</i>	<i>-0,8</i>
<i>Extrapolation du CA</i>	<i>+2,1</i>
<i>Taux de marge normatif</i>	<i>+0,8</i>
<i>BFR normatif</i>	<i>-0,3</i>
<i>Taux d'actualisation</i>	<i>-2,1</i>
<i>Autres</i>	<i>+0,7</i>
Valeur Grant Thornton	11,0

4.2 Sur les multiples boursiers

La Banque présentatrice a retenu des multiples de CA médian 2010 et 2011 appliqués respectivement au CA 2010 et au CA 2011 tel que prévu par la société de bourse Portzamparc.

Nous estimons qu'il est plus approprié d'utiliser un multiple de CA prévisionnel et non historique pour valoriser la Société visée afin d'intégrer ses perspectives de croissance. Par ailleurs, comme nous l'avons déjà précisé au paragraphe 3.4.2 *supra*, nous préférons utiliser, pour ce secteur d'activité, un multiple ajusté du CA 2011 pour tenir compte de la maturité de la Société.

Enfin, nous avons préféré déterminer un intervalle de valeurs issu de la prise en compte ou de l'exclusion de l'*up-front* dans le CA 2011 estimé par le management dans la mesure où il n'est pas possible d'isoler ces sources de revenus dans le CA prévisionnel des sociétés de l'échantillon de référence.

4.3 Sur les transactions comparables

La Banque présentatrice a appliqué un multiple de CA 2010 médian, déterminé par référence aux multiples de transactions impliquant des sociétés évoluant sur le secteur du diagnostic moléculaire, au CA 2010 de la Société.

Pour notre part, nous avons élargi ce panel à des transactions intervenues dans le secteur plus large du diagnostic *in vitro*. Nous avons retenu le multiple de CA 2010 moyen considérant la meilleure homogénéité des multiples de transactions par comparaison aux multiples boursiers.

5 Attestation d'équité

En conclusion de nos travaux, il apparaît que le prix proposé de 12,90 € :

- correspond aux prix de deux transactions récentes et concomitantes portant au total sur 62,56% du capital, qui constituent des références de valorisation déterminante ;
- fait ressortir des primes de 71,8% à 81,0% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 à 12 mois, étant précisé que ce critère nous est apparu pertinent ;
- s'inscrit au-delà de l'intervalle des valeurs (10,7 € à 11,3 € par action) que nous avons déterminées à l'aide de la méthode DCF, étant précisé que le taux d'actualisation utilisé ne traduit que partiellement le caractère volontariste du plan d'affaires, ce qui conduit à maximiser les valeurs qui en résultent ;
- n'est pas remis en cause par les méthodes des multiples boursiers (11,0 € à 12,9 € par action) et des transactions comparables (6,9 € par action) ;
- est dès lors équitable pour les actionnaires d'Ipsogen, y compris dans l'éventualité d'un retrait obligatoire qui pourrait être lancé par Qiagen s'il détenait directement ou indirectement plus de 95% du capital ou des droits de vote d'Ipsogen.

Paris, le 14 octobre 2011

L'Expert indépendant

Grant Thornton

Jean-Pierre Colle »

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 17 octobre 2011. Tous les membres étaient présents ou représentés, à l'exception de MM. Peer Schatz et Roland Sackers.

Tous les membres présents ou représentés ont pris part au vote de la résolution relative à l'avis motivé du Conseil sur l'intérêt de l'Offre ou ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires.

La séance était présidée par Monsieur Vincent Fert.

« (...) en vue de procéder à l'examen du projet d'offre publique d'achat de Qiagen N.V. portant sur la totalité des actions Ipsogen au prix de 12,90 euros par action et susceptible d'être suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre »), le Président met à la disposition des membres du Conseil les documents suivants : (i) le projet de note d'information de Qiagen N.V. déposé auprès de l'AMF le 11 octobre 2011, (ii) le rapport de l'expert indépendant, établi par le cabinet Grant Thornton, représenté par Jean-Pierre Colle, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et (iii) le projet de note en réponse à l'Offre préparé par la Société.

Avis motivé du Conseil sur l'intérêt de l'Offre ou ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires :

Le Président précise que l'Offre présente un caractère obligatoire et est donc soumise au contrôle de l'AMF et rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition par Qiagen N.V. de 62,56% du capital de la Société auprès de certains actionnaires, dont des membres du Conseil d'administration.

Le Président rappelle qu'à la suite de l'annonce faite par Qiagen de son intention de lancer l'Offre, le Conseil s'est réuni le 29 juin 2011 et a désigné le cabinet Grant Thornton, représenté par Jean-Pierre Colle, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, cette mission ayant été étendue au cas d'un éventuel retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Le Président indique que l'expert indépendant a préparé un rapport (le « Rapport de l'expert indépendant »), sur le fondement duquel le Conseil doit rendre son avis motivé.

Après examen des documents, le Conseil relève que, du point de vue des actionnaires :

- *le prix offert correspond aux prix de transactions récentes et concomitantes portant sur 62,56% du capital ;*
- *le prix offert fait ressortir des primes de 71,8% à 81% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 à 12 mois ;*
- *en outre, le prix offert se situe à la limite supérieure de la fourchette (6,9€ à 12,9€ par action) résultant de l'ensemble des critères de valorisation présentés dans le Rapport de l'expert indépendant ;*
- *l'attestation de l'expert indépendant conclut au caractère équitable du prix offert ;*
- *l'Offre représente enfin une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société.*

Le Conseil relève que l'offre de Qiagen est dans l'intérêt de la Société dès lors que :

- *Qiagen envisage d'accompagner la Société dans son développement tant à l'échelle nationale qu'internationale, en s'appuyant sur l'expertise et les compétences de la direction et des employés de la Société ;*
- *cette opération d'adossement à un acteur majeur dans le secteur d'activités d'Ipsogen permettra de valoriser au mieux les produits, les projets et le savoir faire d'Ipsogen et donnera de nouvelles opportunités de développement à Ipsogen ;*
- *l'expérience et l'expertise du groupe Qiagen permettront à l'équipe managériale de la Société de faire face à la concurrence de manière plus efficace, au bénéfice des clients et des partenaires de la Société.*

En conséquence de quoi, le Conseil d'administration, connaissance prise des termes de l'Offre, des intentions de Qiagen, des éléments de valorisation indiqués dans le projet de note d'information de Qiagen et du Rapport de l'expert indépendant, et après en avoir délibéré, considère que le projet de rapprochement des deux groupes s'effectue dans un cadre amical et que l'Offre, notamment au regard du projet présenté par Qiagen et des conditions financières qui sont offertes par Qiagen aux actionnaires de la Société, est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés et offre aux actionnaires de la Société une prime significative et une liquidité immédiate ; il décide en conséquence d'approuver, à l'unanimité des membres présents et représentés, le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de Qiagen et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil décide en outre que les actions auto-détenues, qui sont affectées au contrat de liquidité (actuellement suspendu), ne seront pas apportées à l'Offre. Le Conseil avisera ultérieurement de l'opportunité de maintenir ou non ce contrat et du sort de ces actions auto-détenues.

Par ailleurs, le Conseil décide qu'il ne fera pas usage, dans le cadre de l'Offre, des délégations de pouvoirs et de compétences que lui a accordées l'assemblée générale des actionnaires du 13 mai 2011. Cette résolution est adoptée à l'unanimité des membres présents et représentés.

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs ne détiennent pas d'actions de la Société qu'ils envisagent d'apporter à l'Offre. Toutefois MM. Debono et Fert disposent de BSPCE qu'ils entendent exercer afin d'apporter les actions sous-jacentes à l'Offre (voir section 2 du présent projet de note en réponse).

7. TITRES AUTO-DETENUS

La Société a décidé, conformément à l'avis motivé du Conseil d'administration du 17 octobre 2011 de ne pas apporter à l'Offre les actions Ipsogen auto-détenues.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A notre connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Vincent Fert

Directeur Général