

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

portant sur les actions de la société



initiée par la société



Sage Overseas Limited

Présentée par



NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES SAGE OVERSEAS LIMITED ET XRT

Prix de l'offre : 1,67 euros par action XRT
Durée de l'offre : 10 jours de bourse

Avis important

A l'issue de l'offre publique de retrait (l'"Offre") faisant l'objet de la présente note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions XRT qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information seront transférées le lendemain de la clôture de l'Offre à SAGE OVERSEAS, moyennant une indemnisation de 1,67 € par action XRT.



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, apposé le visa n°08-039 en date du 4 mars 2008 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société SAGE OVERSEAS LIMITED et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L621-8-1 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.

Des exemplaires de la présente note d'information sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

SAGE OVERSEAS LIMITED
Succursale française
10, rue Fructidor
75834 Paris Cedex 17

BNP Paribas
4, rue d'Antin
75002 Paris

Les documents comprenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de SAGE OVERSEAS et de XRT, seront mises à la disposition du public conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités. Ces documents incorporeront respectivement les documents « Autres informations de SAGE OVERSEAS » et « Autres informations de XRT » déposés auprès de l'AMF le 5 novembre 2007 dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée dont la note d'information ainsi que la note d'information en réponse avaient été visées le 30 octobre 2007 sous les numéros 07-378 et 07-379 respectivement.

TABLE DES MATIERES

1.PRESENTATION DE L'OPERATION	4
1.1. CONTEXTE DE L'OPERATION	4
1.1.1. Offre publique d'achat simplifiée initiée par SAGE OVERSEAS sur les titres XRT	4
1.1.2. Franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de XRT par SAGE OVERSEAS	5
1.1.3. Répartition du capital de XRT.....	5
1.2. INTENTION DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS.....	6
1.2.1. Orientation en matière de stratégie industrielle, commerciale et financière	6
1.2.2. Intention de l'Initiateur concernant l'emploi	6
1.2.3. Composition des organes sociaux et de la direction de XRT	6
1.2.4. Statut juridique de XRT	6
1.2.5. Politique de distribution de dividendes	6
1.2.6. Options de souscriptions d'actions	7
1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	7
1.3.1. Conditions de l'Offre	7
1.3.2. Nombre de titres visés l'Offre.....	8
1.3.3. Modalités de l'Offre	8
1.3.4. Calendrier indicatif de l'Offre.....	10
1.3.5. Financement de l'Offre	10
1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	11
1.3.7. Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire	12
1.3.8. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	16
1.4. AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE XRT	17
1.5. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	18
1.5.1. Méthodologie	18
1.5.2. Principes généraux	18
1.5.3. Méthodes retenues.....	19
1.5.4. Méthodes non retenues.....	27
1.5.5. Synthèse des résultats obtenus	30
1.6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT, AA FINEVAL	31
2.PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	42
2.1. SAGE OVERSEAS LIMITED.....	42
2.2. XRT	42
2.3. ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	42

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"**AMF**"), SAGE OVERSEAS LIMITED, société à responsabilité limitée de droit anglais, au capital de 69.551.455 £, dont le siège social est situé Sage House, North Park, Newcastle upon Tyne, NE 139AA, immatriculée sous le numéro 2514472 – England and Wales ("**SAGE OVERSEAS**" ou l'"**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société XRT, société anonyme au capital de 381 623,47 euros divisé en 38 162 347 actions de 0,01 euro de valeur nominale, dont le siège social est situé Tour Eve Place Sud La Défense 9, 92806 Puteaux et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché *Eurolist by Euronext*TM à Paris ("**XRT**" ou la "**Société**"), d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 1,67 euros par action dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'"**OPR**" ou l'"**Offre**"), qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le "**Retrait Obligatoire**").

BNP Paribas est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par SAGE OVERSEAS dans le cadre de l'Offre.

1.1. CONTEXTE DE L'OPERATION

1.1.1. Offre publique d'achat simplifiée initiée par SAGE OVERSEAS sur les titres XRT

L'Offre fait suite à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SAGE OVERSEAS (l'"**OPAS**") dont les modalités sont décrites dans la note d'information relative à l'OPAS et visée par l'AMF le 30 octobre 2007 sous le numéro 07-378 .

Cette OPAS avait été précédée de l'acquisition le 13 septembre 2007 par SAGE OVERSEAS auprès de Caravelle, Aldice, Masterfinance, Alain Fraiberger, Bruno Joseph et Pierre-André Martel de leurs participations respectives représentant ensemble 69,57% du capital et 69,36% des droits de vote de XRT.

Il est rappelé que dans le cadre de l'OPAS, SAGE OVERSEAS s'était engagée à acquérir la totalité des actions XRT au prix de 1,67 € par action.

L'OPAS a été ouverte du 8 au 28 novembre 2007 inclus.

Par un avis de résultat en date du 4 décembre 2007 (avis n°207C2729), l'AMF a fait savoir qu'à l'issue de l'OPAS, SAGE OVERSEAS détenait 35 295 082 actions et droits de vote XRT représentant à cette date 92,88% du capital et 92,59% des droits de vote de la société.

1.1.2 Franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote de XRT par SAGE OVERSEAS

Entre le 6 décembre 2007 et le 7 janvier 2008, SAGE OVERSEAS a procédé à l'acquisition sur le marché d'un total de 902 658 actions. L'ensemble de ces acquisitions ont été réalisées à un prix de 1,67 € par action.

Suite à ces rachats SAGE OVERSEAS détenait, au 10 janvier 2008, 36 197 740 actions XRT, représentant à cette date 95,25% du capital et 95,24% des droits de vote de la Société. Par lettre en date du 11 janvier 2008 adressée à l'AMF, SAGE OVERSEAS a, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, déclaré avoir franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de XRT (avis AMF n° 208C0075). XRT et SAGE OVERSEAS ont informé conjointement leurs actionnaires par communiqué de presse en date du 14 janvier 2008 de l'intention de SAGE OVERSEAS de mettre en œuvre un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire conformément aux intentions annoncées par SAGE OVERSEAS dans le cadre de l'OPAS.

Entre le 8 janvier et le 12 février 2008, SAGE OVERSEAS a procédé à l'acquisition supplémentaire de 288 367 titres XRT sur le marché et auprès de porteurs d'options de souscription les ayant exercé avant le dépôt de la présente Offre. Ces acquisitions supplémentaires ont été également réalisées à un prix de 1,67 € par action.

A la date de la présente note d'information, SAGE OVERSEAS détient 36 486 107 actions XRT, soit 95,61 % du capital et 95,60 % des droits de vote de la Société sur la base d'un capital composé de 38 162 347 actions et 38 165 884 droits de vote.

1.1.3 Répartition du capital de XRT

A la date de dépôt de la présente Offre, la composition de l'actionariat de la Société était la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote (*)
SAGE OVERSEAS	36.486.107	95,61 %	36.486.107	95,60 %
Public	1.676.240	4,39 %	1.679.777	4,40%
Total	38.162.347	100%	38.165.884	100%

1.2. INTENTION DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

1.2.1. Orientation en matière de stratégie industrielle, commerciale et financière

SAGE OVERSEAS a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de l'ensemble des salariés de XRT, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de conforter sa position concurrentielle dans le domaine de la gestion de la trésorerie.

Le groupe Sage entend poursuivre le développement des produits et de la présence de XRT sur le marché mais n'a pas l'intention de fusionner les produits de XRT avec ceux de sa gamme existante du fait du profil différent des clients servis par les deux sociétés. Le plan d'édition des produits XRT se poursuivra sans modification significative, en parallèle à ceux de Sage.

Les synergies mises en place depuis la prise de contrôle de XRT par Sage portent principalement sur l'optimisation de la politique d'achats (matériel informatique, assurances, ...).

1.2.2 Intention de l'Initiateur concernant l'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité opérationnelle de XRT et ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique de XRT en matière d'emploi. Les salariés du groupe continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel.

1.2.3. Composition des organes sociaux et de la direction de XRT

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à la date de la présente note d'information, 95,61 % du capital et 95,60 % des droits de vote de la Société et à ce titre apporte son soutien à XRT afin que celle-ci poursuive sa stratégie sous la conduite de son management actuel.

A ce jour, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la direction de XRT.

1.2.4. Statut juridique de XRT

L'Offre n'entraîne, ni modification du périmètre des actifs de XRT, ni modification statutaire, étant précisé que l'Initiateur n'envisage pas à ce stade de procéder à une fusion de la société XRT avec SAGE OVERSEAS.

1.2.5. Politique de distribution de dividendes

Il est rappelé que l'Assemblée générale de la Société du 22 juin 2007 a décidé la distribution d'une somme de 0,74 €. Ce dividende a été mis en paiement le 19 juillet 2007. A l'avenir, il est prévu que la politique de distribution soit en accord

avec la capacité distributrice de XRT et de ses besoins de financement, sans que cela constitue un engagement de la part de SAGE OVERSEAS.

1.2.6. Options de souscriptions d'actions

S'agissant des options de souscriptions d'actions non encore exercées, afin d'assurer une liquidité à leurs titulaires, le Directoire de XRT a décidé lors de sa réunion du 11 janvier 2008 de supprimer :

- l'article V des plans d'option de souscription d'actions en date respectivement du 21 juillet 2004 et du 21 juillet 2005, aux termes duquel les bénéficiaires d'options ne peuvent exercer les options qui leur ont été octroyées que par tranche de 20% par an à compter de la première date anniversaire de l'octroi et d'autoriser en conséquence l'exercice anticipé de toutes les options existantes au titre des plans d'option de souscription d'actions en date du 21 juillet 2004 et 21 juillet 2005),
- l'article XI de chacun des plans d'option de souscription d'actions applicables, s'agissant des actions issues de l'exercice des options – en ce compris les actions qui résulteraient de l'exercice d'options au titre de la suppression de l'article V visé ci-dessus – et d'autoriser en conséquence (i) la mainlevée du séquestre pour celles des actions placées en séquestre et (ii) la cession immédiate des actions souscrites par l'exercice des options.

A la date de la présente note d'information, 142 500 options de souscription ont été exercées. Aux termes d'accords de cession conclus entre SAGE OVERSEAS et les porteurs d'options de souscription d'actions XRT, ces derniers ont cédé les 160 027 actions issues de la levée de leurs options à SAGE OVERSEAS à un prix de 1,67€ par action.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de SAGE OVERSEAS a déposé auprès de l'AMF un projet offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions XRT non encore détenues par l'Initiateur.

En conséquence, SAGE OVERSEAS s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de XRT à acquérir, au prix de 1,67 € euros par action, toutes quantités d'actions XRT qui seront présentées à la présente Offre pendant une période de 10 jours de négociation minimum.

BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.3.2. Nombre de titres visés l'Offre

Il est rappelé que SAGE OVERSEAS détient 36 466 107 actions représentant, à la date de la présente note d'information, 95,61% du capital et 95,60 % des droits de vote de XRT (pourcentage calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF sur la base d'un capital composé de 38 162 347 actions et de 38 165 884 droits de vote au 14 février 2008).

L'Offre porte sur l'ensemble des actions XRT non encore détenues par SAGE OVERSEAS à savoir:

- 1 676 240 actions XRT et
- L'ensemble des actions XRT qui résulteraient de l'exercice des options de souscription d'actions attribuées par XRT dans les conditions prévues par le règlement de leur plan tel que modifié le 11 janvier 2008 (cf. paragraphe 1.2.6)

A la date de dépôt de la présente Offre, il existait au total 15 000 options attribuées susceptibles de donner lieu à l'émission de 16 844 actions.

Les bénéficiaires d'options de souscription d'actions XRT désirant apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour qu'ils puissent apporter les actions reçues au plus tard le dernier jour de l'Offre.

1.3.3. Modalités de l'Offre

L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 14 février 2008.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 et 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par SAGE OVERSEAS et XRT le 14 février 2008. .

L'Offre a fait l'objet d'une déclaration de conformité en date du 4 mars 2008 emportant visa de la présente note d'information.

La présente note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SAGE OVERSEAS et XRT sont disponibles sur le site internet de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais, au siège de SAGE OVERSEAS, de XRT et de BNP Paribas et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de XRT (www.XRT.com). Un communiqué

sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Un avis annonçant l'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et notamment sa date de prise d'effet sera publié par Euronext Paris.

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

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

Les actions XRT apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété

Les actionnaires de XRT qui souhaiteraient apporter leurs actions dans le cadre de l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, au plus tard à la date de clôture de l'Offre.

Il est précisé que le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de bourse après chaque négociation. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de SAGE OVERSEAS sera Exane BNP Paribas.

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

Le Retrait Obligatoire

L'Initiateur a également demandé à l'AMF l'autorisation de procéder au Retrait Obligatoire des actions XRT dès la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, les actions XRT qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées le jour de bourse suivant la clôture de l'Offre au profit de SAGE OVERSEAS, moyennant une indemnisation d'un montant identique au prix de l'Offre, soit 1,67 euros pour chaque action XRT. Les actions XRT seront alors radiées de l'Eurolist d'Euronext (compartiment C).

Le montant de l'indemnisation sera versé le jour de bourse suivant la clôture de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs

de comptes créditeront les comptes des détenteurs d'actions XRT de l'indemnité leur revenant, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par BNP Paribas Securities Services pendant une durée de dix ans à compter du jour de bourse suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit, sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

1.3.4. Calendrier indicatif de l'Offre

Date	Evénement
14 février 2008	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Communiqué de presse publié conjointement par SAGE OVERSEAS et XRT relatif au dépôt de l'Offre
4 mars 2008	Mise à disposition du public et en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF
6 mars 2008	Publication d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF
7 mars 2008	Publication d'un communiqué de mise à disposition des documents relatifs aux caractéristiques financières comptables et juridiques de SAGE OVERSEAS et XRT Ouverture de l'Offre
20 mars 2007	Clôture de l'Offre
21 mars 2008	Retrait obligatoire et radiation des actions XRT de l'Eurolist d'Euronext Paris S.A.

1.3.5. Financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions XRT susceptibles d'être présentées à l'Offre (y compris les 16 844 actions issues de l'exercice des options de souscription) représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 1,67 euros, un montant total maximum d'environ 3,2 millions d'euros y compris frais divers et commissions.

Le rachat de ces actions sera financé par tirage sur des lignes bancaires mises en place en août 2006.

1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires d'actions XRT en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions particulières hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions en vigueur dans leur pays et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. SAGE OVERSEAS décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

Notamment concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou "US persons" (au sens du Règlement S pris en vertu de l'US Securities Act de 1933). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information et aucun autre document relatif à l'Offre ou à la présente note d'information ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit.

Tout actionnaire de XRT qui apportera ses actions XRT à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas aux Etats-Unis ou une personne ayant résidence aux Etats-Unis ou "*US person*" (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act de 1933*) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres à l'Offre depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces Etats et le district de Columbia.

1.3.7. Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire

La présente section tient compte de la législation en vigueur à la date de dépôt de la présente note d'information.

Les informations contenues dans la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état actuel de la législation fiscale française en vigueur et ne constituent pas des conseils ou avis juridiques et fiscaux. Les actionnaires de la Société sont donc invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

Les non-résidents fiscaux français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

- i. *Personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France détenant des actions XRT dans le cadre de leur patrimoine privé et qui ne réalisent pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations*

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 A du Code général des impôts (CGI), les gains nets résultant de l'apport d'actions XRT à l'Offre, correspondant à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions XRT apportées à l'Offre, sont soumis, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu à un taux proportionnel actuellement fixé à 18% (article 200 A-2 du CGI) si le montant global des cessions de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés réalisées au cours de l'année civile (hors notamment cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions ("PEA")) excède, par foyer fiscal, un seuil actuellement fixé à 25 000 euros pour les cessions à compter du 1^{er} janvier 2008.

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 29% en tenant compte :

- de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 18%
- de la contribution sociale généralisée ("CSG") dont le taux est actuellement fixé à 8,2%;
- de la contribution pour le remboursement de la dette sociale ("CRDS") dont le taux est actuellement fixé à 0,5%;
- du prélèvement social de 2%;
- de la contribution additionnelle au prélèvement social, dont le taux est fixé à 0,3%.

La CSG, la CRDS, le prélèvement social de 2% et la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3% ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11 du CGI, les moins-values subies à raison de l'apport d'actions XRT à l'Offre sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature (à savoir celles visées à l'article 150-0 A du CGI) réalisées au cours de l'année de la cession ou des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables, ce qui suppose notamment que le seuil annuel de cession susvisé (fixé actuellement à 25 000 euros pour les cessions réalisées à compter du 1^{er} janvier 2008) soit dépassé au titre de l'année de réalisation de la moins-value. Pour l'application de ces dispositions, les plus-values de même nature comprennent notamment les gains nets imposables en cas de clôture anticipée d'un PEA avant l'expiration de la cinquième année suivant l'ouverture dudit plan, les profits réalisés de manière occasionnelle sur bons d'options (Article 150 decies du CGI) et des profits réalisés de manière occasionnelle sur les marchés d'options négociables (Article 150 nonies du CGI).

ii. *Personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France et qui détiennent leurs actions dans le cadre d'un PEA.*

En ce qui concerne les actions XRT apportées à l'Offre et qui ont été acquises ou souscrites dans le cadre d'un PEA, le PEA ouvre droit, sous certaines conditions :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA à condition notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA, et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé à cette occasion ; ce gain reste néanmoins soumis au prélèvement social de 2%, à la contribution additionnelle audit prélèvement social de 0,3%, à la CSG, à la CRDS au taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values subies dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. En cas de clôture anticipée d'un PEA avant l'expiration de la cinquième année ou, en cas de clôture d'un PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) à la date de retrait est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture (sans tenir compte de ceux afférents aux retraits ou rachats n'ayant pas entraîné la clôture du PEA), et à condition que, à la date de clôture du PEA, les titres y figurant aient été cédés en totalité (ou que le contrat de capitalisation ait fait l'objet d'un rachat total), les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cessions de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du

CGI et réalisées hors du PEA au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières susvisé ait été dépassé au titre de l'année de réalisation desdites moins-values.

- iii. *Personnes morales assujetties à l'impôt sur les sociétés, dont la résidence fiscale est située en France, titulaires d'actions XRT.*

Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille ou de participation détenus depuis moins de deux ans, égales à la différence entre, d'une part, le prix offert et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions XRT apportées à l'Offre, sont incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, c'est-à-dire en principe au taux actuel de l'impôt sur les sociétés de 33,1/3% (Article 219-I 1^{er} alinéa du CGI) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (Article 235 *ter* ZC du CGI) qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois, soit un taux effectif de 34,43%. Sont toutefois exonérées de la contribution sociale les entreprises réalisant un chiffre d'affaires hors taxes inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital, entièrement libéré, est détenu de manière continue, pour 75% au moins, par des personnes physiques ou par une société répondant aux mêmes conditions de libération du capital, de chiffre d'affaires et de détention du capital. En outre, pour ces mêmes entreprises, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé à 15%, dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois.

Régime spécial des plus-values à long-terme

Pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2007, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation au sens de l'article, 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus depuis plus de deux ans, font l'objet d'une exonération d'impôt sur les sociétés sous réserve d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du résultat net des plus-values de cession à intégrer dans le résultat imposé dans les conditions de droit commun.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I. a *quinquies* du CGI les titres, autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière, qui revêtent ce caractère sur le plan comptable. Constituent également des titres de participation au sens de l'article 219 I. a *quinquies* du CGI les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice et les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte titre de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte

du bilan correspondant à leur qualification comptable à l'exception des titres des sociétés à prépondérance immobilière.

Les moins-values constatées au titre d'un exercice ouvert à compter du 1^{er} janvier 2007 à raison de la cession des titres relevant du régime de l'article 219 I. a *quinquies* du CGI sont imputables sur les plus-values de même nature constatées au titre du même exercice mais ne seront pas reportables sur les plus-values réalisées au cours d'exercices suivants.

Chaque personne morale titulaire d'actions XRT devra vérifier auprès de son conseil fiscal habituel si le régime des plus ou moins-values à long-terme est susceptible de s'appliquer aux gains et pertes réalisés lors de l'apport des actions XRT à l'Offre ainsi que les conditions d'imputation des moins-values à long terme éventuelles.

iv. Autres actionnaires

Personnes physiques ou morales dont la résidence fiscale est située en France soumises à un régime fiscal différent

Les actionnaires personnes physiques et morales de la Société résidents fiscaux de France autres que ceux visés ci-avant, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan professionnel sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

Personnes physiques ou morales dont la résidence fiscale est située hors de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou les personnes morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France (Article 244 *bis* C du CGI) et sous réserve que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu, directement ou indirectement, seules ou avec son conjoint, ses ascendants ou descendants, les ascendants ou descendants de son conjoint, une participation représentant plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession. Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions comprises dans une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25% au cours de la période susvisée sont soumises à l'impôt en France (article 244 *bis* B du CGI) au taux proportionnel actuellement fixé à 18%, sous réserve de l'application éventuelle des dispositions des conventions fiscales internationales applicables.

Toute personne physique ou morale dont la résidence fiscale est située hors de France et qui détient des actions de la Société devra examiner sa situation fiscale personnelle avec son conseil fiscal habituel.

v. Actions XRT faisant l'objet du Retrait Obligatoire

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

1.3.8. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

Ni SAGE OVERSEAS, ni XRT n'ont connaissance ou sont parties à des accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

1.4. AVIS DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE XRT

Le Conseil de Surveillance de XRT s'est réuni le 14 février 2008 sous la présidence de Monsieur Xavier Milin, en l'absence de Monsieur Guy Berruyer afin de se prononcer sur le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire que la société SAGE OVERSEAS a décidé de déposer sur la totalité des actions de la société XRT que SAGE OVERSEAS ne détient pas encore. Etaient présents lors de cette réunion de Conseil de Surveillance : Xavier Milin et Valérie Parot-Allibert .

Le texte de cet avis est reproduit ci-après :

« Le Conseil de surveillance prend connaissance du projet de note d'information conjointe à SAGE OVERSEAS et XRT, du rapport d'évaluation de BNP Paribas, du rapport d'expertise du cabinet AA FINEVAL, représenté par Mme Marie-Ange FARTHOUAT, nommé par le Conseil de Surveillance de la Société le 11 janvier 2008, lequel conclut au caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires minoritaires de XRT.

Après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité :

- indique que le prix de 1,67 euros par action offert par l'initiateur lui paraît équitable,
- approuve les conditions de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire qu'il considère conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés
- décide de donner un avis favorable à l'opération d'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire et recommande aux actionnaires d'y répondre favorablement en y apportant leurs titres. »

1.5. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Le prix proposé par SAGE OVERSEAS dans le cadre de l'Offre est de 1,67 € par action XRT. Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ci-après ont été préparés par BNP Paribas, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de SAGE OVERSEAS, sur la base des informations communiquées par ce dernier et selon les principales méthodes usuelles d'évaluation.

1.5.1. Méthodologie

La Société a été évaluée sur la base d'une approche multicritères et selon des méthodes et références de valorisation habituellement reconnues et appliquées dans les exercices d'évaluation d'entreprises. La sélection ci-dessous des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de la Société, de sa taille et de son secteur d'activité.

- analyse des transactions sur le capital de XRT par SAGE OVERSEAS,
- analyse du cours de bourse,
- actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (en anglais « Discounted Cash Flows » ou « DCF »),
- multiples de sociétés cotées comparables.

La méthode des transactions passées, présentée à titre d'information, n'a pas été retenue dans la fourchette de valorisation de XRT car (i) l'échantillon des transactions comparables reflète une diversité de situations telle qu'elle ne permet pas une analyse pertinente des résultats, et (ii) les agrégats de XRT pour l'année 2007 ne sont pas représentatifs de la rentabilité récurrente de la société.

Les méthodes patrimoniales, par la constatation de la situation nette comptable et la méthode de l'actif net réévalué (ANR), n'ont pas non plus été considérées pertinentes dans le cadre de ces travaux d'évaluation.

1.5.2. Principes généraux

Les travaux d'évaluation reposent sur les principes généraux suivants :

- La date de valorisation est fixée au 1 janvier 2008.
- Ces travaux reposent sur :
 - (i) les états financiers consolidés audités de la Société, certifiés par les Commissaires aux Comptes et publiés au 31 décembre 2005 et 2006,
 - (ii) les états financiers consolidés au 30 juin 2007 présentés dans le document « Informations relatives à XRT » déposé auprès de l'AMF le

5 novembre 2007 et ayant fait l'objet d'une revue limitée des Commissaires aux Comptes)

- (iii) les états financiers estimés 2007 communiqués par SAGE OVERSEAS,
 - (iv) le budget 2008 préparé par SAGE OVERSEAS en janvier 2008.
- Sur la base de ces éléments, de discussions avec le management de XRT et de ses travaux de due diligence, SAGE OVERSEAS a élaboré en juillet 2007 - avec l'aide de ses conseils - un Plan d'Affaires de XRT en mode autonome pour la période 2008e-2016e (ci-après le « Plan d'Affaires »). Ce Plan d'Affaires a été revu sur la base des états financiers estimés 2007 et du budget 2008 de XRT préparés par SAGE OVERSEAS en janvier 2008.
 - Le capital de XRT est divisé en 38 162 347 actions. La Société a émis des instruments financiers donnant accès au capital, à savoir des options de souscription d'actions, dont 15 000 sont encore en circulation (et donnent droit à 16 844 actions). Le nombre d'actions pris en compte dans nos travaux d'évaluation est donc un nombre d'actions dilué de l'exercice de ces options (selon la méthode des « Treasury Shares¹ »), soit 38 172 635 actions.

1.5.3. Méthodes retenues

1.5.3.1 Transactions de référence

Acquisition d'un bloc majoritaire par SAGE OVERSEAS auprès des principaux actionnaires de XRT

Aux termes du Contrat d'Acquisition, SAGE OVERSEAS a acquis le 13 septembre 2007, 26 437 830 actions, représentant 69,57% du capital de la Société, au prix de 1,67 € par action.

Compte tenu des caractéristiques du contrat conclu avec les cédants, fondateurs et principaux actionnaires de la Société, le prix de la transaction, soit 1,67 € par action, apparaît comme une référence essentielle pour l'appréciation de la valeur de l'action XRT :

- L'Acquisition est réalisée à l'issue d'un processus de vente compétitif organisé, impliquant plusieurs acquéreurs potentiels, et intervient après plusieurs phases de négociation, pour un bloc d'actions conférant à l'Initiateur une large majorité.

¹ La méthode des « Treasury Shares » limite l'impact dilutif de l'exercice des stock-options, puisqu'elle suppose que les fonds issus de cet exercice et perçus par la Société sont affectés au rachat d'actions sur le marché au prix pivot. L'impact en trésorerie est donc nul et l'impact dilutif sur le nombre d'actions est réduit à hauteur du rachat d'actions sur le marché

- Caravelle, Aldice, M. Alain Fraiberger et Master Finance qui détenaient les actions de la Société étaient, en tant qu'actionnaires de longue date, dirigeants ou membres du conseil d'administration de cette dernière, en mesure d'apprécier ses perspectives de développement et l'attractivité du prix offert.

Offre Publique d'Achat Simplifiée et achats sur le marché au prix de 1,67€

Suite à l'acquisition d'une participation de 69,57%, SAGE OVERSEAS a déposé le 17 septembre 2007 une première Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions de la société XRT au prix d'1,67 euros par action XRT.

A l'issue de cette première offre, la participation de SAGE OVERSEAS dans XRT était portée à 92,88% du capital et 92,59% des droits de vote de la société.

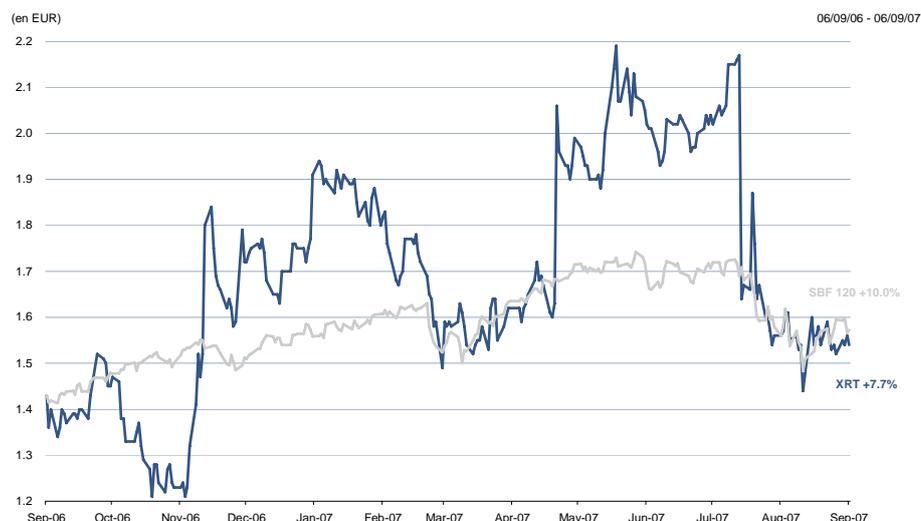
SAGE OVERSEAS a ensuite franchi le seuil des 95% du capital et des droits par des achats sur le marché au prix de 1,67 €.

En conséquence, le prix de 1,67€ auquel près de 85% des actionnaires minoritaires de XRT ont accepté de céder leurs actions, soit dans le cadre de l'offre initiale, soit dans le marché, apparaît comme une référence importante pour l'appréciation de la valeur de l'action XRT .

1.5.3.2 Analyse des cours de bourse

Les actions de la société XRT sont cotées au compartiment C de l'Eurolist d'Euronext Paris depuis septembre 1996.

Le tableau ci-dessous présente la performance boursière historique d'XRT jusqu'à la date du 6 septembre 2007, veille de l'annonce de la signature du Contrat d'Acquisition.



A noter qu'il existait depuis le 26 avril 2007 des mouvements spéculatifs sur le titre XRT, suite à l'annonce par la Société de manifestations d'intérêt visant à l'acquisition de son capital. La spéculation à la hausse sur le titre était aussi due à l'annonce dans le même communiqué du projet de versement d'un dividende de 0,74€ par action, détaché le 19 juillet 2007.

Sur les 12 derniers mois au 06/09/2007, le titre XRT a sous-performé l'indice SBF 120, avec une performance relative de -2,1% et malgré une performance absolue de +7,7%.

Le prix de l'offre extériorise les primes suivantes sur le cours de bourse et les moyennes de cours au 6 septembre 2007, veille de l'annonce de la transaction :

	Moyenne (€/action)	Prime (%)
Au 06/09/07	1,54	+8,4
Moyenne 1 mois	1,55	+7,8
Moyenne 3 mois	1,45	+15,3
Moyenne 6 mois	1,25	+33,8
Moyenne 9 mois	1,18	+42,0
Moyenne 12 mois	1,06	+57,4

Source : Datastream

Cours retraités de la distribution exceptionnelle de 0,74€ par action

Une analyse similaire a été effectuée sur le cours de bourse et les moyennes de cours au 25 avril 2007, afin de neutraliser les mouvements spéculatifs qui existent sur le cours de XRT depuis cette date. Le tableau ci-dessous extériorise les primes qui en découlent :

	Moyenne (€/action)	Prime (%)
Au 25/04/07	0,89	+87,6
Moyenne 1 mois	0,88	+89,8
Moyenne 3 mois	0,92	+81,5
Moyenne 6 mois	0,92	+81,5
Moyenne 9 mois	0,82	+103,7
Moyenne 12 mois	0,89	+87,6

Source Datastream

Cours retraités de la distribution exceptionnelle de 0,74€ par action

Entre le 28/11/2007 (date de clôture de l'OPAS) et le 14/01/2008 (date de l'annonce par Sage du franchissement du seuil des 95% du capital), le cours de XRT est resté stable à 1,67€. Depuis le 14/01/2008, le cours de XRT est resté proche de 1,60€, soit un niveau inférieur de 4% au prix d'offre.

1.5.3.3 Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles

Le principe sous-jacent de la méthode DCF est que la valeur d'un actif économique est liée à sa capacité à générer des flux de trésorerie. Les flux obtenus sont ensuite actualisés en utilisant le coût du capital.

Plan d'affaires

Le Plan d'Affaires 2008-2016 de la Société a été construit par SAGE OVERSEAS à périmètre constant. Les principales hypothèses retenues sont les suivantes:

- Lancement d'une nouvelle génération de produits XRT en 2011.
- Croissance du chiffre d'affaires soutenue sur la période 2008-2016e (+4,1% par an en moyenne). Cette croissance prend en compte une amélioration des ventes de licences des produits existants au cours de la période 2008-2011e, puis l'impact de la mise en place de la nouvelle génération de produits entre 2011e et 2013e. Le mix produits reste stable sur l'horizon du Plan d'Affaires.
- Forte augmentation de la marge de résultat d'exploitation en 2007 (22,1% hors éléments exceptionnels), puis diminution jusqu'en 2010 eu égard aux investissements de R&D nécessaires pour le développement du nouveau progiciel et à l'étoffement de

la structure managériale, avant de remonter progressivement jusqu'à 17,9% en 2016.

- Aucune dépense de R&D n'a été capitalisée dans la mesure où, d'une part, il est difficile de prévoir la quote-part des charges de R&D qui pourra effectivement être immobilisée, et où, d'autre part, cette méthode est plus adaptée à une prévision de flux de trésorerie. Cette méthode permet aussi d'obtenir une base plus facilement comparable aux chiffres publiés par les pairs de XRT.
- Besoin en fonds de roulement (BFR) normatif s'établissant à - 24% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires, en ligne avec le BFR moyen observé sur l'année 2006.
- Investissements estimés à 200 K€ par an sur la période du plan d'affaires (correspondant à des acquisition d'actifs corporels, mobilier, matériel d'équipement, ...), en ligne avec les dépenses comptabilisées en 2006, hors R&D capitalisée (193 K€) et les investissements prévus dans le budget du management de la Société.

Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu pour la mise en œuvre de la méthode du DCF, calculé selon la méthode dite « directe », s'établit à 10,9 %, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque déterminé sur la base de la moyenne 3 mois d'un indice synthétique des obligations souveraines européennes à 10 ans tel que fourni par Exane BNP Paribas Equities (4,22%) ;
- Un bêta désendetté (de l'actif économique) de 1,0 obtenu à partir de la base de données Barra (bêtas prospectifs), en ligne avec le bêta médian observé sur le secteur des éditeurs de logiciels ERP ;
- Une prime de risque de 4,35%, égale à la moyenne 3 mois de la prime de risque issue des études menées par Exane BNP Paribas Equities;
- Une prime de liquidité de 2,26%, issue des études menées par le cabinet Associés en Finance sur le marché européen afin de tenir compte de la taille réduite du flottant de XRT.

Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée selon la formule de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes:

- Taux de croissance à l'infini du chiffre d'affaires de 2% ;
- Marge normative d'EBE égale à la marge d'EBE prévue par le management dans la dernière année du plan d'affaires fourni, soit 18,4% ;
- Investissements (200K€) égaux aux amortissements ;
- Variation du BFR sur la base d'un ratio BFR /chiffre d'affaires normatif de -24%, en ligne avec le ratio pris en compte sur la durée du plan d'affaires.

Résultats de la méthode

La méthode DCF conduit à une valeur d'entreprise de XRT de 48,4 M€ en valeur centrale, se décomposant de la façon suivante :

- Poids de la valeur actuelle des flux de trésorerie sur la période du plan d'affaires (2008-2016) : 49%
- Poids de la valeur actuelle de la valeur terminale en 2016 : 51%

Afin de déterminer la valeur des capitaux propres de XRT, la valeur d'entreprise obtenue par la méthode DCF a été ajustée de la trésorerie nette au 31/12/07 telle qu'estimée par Sage, soit 9,0 M€, retraitée :

- Du delta entre le BFR réel à fin décembre 2007 et le BFR normatif tel que pris en compte dans le DCF (-24% du chiffre d'affaires), soit 2,8 millions d'euros,
- De divers passifs à caractère de dettes (comprenant notamment des provisions pour risques et litiges, des indemnités de fin de carrière), pris en compte après impôt, pour un montant total de 0,8 millions d'euros.

La trésorerie nette retraitée retenue s'élève ainsi à 11,1 M€

La valeur d'entreprise de 48,4 M€ correspond donc à une valeur des capitaux propres de XRT de 59,5 M€.

Sur la base des hypothèses précédemment décrites et en effectuant une analyse de sensibilité sur :

- Le coût du capital (10,9% +/-0,5%),

- Le taux de croissance à l'infini (2,0% +/-0,5%),
- La marge d'EBE normative (18,4% +/- 1,5%),

Sur la base de ces analyses de sensibilité, et d'un nombre d'action dilué de 38 172 635 actions, la méthode DCF fait ressortir une valeur par action de la Société comprise entre 1,49 euros et 1,64 euros, avec une valeur centrale de 1,56 euros par action.

1.5.3.4 Multiples boursiers des sociétés comparables

Cette méthode, de type "analogique", consiste à déterminer la valeur implicite de la société cible sur le marché en appliquant des multiples de sociétés cotées tels que :

- La valeur d'entreprise (VE) sur le chiffre d'affaires, sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) ou sur le résultat opérationnel (REX) ou
- La valeur des capitaux propres part du groupe sur le résultat net part du groupe (PER).

La pertinence de la méthode des comparables boursiers est liée à la capacité à définir un échantillon de sociétés véritablement comparables, notamment en terme de taille, d'activité, de diversification géographique, de contrôle de capital, de marges et de croissance.

Définition des comparables

En l'absence de sociétés de logiciels spécialisées uniquement dans les solutions de gestion de trésorerie, l'analyse détaillée des caractéristiques des différentes PME cotées du secteur des éditeurs de logiciels européens nous a conduit à retenir des sociétés répondant à deux catégories de critères pour la constitution de l'échantillon de sociétés comparables :

- Des éditeurs européens de logiciels ERP et de gestion financière : Cegid (France), IBS (Suède), IFS (Suède), Unit 4 Agresso (Pays-Bas), Exact (Pays-Bas), Coda (Royaume-Uni).
- Des éditeurs de logiciel applicatif français : GL Trade, Linedata et Coheris.

L'échantillon des éditeurs de logiciels retenu n'a pas pour objectif d'être exhaustif car il n'est pas directement comparable à XRT. En effet, il est impossible de trouver des comparables ayant :

- Des tailles similaires,
- Des activités identiques,

- Des profils de rentabilité et de croissance identiques.

A noter que la société Coda n'a pas été retenue dans notre échantillon de multiples boursiers dans la mesure où Unit 4 Agresso et Coda ont annoncé le 31/01/2008 avoir trouvé un accord pour une offre de Unit 4 sur Coda en numéraire pour un montant de 158 M£.

La société IBS a également été exclue de notre échantillon, faisant l'objet de restructurations importantes qui impactent directement ses résultats et rendent ses multiples inexploitable.

D'autre part, le cours d'Exact a récemment été impacté par des rumeurs spéculatives sur une reprise potentielle. La société a malgré tout été conservée dans l'échantillon comparable.

BNP Paribas a établi pour les années 2007-2009 des prévisions des agrégats financiers des sociétés de l'échantillon sur la base d'un consensus d'analyses boursières publiées récemment par des analystes financiers. Dans un souci d'homogénéité avec les agrégats de XRT, des retraitements ont été effectués sur les comparables capitalisant leurs coûts de R&D, afin de les comptabiliser en charges.

Les sociétés retenues, compte tenu du secteur et de leur taille respective, sont suivies par un nombre très variable d'analystes : les entreprises les plus petites sont suivies par peu d'analystes et ces prévisions ne font pas l'objet de réactualisations fréquentes, ce qui limite la pertinence de cette analyse.

Calcul des multiples

La valeur d'entreprise des sociétés de l'échantillon est calculée comme la somme de leur capitalisation boursière, de la valeur des intérêts minoritaires, de leur dette nette et d'autres ajustements à caractère de dette.

Les multiples boursiers médians ressortant de l'échantillon retenu sont les suivants (sur la base des cours moyens 1 mois au 8 février 2008):

	VE/EBE		VE/REX	
	2008	2009	2008	2009
Médiane	6,6x	6,0x	7,6x	6,7x
Moyenne	7,3x	6,3x	7,3x	6,4x

Seules les années 2008 et 2009 ont été prises en compte, au regard du caractère non normatif de 2007 pour XRT (année de transition avec un nouveau périmètre, management pas encore en place, etc).

Les multiples de chiffre d'affaires n'intègrent pas les différentiels de marge entre XRT et ses comparables et ont par conséquent été écartés.

Les multiples d'EBE ont été retenus du fait du retraitement en charges des dépenses de R&D immobilisées sur l'ensemble de l'échantillon.

Les multiples PER n'ont pas été retenus car ils sont impactés par les disparités de structure financière entre les comparables.

En outre, afin de ne pas pénaliser le groupe XRT qui, sur la période 2008-2009e du Plan d'Affaires, est impacté par les frais de R&D liés au nouveau produit sans en avoir les bénéfices, nous avons retraité une partie de ces frais de R&D sur ces deux années, pour l'application des multiples boursiers. L'hypothèse retenue ici est que 5 personnes viennent compléter le dispositif actuel R&D (alors que le Plan d'Affaires fait l'hypothèse que l'effectif R&D complémentaire, nécessaire pour développer le nouveau produit, est de 10 personnes en 2008 et 15 en 2009). L'impact sur le résultat d'exploitation de XRT est +0,4 M€ et +0,8 M€ respectivement sur les deux années.

Afin de déterminer le prix par action XRT, la valeur d'entreprise obtenue par l'application des multiples boursiers de l'échantillon a été ajustée de la trésorerie nette au 31/12/07, sans prise en compte de l'ajustement BFR normatif (pour un montant de 2,8 M€), dans un souci de cohérence avec la méthodologie employée pour le calcul des multiples de l'échantillon.

Résultats de la méthode

Sur la base de l'ensemble de l'échantillon et des agrégats d'EBE et de Rex 2008 et 2009, l'évaluation de XRT ressort dans une fourchette comprise entre 1,20 euros et 1,36 euros par action.

En conclusion, il est nécessaire de souligner que la qualité de l'approche analogique par les multiples boursiers repose sur la disponibilité d'acteurs similaires au groupe. Or les sociétés comparables n'ont pas la même activité, la même taille ou n'évoluent pas sur le même marché.

1.5.4. Méthodes non retenues

Multiples des transactions comparables

Cette méthode analogique est fondée sur l'analyse de la valeur de XRT à travers des multiples établis sur la base de transactions comparables (fusion, cession de contrôle,...) récentes dans le même secteur. Cette méthode, en retenant le prix de

l'acquéreur, inclut l'éventuelle prime de contrôle et valorise également une partie des synergies anticipées par l'acquéreur.

La pertinence de la méthode des multiples de transactions est liée à la nécessité de disposer d'informations suffisamment fiables sur des transactions souvent privées et à la stabilité et à la représentativité à long terme des performances opérationnelles de la cible, dans la mesure où cette méthode, à la différence du DCF ou des comparables boursiers, est construite sur une base purement historique et non prospective.

Cette méthode avait été retenue lors de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur la base des multiples appliqués aux agrégats 2006 de XRT. Au cas présent, il nous a paru justifié d'écarter cette méthode dans la mesure où l'exercice 2007 ne peut être considéré comme une année normative pour XRT : les agrégats 2007, utilisés pour l'application de cette méthode dans le cadre de la présente Offre, ne sont pas représentatifs de la rentabilité récurrente de la société car intégrant des revenus exceptionnels ou des charges sous-évaluées. D'une façon générale, la difficulté d'identifier des transactions réellement comparables à la transaction sur XRT et la diversité des situations au sein de l'échantillon limitent la pertinence de la méthode au cas présent.

Transactions récentes dans le secteur des éditeurs de logiciels ERP

Date	Target	Pays	Acquéreur	%	Ve €m	x Ventes Hist	x EBIT Hist
Europe - Logiciel applicatif							
Jan-08	Coda	UK	Unit 4 Agresso	100%	198	2.5x	17.0x
Apr-07	Pro-Concept SA	Switzerland	Sage	100%	11	0.8x	9.1x
Jul-06	Elit Group	France	Sage	51%	35	1.1x	ns
Nov-05	Adonix	France	Sage	100%	116	1.8x	8.2x
Sep-05	Cogestib	France	Sage	100%	11	0.8x	15.4x
Jun-05	Logic Control	Spain	Sage	100%	83	1.9x	--
Médiane						1.5x	12.2x
Moyenne						1.5x	12.4x

Source : communiqués de presse, presse, sociétés (rapports annuels), analystes, etc

Les multiples de chiffres d'affaires ne sont pas exploitables pour la valorisation de XRT dans la mesure où ils n'intègrent pas les différentiels de marges entre XRT et ses comparables.

Les multiples d'EBE doivent aussi être écartés car les différentes sociétés de l'échantillon ont des politiques de comptabilisation de la R&D différentes (capitalisation vs comptabilisation en charges). Nous n'avons pas pu, faute d'informations disponibles, effectuer le retraitement en charges des frais de R&D immobilisés.

La fourchette d'évaluation pour XRT a été déduite en appliquant les multiples d'EBIT moyen et médian de l'échantillon à l'EBIT 2007 de XRT (hors éléments exceptionnels), retraité des éléments suivants :

- Retraitement du complément de facturation du contrat Sungard à hauteur de 0,4 M€
- Prise en compte du coût d'une structure managériale (un PDG, un Directeur des RH et un DAF) qui n'existe pas en 2007 (pour un coût total de 0,6 M€ chargés).

De la même manière que pour les multiples boursiers, la trésorerie nette prise en compte dans cette méthode ne tient pas compte de l'ajustement BFR normatif, dans un souci de cohérence avec le traitement effectué pour le calcul des multiples des transactions comparables.

Selon la méthode des multiples de transactions, la valorisation d'XRT est comprise entre 2,23 € et 2,26 € par action. Comme expliqué plus haut, les résultats obtenues par la méthode des multiples de transactions sont présentés à titre d'information uniquement.

Les méthodes patrimoniales

Les méthodes patrimoniales sont en général peu pertinentes pour l'évaluation d'une société industrielle ou commerciale dont l'acquéreur envisage de poursuivre l'exploitation. Le calcul de plus-values latentes par la cession des principaux actifs détenus apparaît d'ailleurs extrêmement difficile à mettre en oeuvre en pratique. Ces cessions génèrent par ailleurs des coûts importants et difficiles à estimer qui devraient être déduits de l'actif net (imposition sur les plus values et la liquidation de la Société, coûts sociaux, etc.)

Actif net comptable

La valeur comptable des fonds propres rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la société, et non de ses perspectives futures. Cette mesure est à ce titre souvent peu pertinente.

A titre indicatif, la valeur comptable par action est de 0,17 € au 31/12/2007 (sur la base d'un nombre d'actions dilué).

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) est surtout pertinente dans le cas de holding diversifiés ou de sociétés détentrices de nombreux actifs - notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation - susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Or, sous réserve de quelques ajustements, il n'est à l'évidence pas dans les intentions de Sage de céder les actifs de XRT.

Ces éléments nous ont conduits à écarter ces méthodes. En outre, il est à noter que l'actif net réévalué consisterait essentiellement en une évaluation économique des brevets de la R&D et du fond de commerce, déjà implicitement effectuée dans la méthode DCF.

1.5.5. Synthèse des résultats obtenus

Le prix de l'Offre de 1,67 euros par action se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

	Valeur centrale (€/action)	Prime (%)
Transaction	1,67	-
Cours de bourse*		
Au 25/04/07	0,89	+87,6
Moyenne 1 mois	0,88	+89,8
Moyenne 3 mois	0,92	+81,5
Moyenne 6 mois	0,92	+81,5
Moyenne 9 mois	0,82	+103,7
Moyenne 12 mois	0,89	+87,6
Au 06/09/07	1,54	+8,4
Moyenne 1 mois	1,55	+7,8
Moyenne 3 mois	1,45	+15,3
Moyenne 6 mois	1,25	+33,8
Moyenne 9 mois	1,18	+42,0
Moyenne 12 mois	1,06	+57,4
DCF	1,56	+7,1
Multiples boursiers	1,28	+30,5

* Cours retraités de la distribution exceptionnelle de 0,74€ par action

1.6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT, AA FINEVAL

- Dans le cadre de l'Offre Publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par SAGE Overseas Limited sur les actions de XRT, AA FINEVAL été chargé en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance de XRT, de se prononcer sur le caractère équitable du prix de 1,67€ par action XRT, offert aux actionnaires minoritaires.
- Pour effectuer cette mission, nous nous sommes conformés aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 sur l'expertise indépendante ainsi que des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006. Nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents historiques et prévisionnels nécessaires. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'expertise indépendante et sur notre connaissance du secteur des services informatiques ainsi que sur les bases de données permettant de réaliser l'évaluation multicritères de XRT.

I. Présentation de AA Fineval et déclaration d'indépendance

- AA Fineval, qui a été créée début 2006, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, AA Fineval a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. AA Fineval dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. AA Fineval a souscrit une assurance professionnelle.
- Au cours des douze derniers mois, AA Fineval est intervenu en tant qu'expert indépendant sur les missions suivantes :

Type d'Offre	Société visée	Initiateur	Evaluateur/ Présentateur	Date
OPRA	Lectra	Lectra	Natexis Bleichroeder/ Société Générale	Mars/avril 2007
OPA simplifiée	Camateu	Modamax	Calyon/Houlihan Lokey	Mai 2007
OPA simplifiée, éventuellement suivie d'une OPRO	Arkopharma	Imarko	Société Générale	Juin 2007
OPA Simplifiée	Foncière Volta (anciennement Sport Elec)	SCBSM	Aurel Leven	Juillet 2007
OPA Simplifiée	Cie André Trigano	Financière de la Coriandre	Natixis	Août 2006
OPRO	Prosodie	Camélia Participation	BNPParibas	Septembre 2007
OPA simplifiée	Teamlog	Groupe Open	Oddo Corporate Finance	Décembre 2007

- AA Fineval est également intervenue dans le cadre de l'attribution de bons de souscription d'actions aux cadres de la société Züblin France en mai 2007, sans banquier évaluateur ou présentateur.

Relation de AA Fineval avec les personnes concernées par la présente offre

- AA Fineval a réalisé au cours des 12 derniers mois une expertise avec BNP Paribas comme évaluateur.
- Par ailleurs, AA Fineval a réalisé en septembre 2006 une expertise indépendante dans le cadre de l'OPAS suivie d'un retrait obligatoire initiée par le groupe SAGE sur les actions de la société ELIT. Nous considérons que notre mission dans le cadre de la présente opération ne constitue pas une intervention répétée avec l'initiateur ou le banquier présentateur susceptible d'affecter notre indépendance telle que visée par l'article n°261-4 du règlement général de l'AMF.
- Avec XRT: AA Fineval et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. AA Fineval n'a jamais fait d'évaluation ou d'expertise portant sur XRT ou un de ses actifs.

En conséquence AA Fineval est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé ou présent, avec l'une des parties susceptible de mettre en cause son indépendance ou de fausser son jugement dans le cadre de la présente opération.

Diligences

La présente mission a été menée par Marie-Ange Farthouat, associée d'AA Fineval et s'est déroulée entre le 11 janvier 2008, date de notre nomination et le 12 février 2008, date de remise de notre rapport.

Elle s'est déroulée selon les étapes suivantes :

- recueil des principales informations nécessaires à la compréhension de l'opération et à l'évaluation de XRT,
- analyse des documents remis et demande d'éléments complémentaires,
- mise en œuvre de l'évaluation multi-critères de XRT,
- discussions en parallèle avec les dirigeants de XRT ainsi qu'avec les représentants de BNP PARIBAS portant sur le business plan et sur les éléments d'appréciation du prix de la présente offre
- analyse des éléments d'appréciation présentés par BNP Paribas,
- revue des travaux par un associé d'AA Fineval,
- présentation des conclusions d'AA Fineval sur le caractère équitable du prix de l'Offre,
- rédaction du rapport d'expertise

Honoraires de la mission

Nos honoraires pour cette mission s'élèvent à 45 000€ HT.

Personnes rencontrées

Nous avons rencontré et/ou eu des entretiens téléphoniques avec des représentants de la société XRT ainsi que de SAGE, et de BNP Paribas, banque présentatrice de l'opération.

Pour XRT et Sage: Monsieur Pascal Houillon, Président Directeur Général du Groupe SAGE en France et Président du Directoire de XRT, Monsieur Fabrice Vernière, directeur financier du Groupe Sage en France et membre du Directoire de XRT, Monsieur Cyrille Vu, Directeur Fusions/acquisitions et contrôle interne du Groupe SAGE en France

II. Documents mis à disposition de l'expert

- Comptes annuels de XRT et rapports annuels de XRT sur les trois derniers exercices s'arrêtant au 31 décembre 2006
 - Estimations des comptes annuels 2007 préparés par SAGE;
 - PV des Conseils de Surveillance et des Assemblées Générales de XRT de 2005 à 2007 ;
 - Budget pour l'exercice 2008 préparé par Sage et Business Plan pour les exercices 2009 à 2016,
 - Documents ayant servi à la transaction portant sur la majorité du capital de XRT : vendor due diligence (vdd) de Grant Thornton et information memorandum de la banque Rothschild ;
 - Notes d'information publiées pour l'OPAS comprenant les éléments d'appréciation présentés par BNP Paribas et le rapport de l'expert indépendant ;
 - Rapport d'évaluation de BNP Paribas mis à jour au 8 février 2008 ;
 - Lettre d'affirmation portant sur la transaction majoritaire de septembre 2007 ainsi que sur les éléments financiers, historiques et prévisionnels, mis à disposition d'AA Fineval.
- Nous avons également recherché toutes les informations disponibles sur le secteur de XRT, le marché et les concurrents de la société, notamment au travers des sites Internet spécialisés.

III. Présentation de XRT et contexte de l'opération

- Anciennement dénommée Cerg Finance, XRT est une société reconnue, comme Concept acquise il y a quelques années par Sage, dans le domaine des progiciels de gestion de l'ensemble des flux de trésorerie. Elle dispose pour cela d'un produit de qualité, XRT Universe, qui représente l'essentiel de son activité et qui est complété par XRT Business Exchange, plus tourné vers les grandes et très grandes entreprises. XRT occupe la première place sur son marché en France et en Espagne, et est également présente, à un moindre niveau, au Portugal et au Brésil.
- Bien que bénéficiant de cette position significative et de revenus, comme d'autres éditeurs de logiciels/progiciels, pour partie récurrents grâce aux contrats de maintenance qui font suite aux ventes de licence et font l'objets de renouvellements annuels, XRT a traversé dans le passé plusieurs crises, dont celles de « 2000 » qui a failli la voir disparaître et a nécessité une recapitalisation très significative et une reprise en main par les nouveaux actionnaires du groupe. Plus récemment, XRT a fait face aux difficultés de mise au point et de lancement d'un nouveau produit XRT Entreprise qui a dû finalement être abandonné et a notamment perturbé l'année 2006.

- Dans ce contexte, et après que l'essentiel des managers aient démissionné début 2007, le groupe a annoncé en avril 2007 étudier les marques d'intérêts reçues pour l'acquisition de la majorité du capital d'XRT.

L'évolution récente de la société rend plus difficile l'analyse de la rentabilité attendue au regard de comptes historiques non comparables. Pour mémoire, on rappellera que l'exercice 2006 a enregistré un faible niveau de résultat alors que 2007 doit faire ressortir un net rebond, ce que confirme l'estimation qui nous a été communiquée, mais dans des conditions d'exploitation non « normatives » comprenant en même temps une surcharge liée notamment aux frais de licenciement engendrés par l'arrêt de XRT Entreprise mais également un sous-dimensionnement des effectifs de recherche et développement, qui devra être comblé à court terme, la dimension « recherche » étant primordiale pour assurer la pérennité de l'activité de XRT.

IV. Evaluation multicritères de XRT

- XRT ne présente pas de particularités justifiant de s'écarter des critères usuellement retenus dans une analyse multicritères qui sont l'actualisation des cash-flows disponibles et les multiples de comparables (sociétés cotées ou transactions), auxquels il convient d'ajouter, s'agissant d'une société cotée, la référence aux cours de bourse. Au cas particulier, en l'absence de transactions sur des sociétés réellement comparables et compte tenu de la référence à la transaction majoritaire à l'origine de l'OPAS ayant précédé la présente Offre Publique, seuls les multiples ressortant des comparables boursiers nous paraissent devoir être retenus. Nous avons noté que le critère des transactions avait été extériorisé lors de la précédente Offre Publique d'Achat Simplifiée, sur la base de multiples appliqués aux comptes historiques 2006 de XRT, et il nous a paru, après analyse de l'ensemble des données (notamment des caractéristiques des sociétés concernées), et compte tenu du contexte de la présente opération souligné ci-dessus, justifié de nous écarter sur ce point de la méthodologie précédemment retenue.
- XRT est une petite capitalisation (de l'ordre de 60M€) qui n'était pas suivie par les analystes financiers, en conséquence elle ne fait pas et n'a pas fait, préalablement à sa prise de contrôle par le groupe Sage, l'objet de publications avec des objectifs de cours et cette référence ne peut être retenue.
- Les critères d'actif net comptable ou réévalué ainsi que ceux basés sur le dividende ne nous paraissent pas appropriés : l'actif net comptable ou réévalué n'intègre pas la rentabilité prévisionnelle et n'est adapté qu'à des domaines d'activité bien identifiés (immobilier notamment), et les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser sur la base de la totalité des flux de trésorerie, étant souligné au cas présent que la société a distribué en juillet 2007 un dividende exceptionnel. Pour information, l'actif net comptable au 31/12/2007 est de 0,17€ par action XRT.
- Enfin, après analyse des conditions du changement de contrôle qui est à l'origine de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée du 8 novembre au 28 novembre 2007, le prix de cette

transaction récente portant sur la majorité du capital d'XRT nous semble être une référence pertinente pour juger du caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires.

1. Analyse du Business Plan

- Le Business Plan qui nous a été communiqué a été arrêté par le management de Sage, qui est également en charge de la gestion de XRT.

Pour la précédente Offre Publique d'Achat Simplifiée, les éléments qui avaient été présentés et utilisés pour l'évaluation d'XRT ressortaient pour l'année 2007 du budget de l'ancien management d'XRT révisé par Sage et pour les années 2008 à 2016, d'un business plan élaboré par le management de Sage avec l'aide de son banquier conseil.

Pour les besoins de la présente opération nous avons disposé d'une estimation du compte de résultat et du bilan de XRT pour l'exercice 2007 (non revus ou certifiés par les commissaires aux comptes).

Les principaux échanges que nous avons eus avec les dirigeants de Sage/XRT ont porté sur les écarts éventuellement constatés pour 2007 et leur incidence sur les prévisions servant de base à l'évaluation d'XRT.

Il ressort de ces discussions :

-Que les derniers mois de l'exercice 2007 ont conforté l'analyse qui avait été faite quelques mois auparavant et que l'estimation des comptes 2007 est en ligne avec le budget tel qu'il avait été arrêté, la croissance du chiffre d'affaires ayant été un peu plus élevée, notamment grâce à

des contrats signés en fin d'année au Brésil, mais ayant été compensée par des charges, notamment de personnel, plus élevées qu'anticipées ;

-Que le budget 2008, après analyse des éléments exceptionnels ayant impacté l'activité et la rentabilité en 2007, intègre une légère baisse du chiffre d'affaires par rapport à 2007 (notamment du fait du caractère non récurrent du niveau d'activité au Brésil) et une marge d'exploitation en ligne avec celle extériorisée pour 2007, les charges non récurrentes étant partiellement compensées par le renforcement des effectifs de R&D. Au total l'Ebit 2008 est estimé à 5,3M€ (après frais de R&D intégralement passés en charge) contre 5M€ prévu précédemment et 5,5M€ pour 2007 estimé ;

-Que ces évolutions marginales ne sont pas de nature à remettre en cause le business plan 2009-2016 tel qu'arrêté précédemment et dont les principales hypothèses sont la nécessité d'une nouvelle génération de produits permettant de soutenir la croissance du chiffre d'affaires au delà de la hausse des licences en 2008/2011 sur les produits existants, induisant un renforcement de la R&D à court terme, et rendant possible le retour progressif à une marge d'exploitation plus proche de 18% sur les dernières années du plan.

Après analyse de l'ensemble de ces éléments, les projections 2008/2016 semblent bien refléter les perspectives de XRT, sachant que cet exercice induit nécessairement un certain « lissage » des à coups tels que reflétés par le passé de XRT. En effet, les sorties de nouvelles générations de produits et la mise au point de nouveaux produits sont particulièrement difficiles à gérer dans un secteur où ils peuvent avoir un effet très négatif sur les produits existants (attentisme des clients s'ils anticipent trop sur la sortie des nouveaux produits/versions), mais l'intégration au sein du groupe Sage doit permettre d'atténuer ces effets. On soulignera cependant que certaines perspectives, par exemple celle liée au passage au Sepa (paiement en

euros dans tout l'espace européen), tout en restant positives, pourraient être un peu retardées en terme de sorties de nouveaux produits.

Il nous est apparu par ailleurs que ce business plan a été arrêté dans une perspective « stand alone » et que, si les synergies induites par l'intégration au sein de Sage sont limitées, XRT bénéficie et bénéficiera de la mutualisation des charges de management via une convention permettant à Sage de refacturer 350K€ par an à ce titre, montant correspondant à l'estimation du temps passé par les managers de Sage concernés, alors que le renforcement des structures tel qu'intégré dans le Business Plan porte sur une charge de 600K€. En conséquence, nous avons réintégré annuellement un montant de 250K€ avant impôts.

2. Données financières prises en compte dans l'ensemble de nos calculs

- Tous nos calculs ont été arrêtés sur la base du nombre d'actions existant, après impact de dilution réalisé selon la méthode du rachat d'actions, soit un nombre total d'actions de 38 172 635 (38 162 347 non dilué).
- Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres tient compte de la trésorerie nette telle qu'estimée au 31/12/2007, soit 9,03 millions d'euros dont est déduite le montant des provisions à caractère de charges, soit 0,76 millions d'euros, soit un montant net de 8,27 millions d'euros. De plus, pour la méthode d'actualisation des cash-flows, l'impact positif d'une trésorerie nette qui est, en moyenne sur l'année, supérieure au niveau constaté à la clôture, a été intégré pour un montant de 2,8 millions d'euros portant ainsi l'ajustement, positif, entre la Valeur d'Entreprise et celle des capitaux propres, à 11,1 millions d'euros.

3. Cours de Bourse

- Préalablement à l'OPAS, le flottant d'XRT représentait environ un tiers de son capital, soit un niveau suffisamment élevé pour que les échanges soient réguliers et que le cours de bourse puisse être retenu comme un critère pertinent.
- Depuis la fin de l'OPAS, les échanges sont nécessairement limités et les cours de bourse de XRT peu significatifs.
- Il convient de souligner que, préalablement à l'annonce le 7 septembre 2007 du changement de contrôle et du dépôt d'une OPAS, le cours de bourse d'XRT avait été influencé par la communication des éléments suivants :
 - Entre octobre 2006 et janvier 2007 : annonce de l'arrêt du projet XRT Entreprise et, en conséquence, cession des activités progiciels au groupe Sungard
 - Le 26 avril 2007 : annonce du principe de versement d'un dividende exceptionnel de 0,74€ par action et que la société a reçu des manifestations d'intérêt relatives à l'acquisition du capital
 - Le 17 juillet 2007 : annonce de la date de mise en paiement du dividende exceptionnel le 19 juillet 2007
 - Le 24 juillet 2007 : annonce des résultats du premier semestre 2007

- Depuis l'annonce du changement de contrôle à un prix de 1,67€ par action, l'action XRT s'est alignée sur le prix de l'offre publique d'achat simplifiée qui s'est déroulée du 8 novembre au 28 novembre 2007 et qui a permis à Sage Overseas Limited de détenir 92,88% du capital et 92,59% des droits de vote d'XRT.
- Le groupe Sage a déclaré le 11 janvier 2008 (avis AMF du 14 janvier 2008) avoir franchi le seuil de 95% le 10 janvier 2008 et détenir 95,25% du capital et 95,24% des droits de vote d'XRT. Sage a également annoncé dans le même communiqué sa volonté de déposer prochainement une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire. Depuis cette annonce, le cours d'XRT s'est maintenu à un niveau proche, légèrement inférieur, au prix de l'OPA simplifiée et de la présente Offre, ce qui représente une surperformance par rapport à l'évolution des marchés sur la période, marquée par un repli significatif.
- Suite à des acquisitions supplémentaires depuis le franchissement de seuil, le groupe Sage détient aujourd'hui 95,61% du capital et 95,60% des droits de vote sur la base d'un capital composé de 38 162 347 actions et de 38 165 844 droits de vote.

Comme souligné lors de la précédente Offre Publique, le prix de 1,67€ par action offre des primes significatives par rapport aux cours cotés préalablement à l'annonce, le 26 avril 2007, de marques d'intérêts pour le rachat d'XRT et du paiement d'un dividende exceptionnel de 0,74€ par action (sur la base des cours retraités du montant du dividende) et une prime plus limitée, de 7,8% sur la moyenne 1 mois précédant l'annonce, le 7 septembre 2007, de la transaction à l'origine de l'OPAS et de la présente Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

Le prix de 1,67€ par action est également supérieur au cours cotés depuis la fin de l'OPAS, cours qui est resté logiquement proche du prix d'Offre alors que les marchés financiers enregistraient de fortes baisses. Il permet donc aux actionnaires actuels d'XRT d'obtenir une liquidité maximale au même prix que les autres actionnaires, majoritaires et minoritaires, d'XRT.

- Sur la période la plus récente, les cours d'XRT sont les suivants :

Cotation de XRT	En € par action
Cours de clôture au 8 février 2008	1,62
Moyenne 1 mois non pondérée par les volumes au 8 février 2008	1,61

Source : Euronext

- **Le prix de 1,67€ par action offre des primes sur les cours de bourse cotés préalablement à l'annonce du changement de contrôle et est supérieur aux cours cotés depuis la fin de l'OPAS et de l'annonce de la présente opération.**

4. Transactions récentes sur le capital de XRT

Cette transaction réalisée en septembre 2007, qui a porté sur la majorité du capital de XRT et a entraîné le dépôt de l'OPAS ayant précédé la présente Offre, a été détaillée dans les notes d'information diffusée lors de l'OPAS. Nous en rappelons les principales caractéristiques :

- Le 13 septembre 2007, le groupe Sage, via sa filiale Sage Overseas Limited, a acquis hors marché 26 837 470 actions XRT représentant 69,57% de son capital et 69,36% de ses droits de vote à un prix de 1,67€ par action ;

- Les actions cédées étaient détenues par la société Caravelle (contrôlée par Monsieur Martel) à hauteur de 37,82% du capital, Aldice (détenue par Monsieur Fraiberger) pour 19,5% du capital, Master Finance pour 9,06% du capital ainsi que 3 personnes physiques (messieurs Fraiberger, Joseph et Martel) pour 3,19%
- Aucune condition ni complément de prix n'était assortis à cette transaction.
- La référence au prix de cette transaction récente nous paraît pertinente car elle a été réalisée sur la base du meilleur prix au terme d'un appel d'offres organisé par la banque conseil des vendeurs, sachant que l'ensemble des actionnaires avaient pu bénéficier préalablement de la distribution, sous forme d'un dividende exceptionnel de 0,74€ par action, de la quasi totalité de la trésorerie accumulée par le groupe XRT du fait des cash- flows générés par l'activité et des cessions opérées dans le cadre du recentrage de son activité.
- Lors de l'OPAS qui a suivi cette transaction, plus de 77% des minoritaires de XRT ont apporté leurs titres et le seuil de 95% a été franchi par Sage à la suite de transactions réalisées à un prix maximum de 1,67€ par action Sage.
- **Le prix de 1,67€ est calé sur le prix de transaction arrêté début septembre 2007, sans condition particulière ni complément de prix, et qui portait sur 69,57% du capital de XRT, cette transaction ayant été suivie, conformément à la réglementation, d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée au même prix, à l'issue de laquelle Sage détenait plus de 90% du capital d'XRT, le seuil de 95% ayant été franchi par des achats complémentaires à un prix maximum de 1,67€ par action.**

5. Comparables boursiers

- En l'absence de sociétés cotées comparables, uniquement présentes sur cette niche des progiciels de gestion de trésorerie, l'échantillon reprend les principaux éditeurs européens présent en ERP ainsi que les sociétés françaises de logiciels dits applicatifs. Il comprend les sociétés françaises Cegid, GL Trade, Line data Services et Coheris ainsi que Industrial & Financial AB, Unit 4 Agresso et Exact Holding NV
- Compte tenu des différences dans les politiques d'activation des charges de recherche et développement au sein des sociétés de l'échantillon, la partie immobilisée doit être reclassée en charges, pour XRT comme pour les sociétés de l'échantillon, afin de rendre les agrégats d'Ebitda comparables, l'Ebit étant augmenté de l'amortissement annuel correspondant. Les analystes financiers qui suivent les sociétés du secteur, regrettent ces différences de comptabilisation mais n'extériorisent généralement pas de retraitements spécifiques. Nous les avons donc réalisé à partir de la quote-part que ces éléments représentent dans les comptes historiques des sociétés concernées.
- Il convient de souligner :
 - que l'échantillon comprend des petites valeurs peu suivies par les analystes et que les éléments prévisionnels ne sont pas toujours ni détaillés, ni mis à jour ; nous n'avons en particulier trouvé des prévisions sur Cohéris pour le seul exercice 2008 et exclusivement pour l'Ebit ;
 - que les agrégats de XRT pour 2008 et 2009 ne sont pas réellement normatifs, car ils prennent en compte un effort particulier de R&D dont l'impact positif sera enregistré aux cours d'exercices ultérieurs, ils ont en conséquence été retraités de respectivement 0,4M€ et 0,8M€ pour 2008 et 2009 et ainsi que des 0,250M€ annuels correspondant aux « fees management » (cf analyse du business plan : synergies).

- Sur la base des cours de bourse moyens arrêtés au 8 février 2008 pour les sociétés de l'échantillon, les multiples d'Ebitda ressortent selon nos sources (Infinancials, Notes de Brokers) à 7X2008^e et 6,3X2009^e et les multiples d'Ebit à 8,2X2008^e et 7,3X2009^e.
- Appliqués aux données retraitées de XRT pour 2008 et 2009, ils conduisent à une valeur de l'action comprise entre 1,26€ et 1,50€ par action, et une valeur moyenne de 1,38€ par action XRT :

En M€	Ebitda 2008	Ebitda 2009	Ebit 2008	Ebit 2009
Données XRT	6,25	6,35	5,95	6,15
Multiple médian	7	6,3	8,2	7,3
VE	43,9	40	49	44,7
Trésorerie nette	8,3	8,3	8,3	8,3
Valeur des capitaux propres	52,2	48,3	57,3	53
Valeur XRT par action	1,37	1,26	1,50	1,39

- **Le prix de 1,67€ par action XRT est supérieur à la valeur ressortant du critère des comparaisons boursières.**

6. DCF

- Pour la mise en œuvre de ce critère, nous avons retenu un taux d'actualisation de 11% qui se décompose en un taux sans risque de 4,22 % (source : OAT 10 ans, moyenne 3 mois arrêtée au 31/01/2008, AFT), une prime de risque de marché de 6%, niveau retenu pour des opérations similaires (small caps) récentes, un bêta de 1,13, correspondant au bêta moyen du secteur corrigé de la structure financière de XRT. Ce taux est cohérent avec les taux compris entre 10,3% et 10,5% utilisés par l'Evaluateur et l'Expert Indépendant lors de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Il nous paraît intégrer de façon raisonnable, pour une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, l'évolution des paramètres de marché sur la période écoulée depuis la fin de la précédente Offre.
- Le taux de croissance à l'infini est de 2%.
- Les flux ont été pris en compte jusqu'en 2016, puis projetés selon la méthode de Gordon-Shapiro après avoir été normalisés pour égaliser les investissements et les amortissements.
- Les calculs d'actualisation ont été réalisés à la date du 1^{er} janvier 2008 pour se caler sur le début de l'exercice 2008 et conduisent aux valeurs suivantes :

En milliers d'euros	Valorisation @ 11%
Somme des cash-flows	24,12
Valeur terminale actualisée	24,64
Valeur d'Entreprise	48,76
Dettes nettes et autres éléments	11,1
Valeur des capitaux propres	59,96
En € par action	1,57

- La valeur d'une action XRT se situe selon la méthode du DCF à un niveau proche du prix d'offre.

Tableau de sensibilité en fonction du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini

	1,5%	2%	2,5%
11,5%	1,47	1,5	1,53
11%	1,53	1,57	1,61
10,5%	1,61	1,65	1,7

- Le prix de 1,67€ par action est proche de la valeur qui ressort de l'actualisation des cash-flows disponibles.**
- Analyse des travaux de BNPParibas**

Nous avons pris connaissance des éléments d'appréciation du prix proposé préparés par BNP Paribas.

L'approche méthodologique retenue n'appelle pas de remarques de notre part, les approches retenues étant l'analyse des primes sur cours de bourse, l'analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de XRT, les comparaisons boursières et l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Ont été écartées la référence à l'actif net comptable par action, l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes futurs ainsi que les transactions comparables.

La mise en œuvre des critères retenus ne fait pas ressortir de différences très significatives par rapport à nos propres travaux. Les principaux écarts que nous avons constatés concernent :

1) Pour l'actualisation des cash-flows disponibles

BNP Paribas retient des données issues de sources différentes des nôtres s'agissant du taux sans risque (pour un résultat équivalent de 4,22%) et pour la prime de risque décomposée en une prime moyenne de marché qui ressort à 4,35%, un bêta de 1 et une prime de liquidité de 2,26% pour un taux d'actualisation de 10,9%, nos propres calculs conduisant à un taux

proche, soit 11% basé sur une prime de risque ressortant d'un échantillon d'opérations comparables.

BNP Paribas utilise une formule pour calculer le coût moyen pondéré du capital qui est différente de la nôtre mais qui, compte tenu de l'absence d'endettement de XRT, n'a pas d'incidence au cas particulier.

Enfin BNP Paribas a pris en compte des flux de cash-flows en considérant XRT en tant qu'unité indépendante de Sage et n'a donc pas intégré les économies de frais de management induites par le rapprochement.

2) Pour les comparaisons boursières

Le principal écart tient aux sources utilisées. Au cas particulier, les multiples moyens et médians de l'échantillon sont supérieurs à ceux de BNP Paribas, ce dernier ayant intégré des prévisions d'Ebitda et d'Ebit 2008 et 2009 pour Coheris (alors que nous n'avons que l'Ebit 2008), ce qui a un impact assez fort, cette société se distinguant par de faibles niveaux de multiples.

- Les autres éléments présentés (transaction majoritaire, cours de bourse) n'appellent pas de remarques de notre part.

Conclusion sur le caractère équitable du prix de 1,67€ par action XRT

- **Le prix de 1,67€ par action XRT est supérieur aux cours de bourse de XRT cotés préalablement à l'annonce du changement de contrôle comme aux cours cotés depuis la fin de l'OPAS et de l'annonce de la présente opération.**
- **Le prix de 1,67€ par action est proche de la valeur ressortant de l'actualisation des cash-flows d'exploitation et fait ressortir des multiples supérieurs à ceux d'un échantillon de sociétés du secteur cotées, étant souligné qu'il n'existe pas de sociétés cotées réellement comparables à XRT.**
- **Le prix de 1,67€ par action est égal au prix de la transaction majoritaire ayant porté sur 69,57% du capital de XRT en septembre 2007 qui a également servi de référence pour le prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée qui l'a suivie et à laquelle une large majorité des minoritaires a apporté ses actions XRT.**
- **Le prix de 1,67€ par action XRT est équitable pour les actionnaires minoritaires de XRT.**

Le 13 février 2008

Marie-Ange Farthouat , Associée

2. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

2.1. SAGE OVERSEAS LIMITED

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

Paris, le 4 mars 2008
Monsieur Fabrice Vernière
Dûment habilité par SAGE OVERSEAS LIMITED

2.2. XRT

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

Paris, le 4 mars 2008
Monsieur Pascal Houillon
Président du Directoire de XRT

2.3. ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

"Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas, établissement présentateur, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par SAGE OVERSEAS, et les éléments d'appréciation du prix proposés, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

Paris, le 4 mars 2008
BNP Paribas