

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS ET LES BSA 2015-1 DE LA SOCIÉTÉ PARAGON ID

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Grenadier Holdings Ltd.



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 04 août 2023, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de la présente Offre, le nombre d'actions Paragon ID non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Paragon ID, Grenadier Holdings Ltd. a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Paragon ID non présentées à la présente Offre (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre, après ajustements le cas échéant.

Grenadier Holdings Ltd. a l'intention, dans le cas où, à l'issue de la présente Offre, les actions susceptibles d'être créées par exercice des BSA 2015-1 non présentés à la présente Offre, une fois additionnées avec les actions Paragon ID existantes non présentées à la présente Offre (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité), ne représenteraient pas plus de 10% de la somme des titres de capital Paragon ID existants et susceptibles d'être créés, de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de (3) trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire visant

les BSA 2015-1 non présentés à la présente Offre, moyennant une indemnisation unitaire égale au prix des BSA 2015-1 dans le cadre de la présente Offre.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site internet de Paragon ID (www.paragon-id.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de Paragon ID, Les Aubépins, 18410 Argent-Sur-Sauldre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Paragon ID feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités. Un communiqué sera publié, conformément aux dispositions de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIÈRES

RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	5
1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....	7
1.1 Contexte de l'Offre	7
1.2 Motifs de l'Offre.....	7
1.3 Termes de l'Offre.....	8
1.3.1 Principaux termes de l'Offre	8
1.3.2 Modalités de l'Offre	8
1.3.3 Ajustement des termes de l'Offre.....	9
1.3.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre	10
1.3.5 Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites et des titulaires d'Actions Indisponibles	11
1.3.6 Situation des titulaires de BSA 2018-1	12
1.3.7 Conditions d'ouverture de l'Offre	12
1.3.8 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	12
1.4 Procédure d'apport des actions à l'Offre	13
1.5 Procédure d'apport des BSA 2015-1 à l'Offre.....	14
1.6 Calendrier indicatif de l'Offre	14
1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	15
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	16
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	22
4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	22
5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	22
6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	22
6.1 Structure et répartition du capital.....	22
6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	24
6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions	24
6.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	24
6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	24
6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	24

6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	24
6.6	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.....	25
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	25
6.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration.....	25
6.7.2	Règles applicables à la modification des statuts.....	26
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	26
6.9	Accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	28
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	28
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF.....	28
8.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	28
9.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	28

RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Grenadier Holdings Ltd., *private limited company* de droit anglais, dont le siège social est situé Lower Ground Floor, Park House, 16/18, Finsbury Circus, EC2M 7EB, Londres (Royaume-Uni), enregistrée auprès de la *British Companies House* sous le numéro 03591693 (« **Grenadier Holdings** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires et aux porteurs de bons de souscription d'actions 2015-1 (les « **BSA 2015-1** ») de la société Paragon ID, société anonyme dont le siège social est situé Les Aubépins, 18410 Argent-sur-Sauldre (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bourges sous le numéro 413 967 159 et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0013318813, compartiment C (la « **Société** » ou « **Paragon ID** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information (les « **Actions** »), au prix de trente-huit euros et un centime (38,01 €) par action (le « **Prix de l'Offre** ») et la totalité des BSA 2015-1 au prix de vingt-trois centimes (0,23 €) par BSA 2015-1, dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans le projet de note d'information préparé par Grenadier Holdings (le « **Projet de Note d'Information** ») et ci-après (l'« **Offre** »).

Les BSA 2015-1 ne sont admis aux négociations sur aucun marché.

Grenadier Holdings est la société mère du groupe Paragon, fournisseur leader dans les domaines de la communication commerciale, des solutions d'identification, de la traçabilité, de la protection des marques, du paiement et des services graphiques.

Grenadier Holdings détient, de concert avec GIML INVESTMENTS 3 LIMITED, une société sœur, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 1 704 385 Actions représentant 85,93 % du capital et 89,78 % des droits de vote théoriques de la Société¹.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées à celle-ci :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, en ce compris les 1 518 actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») et à l'exception des Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 279 018 Actions
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des BSA 2015-1 et des BSA 2018-1 (les « **BSA 2018-1** »), non détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 44 714 Actions nouvelles,

¹ Sur la base d'un nombre total de 1 983 403 actions et de 3 670 951 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31/07/2023 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les Actions auto-détenues.

Soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 323 732.

- la totalité des BSA 2015-1 émis par la Société non détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, représentant, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 151 000 BSA 2015-1.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- (i) les actions attribuées gratuitement (les « **Actions Gratuites** ») qui sont indisponibles car en cours d'acquisition ou de conservation et qui ne sont donc pas cessibles par leurs attributaires d'ici à la clôture de l'Offre en vertu de leurs conditions d'attribution, soit un maximum de 4 500 actions (les « **Actions Indisponibles** »). Les caractéristiques des Actions Gratuites sont détaillées dans la section 1.3.5 ci-dessous ; et
- (ii) les 40 400 bons de souscription d'actions 2018-1 de la Société, étant précisé que les BSA 2018-1 ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation et ne sont pas cessibles.

L'Initiateur a proposé aux attributaires d'Actions Gratuites non disponibles (AGA 1223, AGA 1224 et AGA 0323) de bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité décrit tels que ces termes sont définis à la section 1.3.5 du présent Projet de Note en Réponse.

Il propose également aux détenteurs de BSA 2018-1 non négociables et non cessibles un mécanisme de liquidité, dont les détails sont exposés dans la section 1.3.6 du présent Projet de Note en Réponse.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à l'exception des actions, des Actions Gratuites, des BSA 2015-1 et des BSA 2018-1, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre, laquelle serait, si les conditions requises sont remplies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de dix-sept (17) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 13 juillet 2023, Banque Palatine a déposé auprès de l'AMF, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l' « Etablissement Présentateur »), l'Offre et le présent Projet de Note d'Information pour le compte de l'Initiateur. Banque Palatine garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'il n'agissait pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

1.1 Contexte de l'Offre

L'Initiateur est directement détenu à 100% par Paragon Group Ltd., private limited company de droit anglais, dont le siège social est situé Lower Ground Floor, Park House, 16/18, Finsbury Circus, EC2M 7EB, Londres (Royaume-Uni), enregistrée auprès de la British Companies House sous le numéro 05258175 (« Paragon Group » et ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « Groupe »).

Paragon Group est l'un des principaux fournisseurs de services de communication à la clientèle, d'identification, de graphisme et de services bureautiques.

Paragon ID, filiale de Grenadier Holdings, est un leader des solutions d'identification dédiées aux marchés de l'e-ID, du transport et Smart Cities, de la traçabilité et protection des marques, et du paiement. Paragon ID a réalisé un chiffre d'affaires consolidé sur l'exercice clos le 30 juin 2022 de 130.849 000 euros et comptait 704 personnes dans le monde sur l'exercice 2021-2022, réparties sur 14 sites et dans 8 pays.

L'Offre fait suite à la publication par Grenadier Holdings et Paragon ID le 19 juin 2023 d'un communiqué de presse annonçant l'intention de Grenadier Holdings Ltd. de déposer la présente Offre et d'acquérir la totalité des Actions qu'elle ne détient pas, directement ou indirectement, seule ou de concert, à ce jour.

Comme annoncé dans ce même communiqué conjoint de Grenadier Holdings et Paragon ID, le projet d'Offre a été favorablement accueilli dans son principe par le Conseil d'administration de la Société qui a constitué un comité ad hoc, composé d'une majorité de membres indépendants, chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre. Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, et, sur recommandation du comité ad hoc, le Conseil d'administration a nommé le cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier, représenté par M. Olivier Peronnet en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel conformément aux dispositions des articles 261-1, I 1° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF.

Les motifs de l'Offre sont plus amplement décrits au paragraphe 1.1.3 de la note d'information et dans le paragraphe « Motifs de l'Offre » ci-dessous.

1.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie déployée par la Société et de ses engagements envers ses clients et partenaires.

L'acquisition de la totalité des actions de la Société par Grenadier Holdings permettrait de simplifier la gouvernance, faciliterait la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Grenadier Holdings tout en renforçant le soutien de sa stratégie.

Dans un contexte de liquidité très faible, l'Offre offrirait une possibilité de sortie immédiate et intégrale aux actionnaires minoritaires de la Société à des conditions financières très attractives. Par ailleurs, la mise en œuvre éventuelle d'une procédure de retrait obligatoire, décrite à la section 0 ci-dessous, à, si l'issue de l'Offre les actionnaires minoritaires ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de Paragon ID, permettrait de simplifier les opérations de la Société et de réduire ses

coûts liés aux différentes formalités obligatoires applicables aux sociétés cotées sur le marché réglementé d'Euronext Paris. La Société pourrait ainsi concentrer tous ses moyens financiers et humains sur la poursuite de son activité et sa croissance interne et réaliser des économies de ressources alors même que le statut de société cotée ne procure aujourd'hui aucun avantage réel à la Société, celle-ci n'ayant que très marginalement fait appel aux marchés financiers, et les coûts récurrents d'une cotation semblant disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action.

L'Initiateur souhaite ainsi renforcer son contrôle sur Paragon ID tout en offrant aux actionnaires de Paragon ID une liquidité leur permettant de céder leurs Actions à un prix attractif.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté l'Établissement Présentateur qui a procédé à une évaluation des actions de Paragon ID². Le conseil d'administration de la Société a procédé, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du RGAMF, à la désignation d'un expert indépendant chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société et dont le rapport est reproduit à la section 7 ci-dessous.

1.3 Termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 13 juillet 2023 un projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions et des BSA 2015-1 non encore détenus à ce jour, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur.

Cette Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de trente-huit euros et un centime (38,01 €) par Action, l'intégralité des Actions, et au prix de vingt-trois centimes d'euro (0,23 €) par BSA 2015-1 l'intégralité des BSA 2015-1 qui seront apportés à l'Offre pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre, le cas échéant.

L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.3.2 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 13 juillet 2023. La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 04 août 2023. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le présent Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de Paragon ID et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com).

² Une synthèse de cette évaluation figure à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du RGAMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.3.3 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date du Projet de Note en Réponse et la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse), la Société procède sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de réserves, de primes ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) un remboursement ou une réduction de son capital social et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre par Action et par BSA 2015-1 de la Société sera ajusté en conséquence, sur une base à l'euro, pour tenir compte de cette opération.

De même, dans l'éventualité où les termes et conditions des BSA 2015-1 seraient modifiés entre la date du présent Projet de Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse), le prix par BSA 2015-1 sera ajusté.

Tout ajustement du Prix de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

1.3.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Grenadier Holdings détient, de concert³ avec GIML INVESTMENTS 3 LIMITED, une société sœur, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 1 704 385 Actions et 3 295 988 droits de vote de la Société, représentant 85,93% du capital et 89,78% des droits de vote théoriques de la Société⁴.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées à celle-ci :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, en ce compris les 1 518 actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») et à l'exception des Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 279 018 Actions
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des BSA 2015-1 et des BSA 2018-1 (les « **BSA 2018-1** »), non détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 44 714 Actions nouvelles,

Soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 323 732.

- la totalité des BSA 2015-1 émis par la Société non détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, représentant, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 151 000 BSA 2015-1.

Pour rappel, à la date du présent Projet de Note en Réponse, les caractéristiques des BSA 2015-1 et BSA 2018-1 sont les suivantes :

	Nombre de BSA	Prix d'exercice	Parité d'exercice	Nombre d'actions maximum à émettre en cas d'exercice de l'intégralité des BSA	Date d'expiration
BSA 2015-1	151 000	54,06 euros	35 bons pour 1 action	4 314	31/12/2025
BSA 2018-1	40.400	33,25 euros	1 bon pour 1 action	40.400	12/12/2028

A l'exception des actions visées ci-dessus, des Actions Gratuites en cours d'acquisition ou en période de conservation (non-visées dans le cadre de l'Offre décrites à la section 1.3.5 du présent Projet de Note en Réponse), des BSA 2015-1 et des BSA 2018-1 (décrits à la section 1.3.5 du présent Projet de Note en Réponse) il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument

³ Détention en nue-propriété, Grenadier Holdings Ltd. ayant transféré à GIML Investments 3 Limited, une société sœur, dans le cadre d'une réorganisation interne, en date du 23 juin 2023 l'usufruit des 1 591 603 actions de la Société qu'elle détient. Grenadier Holdings Ltd. a par ailleurs consenti à GIML Investment 3 Limited une promesse de vente sur la nue-propriété desdites actions.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 1 983 403 actions et de 3 670 951 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31/07/2023 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

financier émis par Paragon ID susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.5 Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites et des titulaires d'Actions Indisponibles

À la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, Paragon ID a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites permettant l'attribution d'un nombre maximum de 4 500 Actions au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son groupe (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours à la date du Projet de Note en Réponse.

Référence du Plan	Date d'attribution	Date d'acquisition	Date de Disponibilité	Total des AGA en Période d'Acquisition	Total des AGA en Période de Conservation
AGA 1223	06/12/2021	06/12/2022	06/12/2023	0	2 000
AGA 1224	06/12/2021	06/12/2023	06/12/2024	1 000	
AGA 0323	26/04/2023	26/04/2024	26/04/2025	500	
		26/02/2025	26/02/2026	500	
		26/02/2026	26/02/2027	500	
Total				2 500	2 000

À la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi⁵, les Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre, dans la mesure où les périodes d'acquisition ou de conservation des Actions Gratuites n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

L'Initiateur a offert aux attributaires d'Actions Gratuites non acquises ou non disponibles (AGA 1223, AGA 1224 et AGA 0323) le bénéfice d'un mécanisme de liquidité dans la mesure où ces Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Ainsi, il a été proposé à ces titulaires d'Actions Gratuites de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité AGA** »).

Aux termes de ce Contrat de Liquidité AGA, Grenadier Holdings s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par Grenadier Holdings de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions Paragon ID reçues par les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites, à tout moment au cours d'une période de six (6) mois suivant la fin de la période de conservation des actions (la « **Période de Liquidité** »), et les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites s'engagent irrévocablement à vendre les actions Paragon ID reçues, à tout moment au cours d'une période de deux (2) mois suivant la fin de la Période de Liquidité. Le prix d'achat sera déterminé sur la base de l'actif net comptable social par action, calculé sur la base des comptes sociaux (individuels) du dernier exercice clos au jour de l'exercice des promesses par Grenadier Holdings et

⁵ Notamment en application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites. Par exception, le prix d'achat sera égal au prix de l'Offre pour les Actions Gratuites devenant disponibles au cours des 12 mois suivant l'annonce de l'Offre.

En application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites pour lesquelles un Contrat de Liquidité AGA aura été conclu seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur.

1.3.6 Situation des titulaires de BSA 2018-1

La Société a procédé, en 2019, à l'attribution de BSA 2018-1 à plusieurs bénéficiaires.

Il est précisé que les BSA 2018-1 ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation. Ils sont par ailleurs incessibles et, par conséquent, ne sont pas visés par l'Offre. Leur prix d'exercice est de 33,25 euros par BSA 2018-1.

A la date du Projet de Note en Réponse, 40 400 BSA 2018-1 sont en circulation.

Les Actions résultant de l'exercice des BSA 2018-1 sont immédiatement cessibles et peuvent ainsi être apportées à l'Offre, selon les modalités prévues à la section 1.4 du Projet de Note en Réponse.

Il est précisé toutefois, s'agissant des bénéficiaires résidant en dehors de France, que l'Offre est faite exclusivement en France et qu'ils ne peuvent ainsi apporter à l'Offre les Actions résultant de l'exercice de leurs BSA 2018-1 que si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

L'Initiateur a offert aux porteurs de BSA 2018-1 le bénéfice d'un mécanisme de liquidité.

Ainsi, il a été proposé à ces titulaires de BSA 2018-1 de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité BSA 2018-1** »).

Aux termes de ce Contrat de Liquidité BSA 2018-1, Grenadier Holdings s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par Grenadier Holdings de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions Paragon ID acquises par les titulaires de BSA 2018-1, à tout moment jusqu'au 30 juin 2024. Le prix d'achat sera égal au prix de l'Offre.

1.3.7 Conditions d'ouverture de l'Offre

La réalisation de l'Offre n'est soumise à aucune autre autorisation réglementaire que celle de l'AMF.

1.3.8 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Retrait Obligatoire :

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions Paragon ID non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Paragon ID, Grenadier Holdings Ltd. a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Paragon ID non présentées à la présente Offre (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre, après ajustements le cas échéant.

Grenadier Holdings Ltd. a l'intention, dans le cas où, à l'issue de la présente Offre, les actions susceptibles d'être créées par exercice des BSA 2015-1 non présentés à la présente Offre, une fois additionnées avec les actions Paragon ID existantes non présentées à la présente Offre (à l'exception des Actions Gratuites qui font l'objet d'un mécanisme de liquidité), ne représenteraient pas plus de 10% de la somme des titres de capital Paragon ID existants et susceptibles d'être créés, de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de (3) trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire visant les BSA 2015-1 non présentés à la présente Offre, moyennant une indemnisation unitaire égale au prix des BSA 2015-1 dans le cadre de la présente Offre

Radiation d'Euronext Paris :

Dans l'hypothèse où la procédure de retrait obligatoire décrite ci-dessus ne serait pas mise en œuvre, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation des actions Paragon ID si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies.

1.4 Procédure d'apport des actions à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (y compris, les courtiers, les établissements de crédit et les institutions financières) souhaitant participer à l'Offre, devront transmettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable conforme au modèle fourni par leur intermédiaire financier.

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre dans les délais impartis.

Les actions de la Société détenues au nominatif devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront préalablement demander leur conversion au porteur dès que possible auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les Actions de la Société apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute action de la Société apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les ordres de présentation des Actions de la Société à l'Offre sont irrévocables.

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Oddo BHF, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions de la Société à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre. Les frais de négociation (y compris les frais de courtage, les commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de la Société apportant à l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire des actionnaires de la Société.

Le transfert de propriété des actions apportés à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

1.5 Procédure d'apport des BSA 2015-1 à l'Offre

Le porteur de BSA 2015-1, s'il souhaite apporter ses BSA 2015-1 à l'Offre, devra notifier sa décision à Uptevia, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, au moyen d'un ordre de cession de gré à gré au prix de l'offre des BSA 2015-1 conforme au modèle qui lui aura été remis par Uptevia.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
19 juin 2023	Annonce du projet d'Offre
13 juillet 2023	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur ([adresse du site dédié à compléter]) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur concernant les principales dispositions du Projet de Note d'Information
04 août 2023	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion d'un communiqué de la Société contenant les principales dispositions du projet de note en réponse

5 septembre 2023	Décision de conformité par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
5 septembre 2023	Mise à disposition du public et mise en ligne de la note d'information visée sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée Mise à disposition du public et mise en ligne de la note en réponse visée sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse visée
6 septembre 2023	Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.paragon-id.com/fr) Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
6 septembre 2023	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
7 septembre 2023	Ouverture de l'Offre
29 septembre 2023	Clôture de l'Offre
2 octobre 2023	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	Le cas échéant, mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies.

1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.13 du Projet de Note d'Information et s'appliquent au Projet de Note en Réponse.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. 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 à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

Le Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite ou requerrait la publication d'un

prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « US persons » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur de titre ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

« Il est rappelé qu'en application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'actionnaire de référence de la Société, la société Grenadier Holdings Ltd., une private limited company de droit anglais, dont le siège social est situé Lower Ground Floor, Park House, 16/18, Finsbury Circus, EC2M 7EB, Londres (Royaume-Uni), enregistrée auprès de la British Companies House sous le numéro 03591693 (« Grenadier Holdings » ou l'« Initiateur »), a proposé de manière irrévocable aux actionnaires et aux porteurs de bons de souscription d'actions 2015-1 (les « BSA 2015-1 ») de la Société, d'acquiescer en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur à la date du projet de note d'information (les « Actions »), au prix de trente-huit euros et un centime

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

*(38,01 €) par action (le « **Prix de l'Offre** ») et la totalité des BSA 2015-1 au prix de 0,23 euro par BSA 2015-1, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« Offre »).*

*Le Conseil d'administration de la société Paragon ID s'est réuni ce jour, le 04 août 2023, à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par Grenadier Holdings.*

A la date du dépôt de l'Offre, l'Initiateur détenait de concert avec GIML INVESTMENTS 3 LIMITED, une société sœur, à la date du présent Projet de Note d'Information, 1 591 603 Actions et 3 183 206 droits de vote de la Société, représentant 80,25% du capital et 86,68% des droits de vote théoriques de la Société. Grenadier Holding ne détenait aucune autre valeur mobilière émise par la Société.

Les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

le communiqué conjoint de presse du 16 juin 2023 par lequel l'Initiateur et la Société ont annoncé le projet d'Offre ;

- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé le 13 juillet 2023 auprès de l'AMF, contenant notamment, le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation des prix de l'Offre des Actions et des BSA 2015-1 établis par Banque Palatine en qualité d'établissement présentateur ;*
- le rapport contenant l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 38,01 euros par action de la Société et pour les porteurs de BSA 2015-1 du prix offert de 0,23 euro par BSA 2015-1, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et*
- le projet de note d'information en réponse de la Société.*

Le Président rappelle les termes de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Le Président rappelle également que le Conseil d'administration a accueilli favorablement le principe de l'Offre tel que cela a été indiqué dans le communiqué de presse conjoint annonçant l'intervention de l'offre. Il indique enfin que le Comité Social et Economique de la Société a émis un avis favorable au projet d'Offre, le 03 juillet 2023.

Constitution du Comité Ad hoc

Il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, le Conseil d'administration, lors de la séance en date du 19 mai 2023 a désigné formellement les membres d'un comité ad hoc (le « Comité Ad Hoc »), composé des deux seuls administrateurs indépendants de la Société et d'un administrateur, à savoir :

- Monsieur Dominique Durant des Aulnois,*
- Madame Lis Icton*, et*
- Madame Alyna Wnukowsky*.*

** Administrateurs indépendants*

⁶ Sur la base, tel qu'indiqué dans et à la date du projet de Note d'Information d'un nombre total de 1 983 403 actions et de 3 672 451 droits de vote théoriques de la Société (informations au 30/06/2023 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les Actions auto-détenues.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

La parole est donnée à Madame Lis Icton qui rappelle alors, en tant que de besoin, les travaux du Comité Ad Hoc

Travaux du Comité Ad Hoc

i. Désignation de l'expert indépendant

Une fois informés de l'intention de l'Initiateur de déposer l'Offre, les membres du Comité Ad Hoc ont étudié les profils de plusieurs experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, et ont pu s'entretenir avec eux à divers stades, en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et dans le secteur d'activité de la Société, (iii) de leur proposition financière, et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts

Sur proposition du Comité Ad Hoc, le Conseil d'administration a désigné formellement lors de sa séance du 16 juin 2023, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'expert indépendant et a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée (l'« Expert Indépendant »)

ii. Travaux du Comité Ad Hoc et suivi des travaux de l'Expert Indépendant

Madame Lis Icton indique que les membres du Comité Ad Hoc ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et suivre la réalisation de ses travaux. Les membres du Comité Ad Hoc ont été assistés dans cette tâche par le cabinet Simmons & Simmons LLP, conseil juridique du Comité Ad Hoc.

Après une première réunion destinée notamment au choix de l'expert indépendant (le 26 mai 2023), entre cette date et le 04 août 2023, le Comité Ad Hoc s'est encore réuni à 4 reprises pour les besoins de sa mission. Les membres du Comité Ad Hoc se sont notamment réunis :

- le 30 mai 2023, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un premier point d'étape sur l'organisation des travaux de l'expert indépendant ;*
- le 12 juin 2023, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un premier point d'étape sur ses travaux et de discuter des méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier ;*
- le 14 juin 2023, en présence de l'Expert Indépendant, afin que ce dernier donne une vue préliminaire sur la valorisation proposée en vue de l'Offre ;*
- Après que l'Expert indépendant ait été invité le 25 juillet 2023 au Conseil d'administration afin de faire une courte présentation de ses travaux, le Comité Ad Hoc a été convoqué le 04 août 2023, en présence de l'Expert Indépendant afin de prendre connaissance du rapport final de l'Expert Indépendant et pour finaliser sa recommandation au Conseil d'administration, ainsi que le texte du projet d'avis motivé.*

Le Comité Ad Hoc s'est assuré que les représentants du cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier avait eu à disposition l'ensemble des informations qu'ils avaient estimé nécessaires pour l'exécution de leur mission et qu'ils

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

avaient été à même de mener leurs travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre. Le Comité Ad Hoc n'a pas eu connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant un certain nombre de documents d'ordre financier ou juridique, notamment le plan d'affaires standalone 2023e-2026e établi par le management de la Société en avril 2023 selon une approche « bottom-up », avec toutefois certains ajustements réalisés de façon « top-down ». Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une approbation par le Conseil d'administration de la Société au travers de la revue de la stratégie de la Société le 22 juin 2023 et lors de l'approbation du budget de la Société pour l'année fiscale 2024 le 25 juillet 2023 (le « Plan d'Affaires »). Ce Plan d'Affaires constitue, à la connaissance du Comité Ad Hoc, les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

iii. Conclusion du rapport de l'Expert Indépendant

Le Président invite alors l'Expert Indépendant, le cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier à présenter les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration.

L'Expert Indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport.

Les Membres du Comité prennent acte de l'attestation d'équité à savoir :

« En ce qui concerne l'actionnaire de Paragon ID

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 38,01 € par action.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 7,1% sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme le critère le plus approprié. Celui-ci est fondé sur le plan d'affaires du management, approuvé par le Conseil d'administration, qui repose sur la capacité de la Société à accroître significativement ses parts de marché sur l'ensemble de ses activités, tout en augmentant sa profitabilité opérationnelle à un niveau encore jamais atteint historiquement. Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management, apparaît globalement volontariste dans le contexte industriel et concurrentiel de Paragon ID. En cela, l'actionnaire minoritaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Paragon ID.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de Paragon ID qui le souhaitent, avec une prime de 35,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 25,3% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce, étant rappelé que le flottant de la Société est faible et les volumes observés limités, donnant une moindre pertinence à ce critère, qui reste néanmoins une référence.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, celle-ci fait ressortir des primes de 15,9% et 37,2% sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

En ce qui concerne les BSA 2015-1

L'Offre porte également sur l'ensemble des BSA 2015-1 émis par Paragon ID.

Le prix d'Offre de 0,23 € par BSA 2015-1 extériorise une prime de 25,7% par rapport aux critères d'évaluation usuels fondés sur le modèle binomial et le modèle Black & Scholes.

En ce qui concerne les accords connexes

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

L'examen des opérations et accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le contrat de liquidité des actions gratuites et (ii) le contrat de liquidité des BSA 2018-1, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 38,01 € par action et 0,23 € par BSA 2015-1 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Paragon ID, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. »

Sur la base de ces éléments d'appréciation, l'Expert Indépendant est d'avis que les prix retenus pour l'Offre de 38,01 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Paragon ID, de même que le prix retenu pour l'Offre de 0,23 € par BSA 2015-1 est équitable d'un point de vue financier pour les porteurs de BSA 2015-1 de Paragon ID. Ces prix seraient également équitables en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Il est rappelé également que l'Expert Indépendant n'a reçu à ce jour aucune communication d'actionnaires minoritaires de la Société au sujet de l'Offre.

Recommandation du Comité Ad hoc

Les membres du Comité Ad Hoc présentent au Conseil d'administration les conclusions de leurs travaux de revue du projet d'Offre :

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, ils relèvent que :

- *l'Offre, si elle est suivie par une radiation des actions de la cote, permettra à Paragon ID d'échapper aux contraintes inhérentes à la cotation sur un marché réglementé (notamment lourdeur administrative, coûts significatifs).*
- *la Société pourrait ainsi concentrer ses moyens financiers et humains sur la poursuite de son activité et sa croissance interne et réaliser des économies de ressources alors même que le statut de société cotée ne procure aujourd'hui aucun avantage réel à la Société, celle-ci n'ayant que très marginalement fait appel aux marchés financiers, et les coûts récurrents d'une cotation étant disproportionnés par rapport à la faible liquidité des actions de la Société.*

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier, ils notent que :

- *le prix offert de 38,01 euros par action extériorise une prime de 35,8 % par rapport au cours de clôture de l'Action le 16 juin 2023, de +25,1 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'Action sur les 60 jours qui précèdent cette date ;*
- *l'Offre donne l'opportunité aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate, intégrale et organisée sur l'intégralité de leurs titres, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable leurs titres ; les actionnaires devant également intégrer le risque de voir la liquidité du marché de l'action de la Société diminuer fortement après l'Offre si le seuil du retrait obligatoire n'est pas atteint ;*
- *A cet égard, l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 38,01 euros fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il avait retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ainsi que dans le cadre d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire ;*
- *l'Initiateur offre aux détenteurs des BSA 2018-1 et aux détenteurs des AGA une liquidité future, intégrale et organisée sur l'intégralité de leurs titres, à des conditions équitables et cohérentes avec le prix de l'Offre ;*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *l'Offre donne aux porteurs de BSA 2015-1 la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate, complète et organisée pour l'ensemble de leurs bons, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable leurs titres ;*
- *en conséquence, le Comité Ad Hoc considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate (comme pour les détenteurs de BSA 2015-1), dans un contexte de liquidité très faible et à des conditions de prix attractives considérées comme équitables par l'Expert Indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.*

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, ils relèvent que :

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société, l'Initiateur indiquant à cet égard que l'Offre « ne devrait donc pas avoir de conséquence sur les effectifs de Paragon ID ou sa politique de gestion des ressources humaines. Notamment, elle n'entraînera pas de restructuration ou de suppression de poste » ;*
- *le Comité Social et Economique de la Société a été informé du projet d'Offre par les représentants de Grenadier Holdings le 03 juillet 2023 et a émis l'opinion suivante : « avis favorable à l'unanimité des présents ».*

Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres, recommande au Conseil d'administration, de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Conclusion et avis du Conseil d'administration

Au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'Expert Indépendant, et des conclusions des travaux du Comité Ad Hoc, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré et étant précisé que tous les administrateurs présents participent au vote :

- *considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *décide, à l'unanimité des présents, d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- *recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *recommande en conséquence et en tant que de besoin aux porteurs de BSA 2015-1 de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs titres à l'Offre ; et*
- *décide que les 1 518 actions auto-détenues seront apportées à l'Offre.*
- *Après avoir pris connaissance du projet de note en réponse à l'Offre, donne tous pouvoirs au Directeur Général à l'effet de le finaliser, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Messieurs Dominique Durant des Aulnois et John Rogers, en leur qualité d'administrateurs, ont indiqué avoir l'intention d'apporter leurs titres à l'Offre.

LBO France, qui n'a pu participer à la réunion, a indiqué ne pas avoir eu le temps matériel de réunir un comité d'investissement, en conséquence de quoi LBO France n'a pas pu exprimer d'intention. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis du motivé reproduit à la section 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonctions	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
John Rogers	Président du conseil d'administration	1 500	Apport à l'Offre de 1 500 Actions
Dominique Durant des Aulnois	Administrateur – secrétaire général du conseil d'administration	500	Apport à l'Offre de 500 Actions

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient directement 1 518 Actions

Le conseil d'administration du 04 août 2023 a pris acte du fait que les 1 518 Actions auto-détenues par la Société sont visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, qu'il souhaite les apporter à l'Offre.

5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Exception faite de ce qui est indiqué aux sections 1.3.5 et 1.3.6 de la présente Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société à 69 419 105 euros, divisé en 1 983 403 actions ordinaires de 35 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital et les droits de votes de la Société à la date des présentes sont répartis comme suit⁷ :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques	% des droits de vote exerçables en AG
Grenadier Holdings Ltd. ⁽¹⁾	1 704 385 (dont 112 782 au porteur)	85,932	3 295 988	89,786	89,823
LBO France Gestion	66 298	3,343	132 596	3,612	3,614
Europe Offering	1	0,000	2	0,000	0,000
Leignon Synergie	12 069	0,608	24 138	0,658	0,658
Bluesky Capital	4 265	0,215	8 530	0,232	0,232
Autres nominatifs	17 546	0,885	30 858	0,841	0,841
dont salariés	8 925	0,450	15 008	0,409	0,409
Porteur (hors Grenadier Holdings Ltd)	178 839	9,017	178 839	4,872	4,874
dont auto-détention	1 518	0,076	1 518	0,041	N/A
Total	1 983 403	100,00%	3 670 951	100,00%	100,00%

(1) Détention en nue-propriété, Grenadier Holdings ayant transféré à GIML Investments 3 Limited, une société sœur, dans le cadre d'une réorganisation interne, en date du 23 juin 2023, l'usufruit des 1 591 603 actions de la Société qu'elle détient. Grenadier Holdings a par ailleurs consenti à GIML Investment 3 Limited une promesse de vente sur la nue-propriété desdites actions (D&I 223C0998).

Les autres valeurs mobilières émises sont les suivantes :

A la connaissance de la Société, il est établi qu'un nombre total de 191 400 bons de souscription d'actions demeurent en circulation. Parmi ceux-ci, Les BSA qui proviennent du plan dénommé « **BSA 2015-1** » ne sont pas prises en compte en raison du caractère « hors de la monnaie » desdits bons, tandis que les 40 400 restants sont issus du plan intitulé « BSA 2018-1 ».

Les bons de souscription d'actions relevant du plan « **BSA 2015-1** » se caractérisent par un prix d'exercice de 54,0617 euros par action et une parité de 35 bons permettant de souscrire à une action. En ce qui concerne les bons de souscription d'actions attribués par le plan « **BSA 2018-1** », leur prix d'exercice s'élève à 33,25 euros par bon, avec une parité d'un bon pour une action.

Il existe un nombre total de 1 000 actions (AGA1224) provenant d'un plan d'attribution gratuite d'actions (AGA) dénommé « **AGA 2020-1** », est actuellement en vigueur au sein de Paragon, à destination spécifique des salariés. Ces actions demeurent en période d'acquisition jusqu'au 6 décembre 2023. Il existe également 2 000 actions (AGA1223) qui proviennent du même plan et qui restent en période de conservation jusqu'au 6 décembre 2023.

Enfin, il existe aussi un nombre total de 1 500 actions (AGA0323) provenant du plan d'attribution gratuite d'actions (AGA) du 26 avril 2023 ; 500 actions ont une période d'acquisition se terminant le 26 février 2025 et une période de conservation jusqu'au 26 février 2026 ; et 500 actions ont une période d'acquisition se terminant le 26 février 2026 et une période de conservation jusqu'au 26 février 2027.

⁷ Sur la base d'un nombre total de 1 983 403 actions et de 3 670 951 droits de vote théoriques de la Société (informations au 31/07/2023 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Toute personne, physique ou morale, qui vient à détenir ou cesse de détenir, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du livre II du Code de commerce, une fraction égale à 2,5 % du capital ou des droits de vote ou un multiple de cette fraction, doit, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils, informer la Société du nombre total d'actions ou de titres donnant accès à terme au capital ainsi que du nombre de droits de vote qu'elle détient, seule ou indirectement ou encore de concert.

Transfert d'Actions

Pour les franchissements de seuil résultant d'une acquisition ou d'une cession en bourse, le délai de quatre jours de bourse commence à compter du jour de la négociation des titres et non de leur livraison.

En cas de non-respect de cette obligation d'information et à la demande d'un ou de plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % des droits de vote, les droits de vote excédant la fraction qui aurait dû être déclarée ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant, à toute Assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

6.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Paragon ID et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, notamment sur la base des dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessus.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.6 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

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 10 des statuts.

La durée des fonctions des administrateurs est de deux ans ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut procéder, dans les conditions prévues par la loi, à des cooptations pour la durée restant à courir du mandat de chacun des prédécesseurs concernés.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-quinze (75) ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil d'administration le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président. Le Conseil d'administration détermine sa rémunération.

Le Président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le Conseil d'administration peut le révoquer à tout moment.

Nul ne peut être nommé Président s'il est âgé de plus de soixante-dix (70) ans. Si le Président en fonction vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le Conseil d'administration peut également désigner un ou deux Vice-Présidents (parmi ses membres) et un secrétaire (qui peut être choisi en dehors des administrateurs).

En cas d'absence du Président, la séance du Conseil d'administration est présidée par le Vice-Président présent le plus âgé. A défaut, le Conseil d'administration désigne, parmi ses membres, le président de séance.

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration est composé des sept administrateurs suivants :

- Monsieur John Rogers, Président du conseil d'administration
- Monsieur Dominique Durant des Aulnois, secrétaire général
- Monsieur Valéry Huot, représentant permanent de LBO France Gestion
- Monsieur Laurent Salmon
- Madame Lis Icton*
- Madame Alyna Wnukowsky*

** Administrateurs indépendants*

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
Résolution 19	Autorisation conférée au Conseil d'Administration d'opérer sur les actions de la Société aux fins de permettre le rachat d'actions de la Société dans le cadre du dispositif de l'article L.22-10-62 du Code de commerce	10% du capital avec un plafond global de 20 000 000 euros.	18 mois, valable jusqu'au 14 juin 2024	Néant
Résolution 20	Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre et d'attribuer des bons de souscription d'actions (« BSA 2023 ») avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes.	Un nombre maximum de 90 000 bons de souscription d'actions sachant le montant nominal des augmentations de capital résultant de l'exercice de ces bons est d'un Montant maximal de 3 150 000 euros	18 mois, valable jusqu'au 14 juin 2024	Néant
Résolution 21	Autorisation au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre au profit du personnel salarié et / ou des mandataires sociaux de la Société et des sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce	Le montant nominal des augmentations de capital résultant de l'exercice de ces bons est d'un Montant maximal de 3 150 000 euros	38 mois, valable jusqu'au 14 février 2026	1.500 actions gratuites le 26/04/2023
Résolution 22	Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées	18 mois, valable jusqu'au 14 juin 2024	Néant

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
		est fixé à 25 000 000 d'euros		
Résolution 23	Délégation de compétence au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et / ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et / ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit d'attribution de titres de créances	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 70 000 000 d'euros	26 mois valable jusqu'au 14 février 2025	Néant
Résolution 24	Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'une offre au profit notamment d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs, telle que visée à l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 25 000 000 d'euros	26 mois valable jusqu'au 14 février 2025	Néant
Résolution 25	Autorisation consentie au conseil d'administration, en cas d'émission avec suppression du droit préférentiel de souscription, en vue de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'assemblée générale dans la limite de 10 % du capital social	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 25 000 000 d'euros	26 mois valable jusqu'au 14 février 2025	Néant
Résolution 26	Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et / ou à terme au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 25 000 000 d'euros	26 mois valable jusqu'au 14 février 2025	Néant
Résolution 27	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public (en dehors des offres visées au paragraphe 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier)	Le montant nominal maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 25 000 000 d'euros		Néant
Résolution 28	Délégation de pouvoirs au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital immédiatement et / ou à terme au capital de la Société, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société,	Dans la limite de 10 % du capital	26 mois valable jusqu'au 14 février 2025	Néant

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
	constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières			

6.9 Accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

Non applicable, l'offre n'entraînera pas un changement dans le contrôle de la société cible.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Non applicable, l'offre n'entraînera pas un changement dans le personnel de la société cible.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

En application des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet FINEXSI - Expert & Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier Peronet, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 16 juin 2023 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 04 août 2023, est reproduit dans son intégralité en **Annexe** et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

8. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront disponibles sur le site internet de Paragon ID (www.paragon-id.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Paragon ID, Les Aubépins, 18410 Argent-Sur-Sauldre.

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Clement Garvey – Directeur général de Paragon ID

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE

Rapport de l'expert indépendant



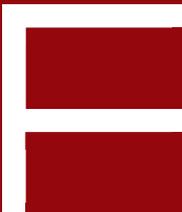
FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

PARAGON  ID

Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire initiée par GRENADIER HOLDING Plc visant les actions et les BSA 2015-1 de PARAGON ID

4 août 2023



SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	4
2. Contexte de notre mission.....	5
2.1 Mission du cabinet FINEXSI.....	5
2.2 Déclaration d'indépendance.....	5
2.3 Diligences effectuées	6
3. Présentation de PARAGON ID	8
3.1 Présentation de la structure actionnariale	8
3.2 Organigramme juridique.....	9
3.3 Présentation de PARAGON ID et de ses activités.....	10
3.3.1 Rappel de l'historique	10
3.3.2 Présentation des activités de la Société	12
4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de PARAGON ID.....	17
4.1 Présentation générale du secteur de la RFID	17
4.2 Présentation des marchés d'application de la Société	23
4.3 Réglementation sectorielle	27
5. Analyse financière de PARAGON ID	28
5.1.1 Compte de résultat consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022	28
5.1.2 Bilan consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022.....	32
5.1.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société sur la période 2018 – 2022.....	36
6. Matrice SWOT	39
7. Evaluation des actions de la société PARAGON ID	40
7.1 Références et Méthodes d'évaluation écartées	40
7.1.1 Actif net comptable	40
7.1.2 Actif net comptable réévalué.....	40
7.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	41
7.1.4 Valeur liquidative	41
7.1.5 Analyse des transactions comparables	41
7.2 Méthodes d'évaluation retenues	41
7.3 Mise en œuvre de la valorisation de PARAGON ID	42

7.3.1	Données de référence de PARAGON ID	42
7.3.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	44
7.3.3	Analyse du cours de bourse (à titre secondaire).....	48
7.3.4	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	51
7.3.5	Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif).....	54
7.4	Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	56
8.	Evaluation des BSA 2015-1	57
8.1	Principales caractéristiques des BSA 2015-1.....	57
8.2	Remarque liminaire	57
8.3	Méthodes d'évaluation écartées.....	58
8.4	Méthodes d'évaluation retenues	58
8.5	Paramètres de valorisation.....	58
8.6	Résultats	60
9.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur	61
9.1	S'agissant des actions PARAGON ID	61
9.1.1	Choix des critères d'évaluation	62
9.1.2	Mise en œuvre des différents critères.....	62
9.2	S'agissant des BSA 2015-1.....	65
10.	Accords connexes	66
10.1	Le Contrat de liquidité des actions gratuites.....	66
10.2	Le Contrat de liquidité des BSA 2018-1	68
11.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert	69
11.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	69
11.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre.....	70
11.2.1	En ce qui concerne l'actionnaire de PARAGON ID.....	70
11.2.2	En ce qui concerne les BSA 2015-1	71
11.2.3	En ce qui concerne les accords connexes.....	71
12.	Annexes	72
12.1	Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission	72
12.2	Lettre de mission.....	77

1. Présentation de l'Opération

PARAGON ID (ou « le Groupe » ou « la Société ») est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de produits de technologie sans contact utilisés dans la vérification de l'identité des personnes ou la traçabilité des objets. La Société est notamment présente à l'international, réalisant 68,9% de son chiffre d'affaires en dehors de la France au 30 juin 2022.

PARAGON ID est présent sur 4 grands marchés mondiaux : le segment *Smart Cities* (37% du chiffre d'affaires en 2022), la traçabilité de l'objet (34%), le paiement (22%) et l'identité sécurisée (7%).

Depuis la fusion inversée intervenue en 2017, l'actionnaire de référence de la Société est le groupe GRENADIER HOLDINGS (ou « GRENADIER » ou « l'actionnaire de référence » ou « l'Initiateur ») qui détient environ 80,25% du capital.

PARAGON ID (anciennement ASK avant la fusion inversée de 2017), est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris depuis le 1^{er} juillet 2014.

L'actionnaire de référence a déposé, le 13 juillet 2023, un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ou « l'Offre », « l'OPAS » ou « l'Opération ») au prix de 38,01 € par action PARAGON et de 0,23 € par BSA 2015-1 (ci-après, pris ensemble le « le Prix d'Offre »). Cette Offre porte sur :

- La totalité des actions d'ores et déjà émises non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, en ce compris (i) les 1 518 actions auto-détenues par la Société, (ii) les actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des BSA 2015-1 et des BSA 2018-1, (iii) à l'exception des actions gratuites soit, selon le projet de Note d'Information, un nombre maximum de 436 514 actions de la Société ;
- La totalité des BSA 2015-1 en circulation soit, selon le projet de Note d'information, un nombre maximum de 151 000 BSA 2015-1.

L'OPAS sera suivie par la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire »), visant les actions et les BSA 2015-1 non apportés à l'Offre, dans le cas où les conditions seraient réunies à l'issue de l'Offre.

2. Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet FINEXSI

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire, le Comité *ad hoc* de PARAGON ID du 26 mai 2023 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») en qualité d'Expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette désignation par le Comité *ad hoc* a fait l'objet d'une ratification par le Conseil d'Administration du 16 juin 2023.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF (ci-après « l'AMF ») en raison (i) du fait que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I 1°), (ii) de l'existence d'opérations connexes au projet d'OPAS (contrat de liquidité des actions gratuites et des BSA 2018-1) susceptibles d'être considérées comme ayant un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°), (iii) du fait que l'Offre vise des instruments financiers de catégories différentes (article 261-1 I 5°) et (iv) de l'intention de l'Initiateur de demander, si les conditions sont réunies, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par la Société ou ses conseils. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre devait être ouverte aux actionnaires d'autres pays.

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;

- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

2.3 Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de PARAGON ID ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de PARAGON ID comprenant notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour PARAGON ID, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre (ARROWHEAD, EUROLAND CORPORATE et KEPLER CHEUVREUX) ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires de PARAGON ID avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence (le plan d'affaires ayant été approuvé par le Conseil d'administration le 22 juin 2023) ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification des comparables boursiers ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du Prix de l'Offre, par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;

- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre, BANQUE PALATINE (ci-après « l'Etablissement Présentateur ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil d'administration de PARAGON ID.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Il n'entre pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui ont pu être communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de PARAGON ID, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses opérationnelles sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de PARAGON ID afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de Note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc Brichet, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

3. Présentation de PARAGON ID

PARAGON ID est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 69 419 105 € divisé en 1 983 403 actions d'une valeur nominale unitaire de 35,00 €, toutes souscrites et intégralement libérées, dont le siège social est situé à Les Aubépins, à Argent-Sur-Sauldre (18410).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bourges sous le numéro 413 967 159.

L'exercice social de la Société couvre la période du 1^{er} juillet au 30 juin.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment C) sous l'ISIN FR0013318813.

3.1 Présentation de la structure actionnariale

Selon le projet de Note d'Information, la répartition du capital et des droits de votes théoriques de PARAGON ID se présentait comme suit au 30 juin 2023.

Tableau 1 – Structure actionnariale de PARAGON ID au 30 juin 2023

En nombre d'actions	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Grenadier Holdings Ltd ⁽¹⁾	1 591 603	80,25 %	3 183 206	86,68 %
Total Actionnaire de contrôle	1 591 603	80,25 %	3 183 206	86,68 %
LBO France Gestion	66 298	3,34 %	132 596	3,61 %
Autres fonds	16 335	0,82 %	32 670	0,89 %
Investisseurs financiers	82 633	4,17 %	165 266	4,50 %
Autres actionnaires (dont salariés)	19 496	0,98 %	34 308	0,93 %
Autres actionnaires (hors flottant)	19 496	0,98 %	34 308	0,93 %
Autocontrôle (contrat de liquidité)	1 518	0,08 %	N/A	-
Total autocontrôle	1 518	0,08 %	N/A	-
Flottant	288 153	14,53 %	289 671	7,89 %
Total Flottant	288 153	14,53 %	289 671	7,89 %
Total	1 983 403	100,00 %	3 672 451	100,00 %

⁽¹⁾ Détention en nue-propriété, GRENADIER HOLDINGS LTD ayant transféré à GIML INVESTMENTS 3 LIMITED, une société sœur, dans le cadre d'une réorganisation interne, en date du 23 juin 2023, l'usufruit des 1.591.603 actions de la Société qu'elle détient. GRENADIER HOLDINGS LTD a par ailleurs consenti à GIML INVESTMENTS 3 LIMITED une promesse de vente sur la nue-propriété desdites actions (D&I 223C0998).

Source : Projet de Note d'Information

Il est précisé que les statuts de PARAGON ID prévoient qu'un droit de vote double est attribué aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis au moins 2 ans au nom du même actionnaire.

PARAGON ID a par ailleurs mis en place des plans d'actions gratuites et des plans de souscription d'actions :

Tableau 2 – Présentation des instruments dilutifs de PARAGON ID en circulation au 30 juin 2023

Instruments dilutifs	Nombre d'instruments dilutifs en circulation	Taux de conversion	Nombre d'actions susceptibles d'être émises	Prix d'exercice
AGA 1224	1 000	1	1 000	n/a
AGA 0323	1 500	1	1 500	n/a
BSA 2015-1	151 000	35	4 314	54,06
BSA 2018-1	40 400	1	40 400	33,25

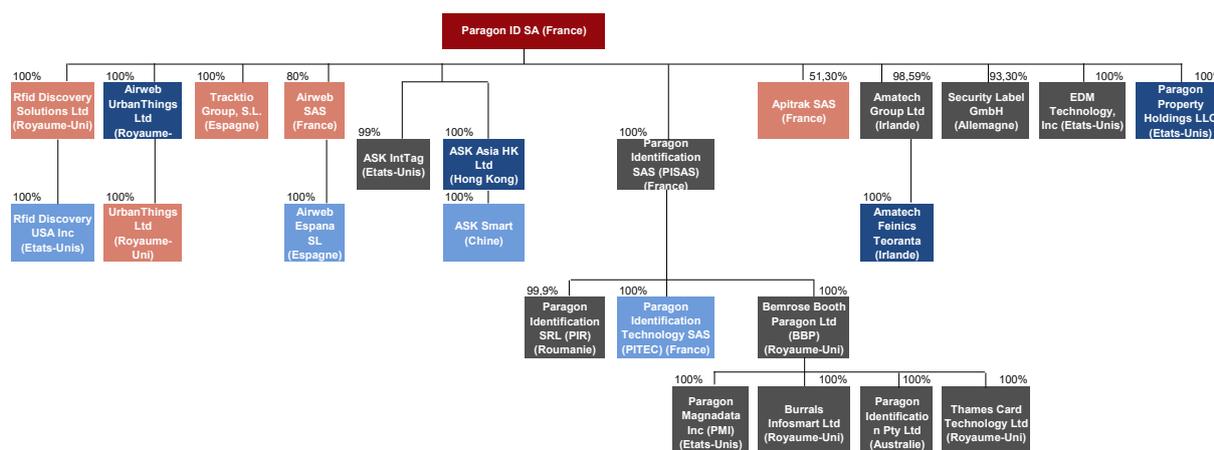
Source : Société

Il est précisé que 2 000 actions attribuées gratuitement le 6 décembre 2021 au titre du plan d'AGA 1223, définitivement acquises le 6 décembre 2022, et actuellement en période de conservation jusqu'au 6 décembre 2023, ont d'ores et déjà été émises et sont donc intégrées dans les 1 983 403 actions composant le capital social de la Société au 30 juin 2023.

3.2 Organigramme juridique

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique de PARAGON ID au 30 juin 2023.

Figure 1 – Organigramme juridique de PARAGON ID au 30 juin 2023

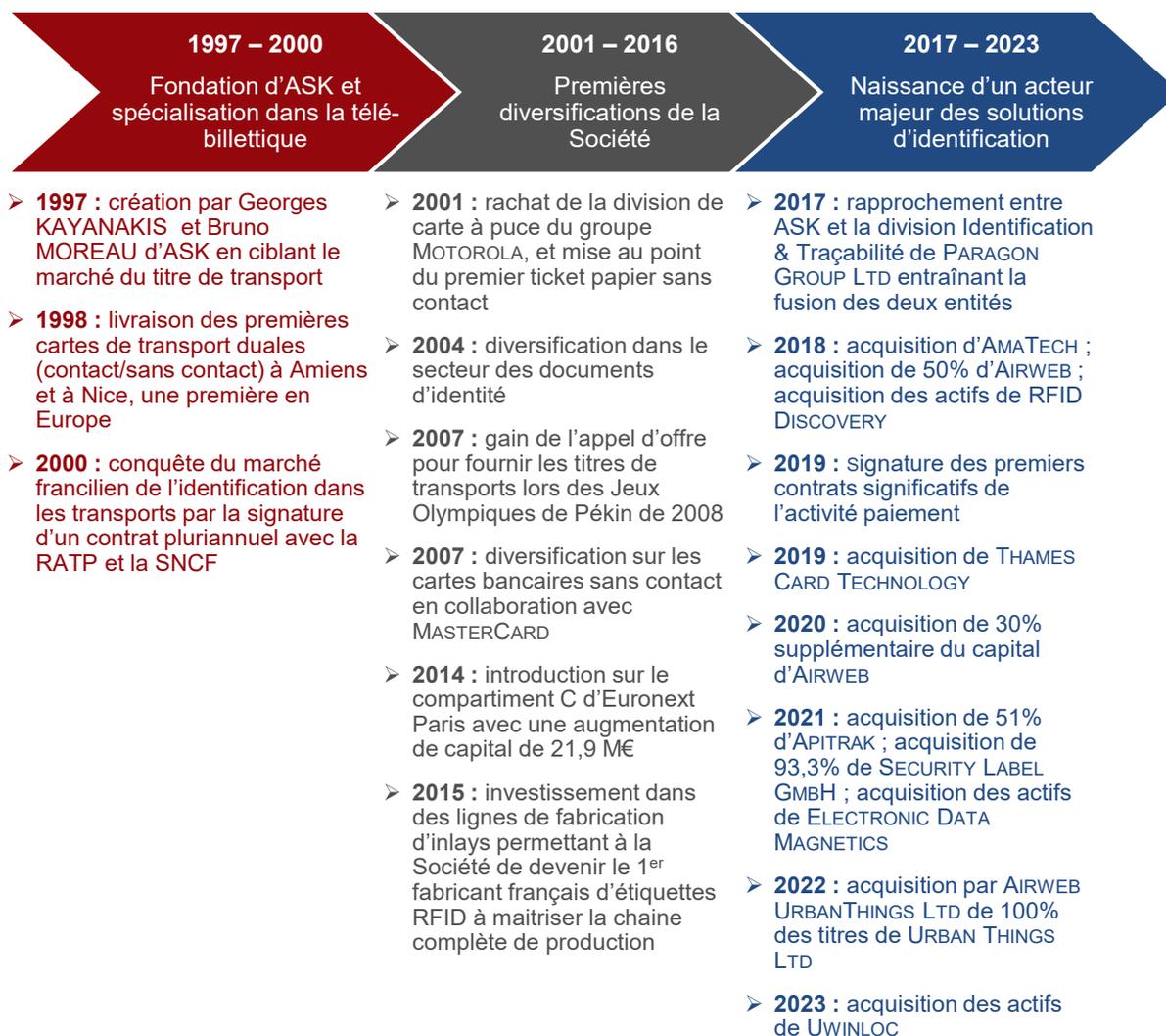


Source : Société

3.3 Présentation de PARAGON ID et de ses activités

3.3.1 Rappel de l'historique

Figure 2 – Historique de PARAGON ID



Source : Société

La société ASK (devenue PARAGON ID depuis la fusion inversée intervenue au cours de l'exercice clos le 30 juin 2017) est née dans le sillage d'*icare*, le premier projet européen de carte à puce sans contact dédiée aux transports et regroupant des opérateurs de transports belges, portugais, français et italiens. Ce projet européen portait sur l'industrialisation de la technologie *Calypso*, standard de billetterie électronique développé par la société INNOVATRON (détenant le premier brevet sur la carte à puce).

Dans le cadre de ce projet, INNOVATRON a commercialisé des licences d'utilisation de ses différents brevets portant sur la technologie *Calypso* permettant de concevoir et de fabriquer les cartes, les terminaux et les bornes. Parmi les détenteurs de licences¹ figurait ASK, société créée en 1997 à Sophia-Antipolis par Georges KAYANAKIS (ex-directeur de la division cartes et systèmes de SCHLUMBERGER) et Bruno MOREAU (ex-directeur du développement d'INNOVATRON)². ASK a ensuite déposé des brevets portant sur l'utilisation de cette technologie dans des cartes à puce pour les réseaux de transports et a obtenu des contrats avec les villes de Nice (réseau *Sunbus* de 100 000 cartes) et d'Amiens dans la billettique.

Début 1998, un deuxième projet européen a vu le jour, visant à mettre en place un système de pass multiservice pour les villes. Fin 1998, ASK a commencé la production de ces pass puis entamé leur commercialisation à grande échelle auprès des opérateurs de transport à partir de 2000³. C'est d'ailleurs sur la technologie *Calypso* que reposent les cartes Navigo, commercialisées auprès de la RATP et du STIF (syndicat des transports d'Ile-de-France) à partir d'octobre 2001.

Par la suite, ASK a entrepris une diversification de ses activités en s'orientant vers ce qui sera ultérieurement son segment e-ID (*electronic identity*). A ce titre, ASK a racheté en 2001 la division cartes à puce de MOTOROLA, ce qui lui a permis de développer le 1^{er} ticket papier sans contact et de commercialiser, en 2004, une solution destinée aux documents d'identité. En 2007, ASK a remporté le marché des 14 millions de tickets sans contact pour les Jeux Olympiques de Pékin ainsi que le marché des permis de conduire sans contact aux États-Unis. La même année, ASK s'est lancée dans la réalisation de cartes bancaires sans contact en signant un partenariat avec MASTERCARD.

En 2014, ASK s'est introduite en bourse sur le compartiment C d'Euronext Paris dans l'optique (i) de renforcer sa structure financière, (ii) d'accroître sa présence aux Etats-Unis et (iii) d'accélérer son plan de développement stratégique, qui visait notamment 100 M€ de chiffre d'affaires à l'horizon 2017, la consolidation de son leadership technologique (à travers un doublement de ses efforts en R&D) et le renforcement de sa couverture commerciale sur les zones clés : Europe, Etats-Unis et Amérique Latine.

En 2017, le rapprochement entre ASK et la division Identification du Groupe PARAGON, groupe britannique présent dans 3 domaines (les services d'impression, la stratégie marketing et les technologies de traçabilité), a donné naissance à PARAGON ID⁴. L'opération avait pour but de faire émerger un acteur de l'identification et de la traçabilité disposant de capacités industrielles renforcées en Europe, aux Etats-Unis et en Asie au travers d'une gamme complète s'appuyant sur toutes les technologies d'échanges sécurisés, embarquées dans tous les types de supports (documents d'identité, tickets, étiquettes, *smart cards*, *smartphones*). L'opération a également ouvert de nouvelles perspectives à l'entité fusionnée (croissance externe, expansion géographique et sectorielle).

¹ De même qu'ASCOM MONETEL, SAGEM, DASSAULT et INTEC.

² En octobre 1998, INNOVATRON détenait environ 9% du capital d'ASK.

³ Fin 2002, la Société avait déjà fabriqué et commercialisé plus de 2,5 millions de cartes sans contact dédiés aux transports, dont les villes d'Hong Kong, de Lisbonne et de Paris.

⁴ L'opération a pris la forme d'une fusion inversée, PARAGON ID étant considéré comme étant l'acquéreur d'un point de vue comptable.

PARAGON ID a réalisé de multiples acquisitions entre 2018 et 2023, lui permettant de renforcer sa compétitivité et sa position concurrentielle sur ses différents segments d'activité, dont les principales sont les suivantes :

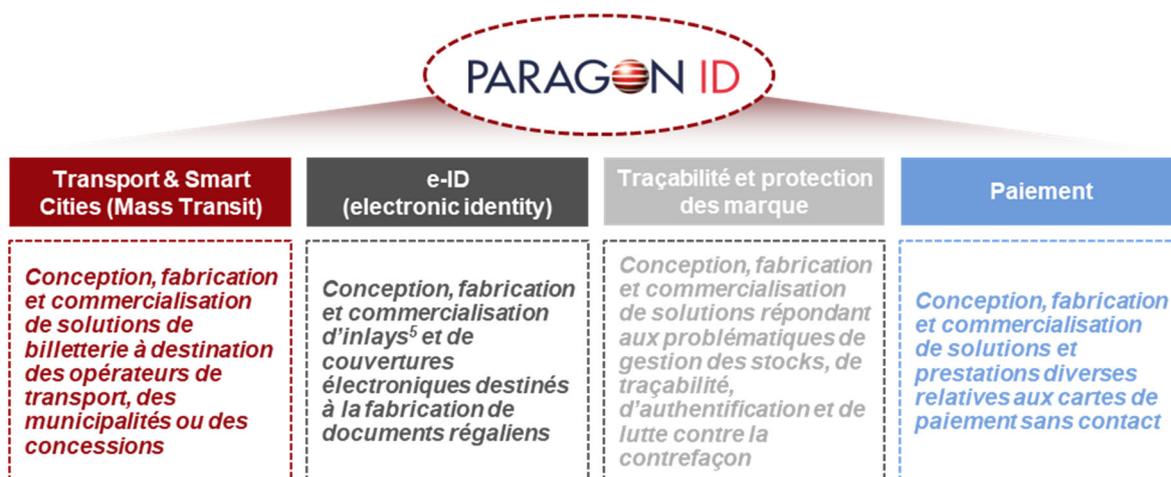
- Acquisition de la société irlandaise AMATECH en 2018, présente sur les solutions technologiques à destination du secteur bancaire et des acteurs de l'industrie de la carte ;
- Acquisition de THAMES TECHNOLOGY en 2019, société spécialisée dans la fabrication des cartes de paiement. Cette acquisition marque le lancement commercial du segment « Paiement » de PARAGON ID ;
- Acquisition en deux temps d'AIRWEB, en 2018 d'abord concernant 50% du capital, puis en 2020 à hauteur de 30% supplémentaire. A ce jour, la Société détient 80% du capital d'AIRWEB ;
- Acquisition de 93,3% du capital de la société SECURITY LABEL GMBH spécialisée dans la conception et la fabrication d'étiquettes bagages pour les compagnies aériennes ;
- Acquisition des activités et d'actifs de la société américaine ELECTRONIC DATA MAGNETICS spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de titres de transport auprès des deux tiers des opérateurs et autorités de transports aux États-Unis ;
- Acquisition des actifs de la société UWINLOC, permettant à PARAGON ID d'acquérir 23 nouveaux brevets parmi lesquels des « briques technologiques » (dont notamment la collecte d'énergie par radiofréquence permettant aux étiquettes de fonctionner sans batterie).

3.3.2 Présentation des activités de la Société

PARAGON ID est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de produits de technologie sans contact et utilisés dans la vérification de l'identité des personnes (passeports, cartes de paiement, etc.) ou des objets (traçabilité de produits, lutte contre la contrefaçon).

La Société se structure autour de 4 activités : (i) « Transport & *Smart Cities (Mass Transit)* », (ii) « e-ID (*electronic identity*) », (iii) « Traçabilité et protection des marques » et (iv) « Paiement ».

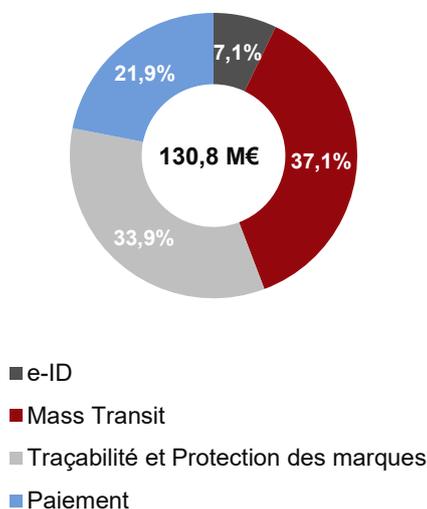
Figure 3 – Présentation des segments d'activité de PARAGON ID



Source : Société

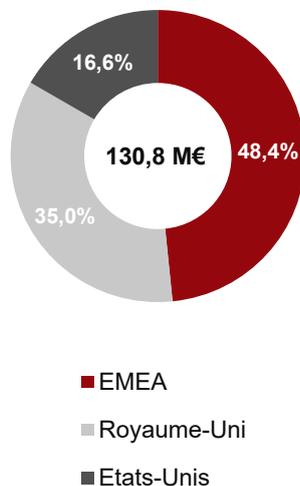
Nous présentons ci-après la répartition du chiffre d'affaires consolidé au 30 juin 2022 par activité et par zone géographique :

Figure 4 – Répartition du chiffre d'affaires consolidé par segment au 30 juin 2022



Source : Société

Figure 5 - Répartition du chiffre d'affaires consolidé par zone géographique au 30 juin 2022



Source : Société

⁵ Un *inlay* se définit comme l'assemblage d'un support isolant, d'une antenne et d'une puce électronique ou d'un circuit intégré. PARAGON ID commercialise deux types d'*inlays* : les *inlays* CoreLam (multicouche en polycarbonate, Teslin, PETG ou PETF), conçus pour lutter contre la contrefaçon et dotés d'une durée de vie de 10 ans, et les *inlays* SPiD, destinés aux passeports électroniques ou biométriques homologués par l'OACI (Organisation de l'Aviation Internationale).

Plus des deux-tiers du chiffre d'affaires consolidé de PARAGON ID au 30 juin 2022 est généré par les segments « *Mass Transit* » et « Traçabilité et protection des marques », et près de la moitié du chiffre d'affaires consolidé est réalisé en Europe continentale-Moyen-Orient-Afrique.

Segment Transport & Smart Cities (*Mass Transit*)

Depuis de nombreuses années PARAGON ID fournit des solutions de contrôle d'accès aux opérateurs de transports, qui ont évolué au fil des avancées technologiques⁶.

La Société propose une offre complète de solutions de billetterie à destination des opérateurs de transport, des municipalités ou encore des concessions. PARAGON ID est le fournisseur privilégié de nombreuses municipalités de premier plan (Paris, Londres, Washington, etc.) et fournit ses solutions à plus de 150 villes à travers 27 pays.

Les produits commercialisés par la Société dans ce segment incluent :

- Les tickets traditionnels (magnétiques) : la Société a été la première en Europe à introduire la technologie magnétique. Elle dispose de deux sites de production, l'un à Argent-sur-Sauldre (en France) et l'autre à Hull (au Royaume-Uni), qui produisent des millions d'unités par mois. Paragon ID a des relations commerciales avec des clients historiques, comme la RATP ou BRITISH RAIL. Des dizaines de métropoles dans le monde continuent d'utiliser les billets magnétiques de la Société, en dépit de leur remplacement tendanciel par les cartes sans contact et les *smartphones* ;
- Les tickets/cartes sans contact : la Société est le 1er fabricant européen de tickets sans contact destinés au transport (tickets à usage unique, tickets d'abonnements, cartes ou badges à accès mensuel ou annuel) ;
- Les solutions de tickets mobiles : plus récemment, la Société a étoffé son offre en proposant des solutions de billetterie mobile utilisant la technologie NFC (*Near Field Communication*) et permettant principalement aux usagers (i) d'utiliser leur *smartphone* comme titre de transport sans contact et (ii) d'acheter et de recevoir leurs tickets en toute sécurité via leur *smartphone*. D'autres fonctionnalités sont rendues possibles par la technologie NFC de PARAGON ID, comme l'utilisation du *smartphone* comme titre de paiement, comme badge de pointage pour accéder au bureau ou encore comme carte de parking. La technologie NFC est désormais disponible avec tous les principaux systèmes d'exploitation de *smartphones*.

La participation majoritaire de la Société au capital d'AIRWEB depuis 2020 ainsi que la mise en place d'un partenariat avec WIZWAYS SOLUTIONS, leader français de la dématérialisation des titres de transport sur *smartphone* pour les grandes villes, sont des exemples d'opérations stratégiques récentes ayant permis à la Société de renforcer son offre de solutions digitales et d'opérer ainsi sa transformation.

⁶ Dans l'ordre chronologique : tickets simples, tickets magnétiques, cartes avec contact, cartes sans contact, tickets sur téléphone mobile.

Sur l'exercice clos à fin juin 2022, le segment Transport & *Smart Cities (Mass Transit)* a généré un chiffre d'affaires de 48,6 M€ et représentait 37,1% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

Segment traçabilité et protection des marques

PARAGON ID fournit à de multiples secteurs d'activité (distribution, luxe, aviation et santé) des solutions technologiques répondant à des problématiques de gestion des stocks, de traçabilité, d'authentification et de lutte contre les contrefaçons.

La Société commercialise principalement des étiquettes RFID, et dans une moindre mesure, NFC. Une étiquette RFID est associée à un produit unique et permet de le suivre à travers toutes les étapes dans la chaîne de valeur, de la production à la livraison. Sa principale différence avec un code-barres est qu'elle permet de stocker et de mémoriser des données sur le produit tout au long de sa vie. Par ailleurs, elles présentent l'avantage d'être lisibles à distance et de pouvoir être scannées de façon groupée, à la différence du code-barres. Il en résulte un taux de fiabilité plus important (95% contre 80% pour les codes-barres classiques).

La Société s'est renforcée avec l'acquisition en juillet 2021 de la société allemande SECURITY LABEL GMBH, qui est une référence mondiale en matière de conception et de fabrication d'étiquettes standard et RFID pour bagages à destination des compagnies aériennes.

Sur l'exercice clos à fin juin 2022, le segment traçabilité et protection des marques a généré un chiffre d'affaires de 44,3 M€ et représentait 33,9% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

Segment Paiement

Depuis octobre 2018 et l'acquisition d'AMATECH, PARAGON ID exerce une activité de fournisseur d'*inlays* pour les cartes de paiement métalliques sans contact. Jusqu'alors considérée comme un accessoire de luxe, la carte de paiement métallique sans contact tend à se démocratiser de plus en plus.

La Société a développé une gamme d'*inlays* avec différents niveaux de finition et de poids selon les clients visés, permettant aux émetteurs de cartes de paiement (banques notamment) d'offrir des privilèges et avantages personnalisés en fonction des clients.

Si l'activité de la Société sur ce segment consiste essentiellement en la conception, la fabrication et la vente d'*inlays* pour les cartes de paiement en plastique et en métal, sans contact et à double interface, il existe des sources de revenus complémentaires comme la vente sous forme de licences d'*inlays* ainsi que les prestations de conseil pour les fabricants et émetteurs de cartes.

Sur l'exercice clos à fin juin 2022, le segment paiement a généré un chiffre d'affaires de 28,7 M€ et représentait 21,9% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

Segment e-ID (electronic identity)

PARAGON ID est l'un des principaux fournisseurs de technologies sans contact destinées à la fabrication des documents régaliens.

La Société propose une large gamme d'*inlays* permettant aux intégrateurs (GEMALTO, DE LA RUE et IDEMIA) et aux Imprimeries Nationales de produire des passeports électroniques, des cartes d'identité, des permis de conduire électroniques et d'autres documents sécurisés.

La Société est le fournisseur d'*inlays* utilisés dans les passeports de plus de 22 pays dans le monde et a créé des relations de long-terme avec nombre d'entre eux.

PARAGON ID investit continuellement dans ses équipements R&D afin que ses unités de production répondent aux normes de sécurité les plus exigeantes.

Sur l'exercice clos à fin juin 2022, le segment e-ID a généré un chiffre d'affaires de 9,3 M€ et représentait 7,1% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de PARAGON ID

4.1 Présentation générale du secteur de la RFID

Principales caractéristiques et typologie d'acteurs⁷

La RFID (« *Radio Frequency Identification* », ou « *Identification par Radiofréquence* ») est une technologie d'identification par radiofréquence⁸. Elle permet d'identifier des objets (à l'aide d'une étiquette électronique), des personnes (en étant intégrée dans les passeports, cartes de transport ou cartes de paiement) ou encore des animaux (implantation sous la peau des animaux domestiques d'une puce RFID).

Pour fonctionner, un ensemble RFID doit être composé des trois éléments suivants :

- Un récepteur (également appelé *tag*), qui contient les données et est lui-même composé d'une puce électronique, qui contient les informations utiles aux différentes applications d'identification par radiofréquence, et d'une antenne radio, qui utilise les fréquences radios pour alimenter la puce en énergie et transmettre les données. Chaque puce électronique contient un identifiant unique et infalsifiable inscrit par le fabricant : il s'agit du TID, pour « *Tag Identifier* ». L'assemblage puce-antenne du récepteur est appelé *inlay* et est intégré dans une étiquette, un *tag* ou un badge visant à le protéger ;
- Un lecteur (également appelé interrogateur, coupleur ou station de base), qui sert de support à la transmission d'énergie et des données et est lui-même composé d'un émetteur, qui permet d'envoyer des ondes d'une unité de contrôle, d'une antenne, afin de capter les ondes émises par l'émetteur et à émettre des fréquences en retour, et d'une interface pour transmettre les données vers un terminal ;
- Un intergiciel⁹ ou application hôte, constitué d'un terminal connecté au lecteur et dédié au traitement et à l'exploitation des données via des outils de gestion et des logiciels et applications métiers spécifiques.

Concrètement, un lecteur RFID va émettre des ondes électromagnétiques en continu, ce qui va activer les récepteurs RFID entrant dans sa zone de lecture, lesquels vont lui renvoyer de l'information. Un cas concret est par exemple celui des bornes de contrôle d'accès aux transports en commun, la borne de contrôle étant le lecteur et le titre de transport de l'utilisateur étant le récepteur.

Il existe par ailleurs différents types de fréquence RFID selon l'application visée ou selon les performances recherchées¹⁰.

⁷ Sources utilisées pour cette partie : Société (DEU, site internet).

⁸ La radiofréquence est l'utilisation des ondes radioélectriques.

⁹ Logiciel tiers qui crée un réseau d'échange d'informations entre différentes applications informatiques.

¹⁰ Principalement la basse fréquence, la haute fréquence, l'ultra-haute fréquence et la supra-haute fréquence.

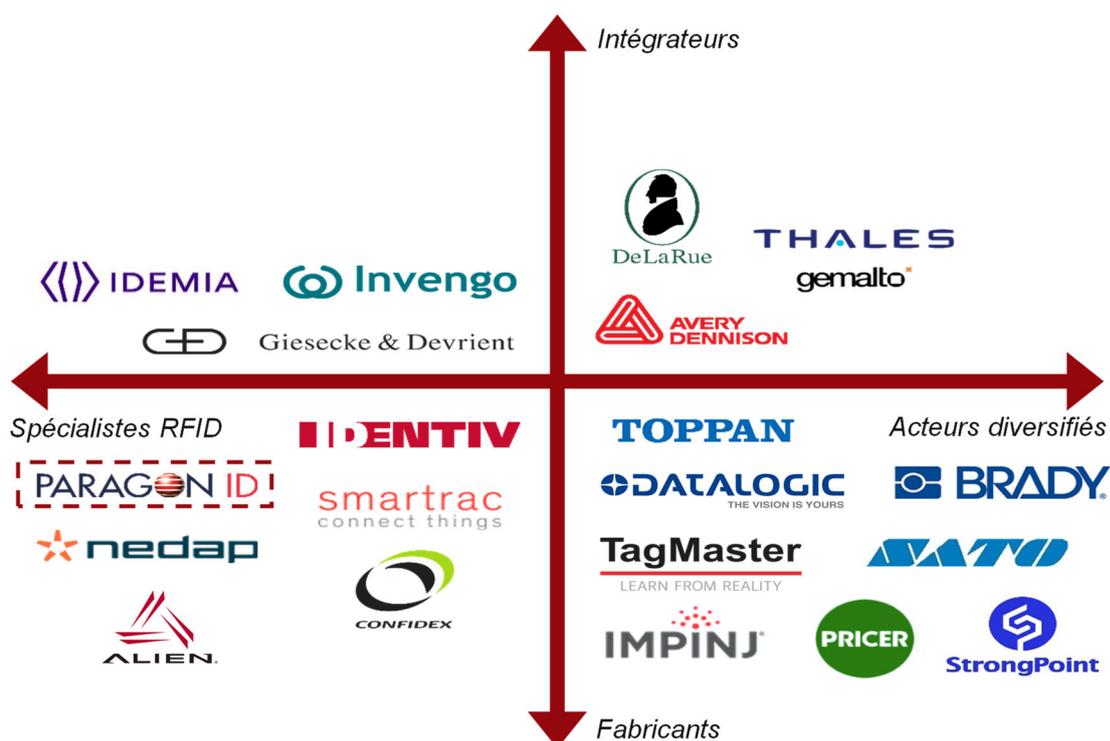
Les technologies RFID trouvent aujourd'hui des applications dans la plupart des secteurs industriels (aéronautique, transport, agroalimentaire, logistique, moyens de paiement, traçabilité, santé, etc.), mais également dans la plupart des domaines du quotidien (étiquettes logistiques, tickets sans contact, *inlays* pour documents officiels, étiquettes techniques et de sécurité).

Le secteur de la RFID regroupe principalement trois types d'acteurs :

- Les fournisseurs de matières premières (antennes, circuits intégrés RFID, matériaux...) ;
- Les fabricants de produits finis (cartes sans contact par exemple) réalisés à partir des matières premières et composants ;
- Les intégrateurs, qui conçoivent des matériels et solutions logicielles RFID sur-mesure compatibles ou fonctionnant avec les produits finis conçus par les fabricants.

Nous présentons ci-après une cartographie des principaux fabricants et intégrateurs :

Figure 6 - Cartographie des principaux acteurs positionnés sur le marché du RFID



Source : Société, Analyses FINEXSI

Taille du secteur, principales évolutions et perspectives¹¹

Le marché des technologies RFID est attendu en forte croissance, avec un TCAM 2021-2026 de 26,8% pour atteindre environ 10,5 Mds\$ à l'horizon 2026. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la forte croissance, historique et prévisionnelle, du marché du RFID, dont notamment :

- La multiplication des applications potentielles du fait des nombreux avantages que procure la technologie pour les entreprises qui décident de l'implémenter ;
- *Fiabilisation de l'information d'état des stocks* : les étiquettes RFID rendent possible l'automatisation des entrées et sorties de stocks grâce à des points de mesure placés à des endroits stratégiques des entrepôts ;
- *Gains de productivité* : dans les secteurs du commerce de détail et de la logistique, l'application de la RFID se traduit par la possibilité de lire simultanément plusieurs étiquettes au travers de cartons ou de palettes, sans erreur liée à un code-barres illisible ;
- *Identification des individus* : la technologie RFID permet de vérifier avec précision l'identité des individus, par exemple grâce aux passeports avec les inserts RFID ;
- *Sécurisation des produits* : dans les bibliothèques, la technologie RFID permet l'identification des ouvrages et le contrôle aux portiques antivols (activation/désactivation en fonction de l'emprunt ou du retour d'un ouvrage par le client) ;
- La sous-pénétration du secteur dans son ensemble, avec seulement 20% des plus de 80 milliards d'objets pouvant faire l'objet d'une étiquette RFID dans le monde utilisant cette technologie ;
- La complémentarité de la RFID avec d'autres technologies comme l'IoT ou la robotique.

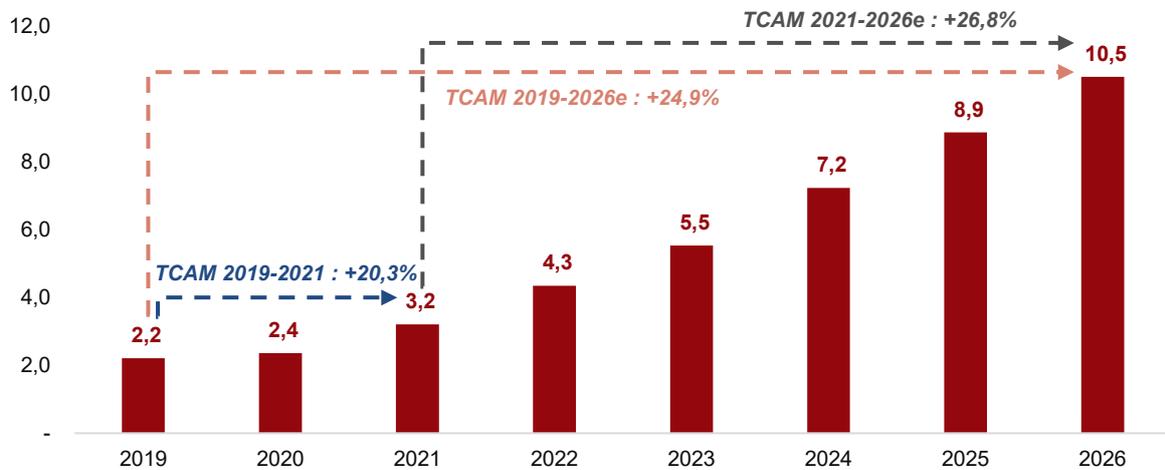
La croissance du marché devrait provenir en grande partie des volumes, le prix de vente moyen des produits RFID étant prévu relativement stable à l'horizon 2026¹².

L'évolution du marché mondial de la RFID, de 2019 à 2026, est présentée ci-après.

¹¹ Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

¹² D'après VDC RESEARCH, le prix de vente moyen des étiquettes RFID devrait progresser de 1,0% par an en moyenne entre 2021 et 2026.

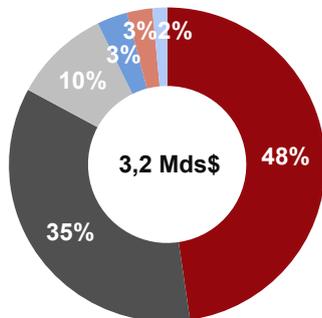
Figure 7 – Evolution du marché mondial du RFID de 2019 à 2026 (en Mds\$)



Source : VDC RESEARCH – étude 2022

La répartition en 2021 du marché mondial de la RFID par produits ainsi que celle en fonction du nombre d'étiquettes RFID vendues par industrie sont présentées ci-après :

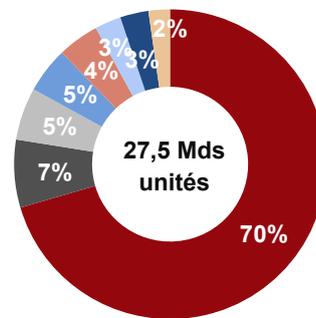
Figure 8 – Répartition du marché mondial de la RFID par type de produits en 2021 (en %)



- Etiquettes RFID
- Inlays RFID
- Circuits intégrés des étiquettes RFID
- Lecteurs fixes
- Lecteurs portatifs
- Imprimantes/codeurs

Source : VDC Research – étude 2022

Figure 9 – Répartition des ventes d'étiquettes RFID par industrie en 2021 (en %)

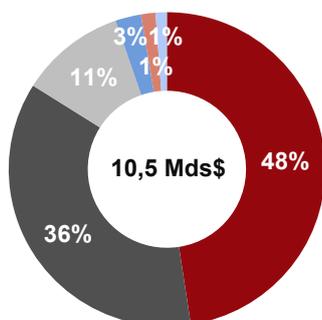


- Retail - non-alimentation
- Services de transports
- Industrie
- Retail - alimentation
- Services de santé
- Produits pharmaceutiques
- Secteur public/gouvernement
- Autres

Source : VDC Research – étude 2022

La répartition attendue en 2026 du marché mondial de la RFID par produits ainsi que du nombre d'étiquettes RFID vendues par industrie sont présentées ci-après :

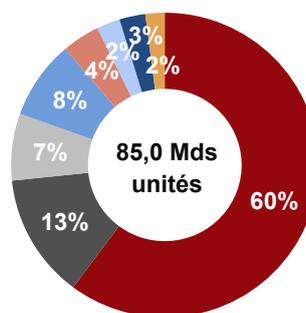
Figure 10 – Répartition du marché mondial de la RFID par type de produits attendue en 2026 (en %)



- Etiquettes RFID
- Inlays RFID
- Circuits intégrés des étiquettes RFID
- Lecteurs fixes
- Lecteurs portatifs
- Imprimantes/codeurs

Source : VDC Research – étude 2022

Figure 11 – Répartition des ventes d'étiquettes RFID par industrie attendue en 2026 (en %)



- Retail - non-alimentation
- Services de transports
- Industrie
- Retail - alimentation
- Services de santé
- Produits pharmaceutiques
- Secteur public/gouvernement
- Autres

Source : VDC Research – étude 2022

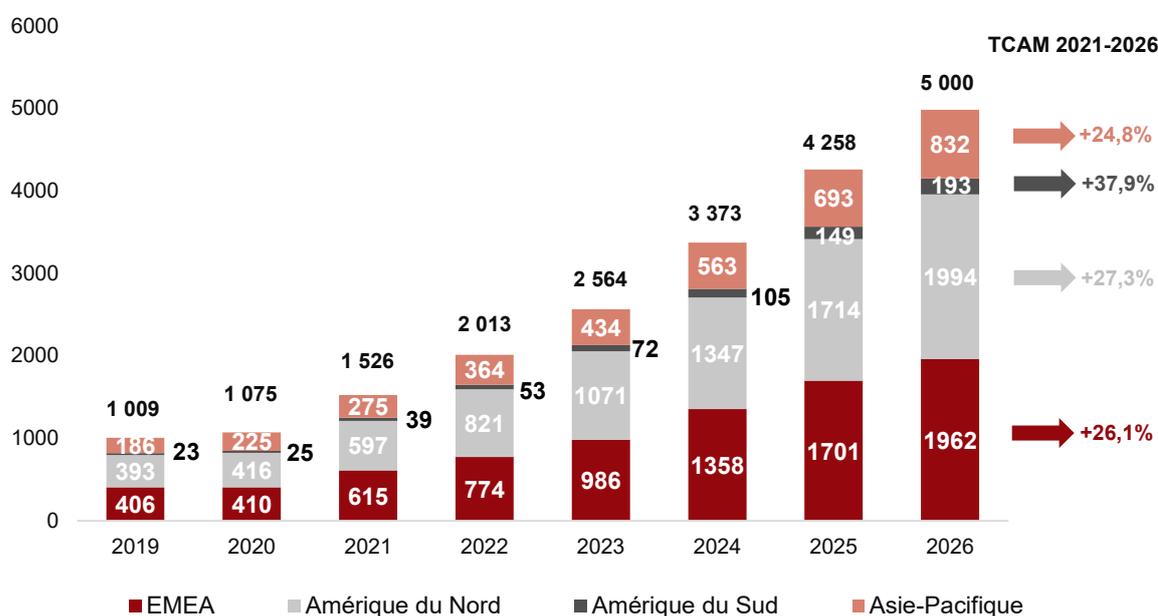
Les étiquettes RFID (48% des ventes mondiales en 2021, soit 1,5 Mds\$) et les inlays (35%, soit 1,1 Mds\$) représentent l'essentiel du marché mondial de la RFID.

Analyse géographique du secteur¹³

L'évolution du marché mondial des étiquettes RFID de 2019 à 2026, par zone géographique, est présentée comme suit.

¹³ Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

Figure 12 – Evolution du marché mondial des étiquettes RFID de 2019 à 2026 par zone géographique (M\$) *



* Les données du graphique ont été reconstituées aux fins du présent rapport et peuvent ne pas correspondre exactement aux données réelles.

Source : VDC RESEARCH – étude 2022

Les principales caractéristiques et tendances de ces différents marchés régionaux sont résumées ci-après :

- **Amérique du Nord** : représentant près de 39% des ventes mondiales d'étiquettes RFID en 2021, le marché nord-américain concentre les applications de la technologie les plus sophistiquées. Les ventes des étiquettes RFID devraient croître de près de 27% par an entre 2021 et 2026, portées notamment par (i) une pénétration croissante de la technologie dans les secteurs de la vente de détail, de la logistique et de la restauration rapide, (ii) l'intensification des activités de recherche et développement et (iii) la forte contribution à la croissance du Canada et du Mexique ;
- **Europe – Moyen-Orient – Afrique (EMEA)** : concentrant près de 40% des ventes mondiales d'étiquettes RFID en 2021, la zone EMEA constitue l'un des plus importants marchés au monde pour cette technologie. Les ventes devraient progresser d'environ 26% par an entre 2021 et 2026, soutenues par les investissements croissants dans le secteur de la vente de détail, les domaines de la sécurité et du contrôle d'accès, de la logistique et de l'industrie ;
- **Asie-Pacifique** : dans cette région, la croissance (attendue à hauteur d'environ 25% par an entre 2021 et 2026) devrait principalement provenir (i) de la demande accrue des organisations gouvernementales et médicales pour une meilleure gestion des données stockées et (ii) de la nécessité de disposer de meilleures solutions de gestion des actifs dans diverses industries, en particulier dans la vente de détail ;

- *Amérique du Sud* : bien que constituant une part encore très faible dans les ventes mondiales d'étiquettes RFID, la région est celle qui devrait afficher le niveau de croissance le plus élevé entre 2021 et 2026 (de l'ordre de 38% par an en moyenne), en partie du fait d'un effet rattrapage ainsi que par les investissements croissants d'acteurs régionaux majeurs (comme LOJAS RENNER ou CENTAURO).

4.2 Présentation des marchés d'application de la Société

Marchés de la traçabilité et de la protection des marques¹⁴

Nous présentons ci-après les principaux marchés du segment traçabilité et protection des marques adressés par PARAGON ID :

- Dans le secteur de la vente de détail (hors alimentation), l'habillement et les articles non périssables restent les principaux segments d'utilisation de la RFID. Le volume global des étiquettes RFID dédiées à ces produits devrait passer de 19 milliards d'unités en 2021 à plus de 51 milliards d'unités d'ici 2026, soit un taux de croissance annuel moyen de 21,5 %¹⁵. La gestion des stocks de vêtements en magasin a été le principal moteur de l'adoption de la RFID au cours des cinq dernières années ;
- Dans le secteur de l'industrie manufacturière, la RFID contribue à accroître l'efficacité des entreprises en assurant le suivi et l'identification des actifs, en réduisant les pertes de temps et les risques de vol ou d'utilisation abusive. C'est également un marché en forte croissance, les volumes globaux d'étiquettes RFID étant estimés à plus de 6 milliards d'unités d'ici 2026, contre 1,5 milliard en 2021 (soit un taux de croissance annuel moyen de 32,0%¹⁶) ;
- Dans le secteur de la logistique, les solutions RFID connaissent une croissance très rapide. Les volumes globaux d'étiquettes à destination de ce secteur devraient passer de 2 milliards d'unités en 2021 à plus de 11 milliards d'unités d'ici 2026, soit un taux de croissance annuel moyen de 42,0%¹⁷. A titre d'exemple, la société américaine UPS a dévoilé en 2021 sa stratégie d'investissement dans la RFID qui passera par un déploiement de la technologie dans 100 établissements en 2022, censé permettre l'élimination de 20 millions de scans quotidiens pour les employés chargés du chargement des véhicules ;
- Dans le secteur de la santé, la technologie RFID est utile pour l'identification et le suivi des patients, le suivi des documents et la gestion des installations. Le marché de la RFID dans le secteur de la santé devrait croître à un taux annuel moyen de 23,2% jusqu'en 2026, pour atteindre environ 3,7 Mds\$ (contre environ 1,7 Mds\$ en 2021)¹⁸ ;

¹⁴ Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

¹⁵ Source : VDC RESEARCH – étude 2022.

¹⁶ Source : VDC RESEARCH – étude 2022.

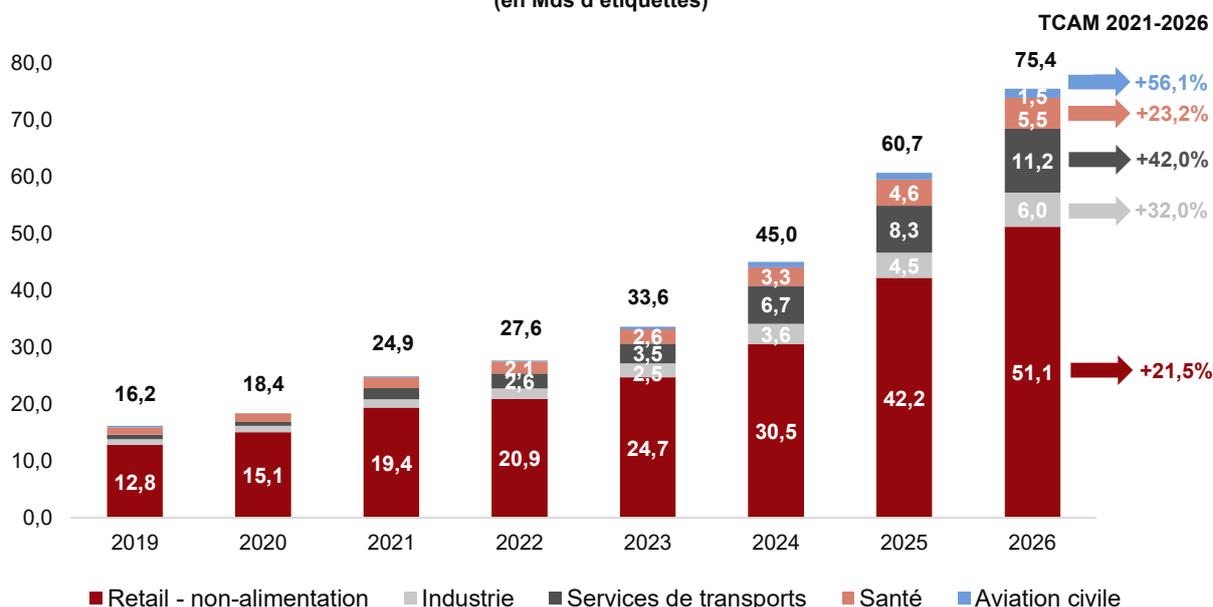
¹⁷ Source : VDC RESEARCH – étude 2022.

¹⁸ Source : ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

- Dans le secteur de l'aviation civile, l'utilisation de la RFID permet le traçage et l'identification sécurisée pour plusieurs usages (en particulier le suivi des bagages). Le volume global des étiquettes dédiées à ce marché pourrait atteindre plus de 1,5 milliard d'unités à horizon 2026, contre 166 millions aujourd'hui, soit un taux de croissance annuel moyen de 56,1%¹⁹. Ce marché a pris son essor lorsque l'Association Internationale du Transport Aérien (IATA), a voté mi-2018 l'élaboration d'une norme pour l'utilisation de la RFID²⁰.

L'évolution attendue du marché mondial des étiquettes RFID pour les différents secteurs susvisés, de 2019 à 2026, se présente comme suit.

Figure 13 - Evolution attendue du marché mondial des étiquettes RFID pour les services de traçabilité de 2019 à 2026 (en Mds d'étiquettes)



* Les données du graphique ont été reconstituées aux fins du présent rapport et peuvent ne pas correspondre exactement aux données réelles.

Source : VDC Research – étude 2022

¹⁹ Source : VDC RESEARCH – étude 2022.

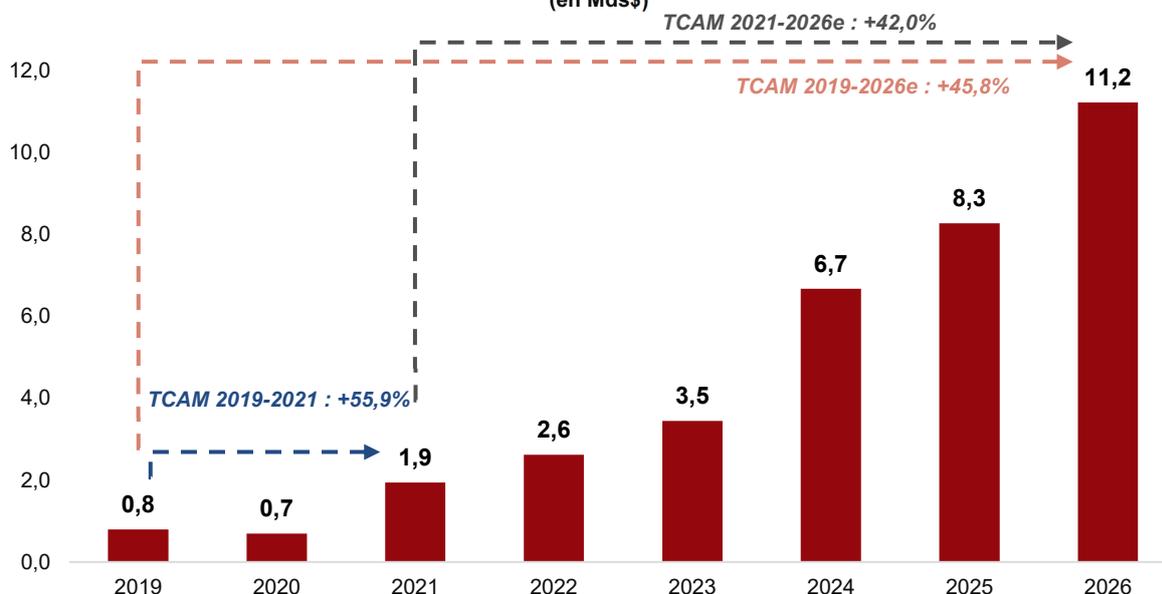
²⁰ Il s'agit de la résolution 753, qui exige le suivi des bagages à quatre moments clés : lorsque le passager remet les bagages, lorsqu'ils sont chargés dans l'avion, lorsqu'ils sont livrés dans la zone de transfert et lorsqu'ils sont rendus au passager.

Marché du transport et Smart Cities²¹

Le secteur des transports devrait être le deuxième marché RFID le plus important en 2026, avec une projection de 11,2 milliards d'étiquettes vendues à cette date, en croissance annuelle moyenne de 42,0% par rapport à 2021. Le flux de personnes est l'un des plus grands défis que les villes intelligentes (ou *smart cities*) doivent relever. Les billets magnétiques, qui ont longtemps été la solution traditionnelle de titres de transport utilisée, tendent à être de plus en plus remplacés par les solutions sans contact (cartes et *smartphones*), qui présentent l'avantage d'être liées directement au compte bancaire de l'utilisateur et de ne pas générer des achats permanents de tickets.

L'évolution attendue du marché mondial des étiquettes RFID pour les services de transports, de 2019 à 2026, est présentée comme suit.

Figure 14 – Evolution attendue du marché mondial des étiquettes RFID pour les services de transports de 2019 à 2026 (en Mds\$)



* Les données du graphique ont été reconstituées aux fins du présent rapport et peuvent ne pas correspondre exactement aux données réelles.

Source : VDC Research – étude 2022

²¹ Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

Marché de l'e.ID et de l'identification des documents²²

Le nombre de documents d'identité sécurisés est en forte croissance et, d'ici 2050, 55% des documents officiels dans le monde (passeports, permis, etc.) devraient être « intelligents », c'est-à-dire équipés d'une puce²³. Cette évolution s'explique entre autres par les cadres réglementaires nationaux : en Europe, le règlement (UE) 2019/1157 du Parlement et du Conseil du 20 juin 2019 oblige les États membres à mettre en circulation, depuis le 2 août 2021, des cartes d'identité comportant des données biométriques, empreintes digitales et photographies, hautement sécurisées reposant sur des mécanismes cryptographiques²⁴ (puce utilisant la technologie RFID pour stocker les données de l'utilisateur). Il en va de même pour les passeports, qui tendent de plus en plus à être électroniques²⁵. De la même manière, les documents sur papier relatifs à l'identité des personnes (certificats de naissance, diplômes, documents confidentiels, etc.) tendent de plus en plus à devenir des documents sécurisés.

Marché du paiement²⁶

L'usage de la technologies RFID est de plus en plus répandu pour les cartes de paiement sans contact. Ces dernières sont acceptées pratiquement partout dans le monde du fait de leur simplicité d'utilisation et de la sécurité des paiements associée. Le marché des cartes de paiement sans contact est attendu en croissance d'environ 20% par an entre 2021 et 2028²⁷ du fait notamment de l'introduction des cartes biométriques, des cartes en métal (dont les ventes devraient s'élever à 4,4 milliards de dollars en 2026, contre 1,2 milliard en 2022, soit un taux de croissance annuel moyen de près de 38%²⁸) et des cartes à CVV (cryptogramme visuel dynamique).

Dans le marché du paiement, la technologie NFC (*Near Field Communication*, pour Communication en champ proche) tend également à devenir incontournable. La NFC est une technologie de communication permettant à deux systèmes électroniques (l'un étant principalement un outil portable, tel qu'un *smartphone*) d'établir une connexion et de transmettre des informations dans un périmètre d'action de 4 cm l'un de l'autre. Comme la RFID, la NFC peut également être utilisée dans des cartes à puces. Sa différence principale avec la RFID est qu'elle ne peut lire des données contenues dans des étiquettes qu'à des distances beaucoup plus courtes, mais offre en contrepartie des mesures beaucoup plus précises et un panel d'applications plus important (principalement du fait de sa compatibilité avec plus de matériaux que la RFID). La NFC est largement utilisée dans les puces de cartes bancaires sans contact²⁹ ainsi que dans les *smartphones* pour transférer les données de l'utilisateur au terminal de paiement.

²² Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

²³ Source : Société.

²⁴ En France, les premières cartes d'identité intégrant une composante électronique sont arrivées le 2 août 2021 sur l'ensemble du territoire national, le pays ayant été l'un des derniers de l'UE à avoir opéré la bascule.

²⁵ À la différence du passeport traditionnel, le passeport électronique est doté d'un microprocesseur qui stocke une version numérique de la photo ainsi que des données d'identité se trouvant sur la première de couverture.

²⁶ Sources utilisées pour cette partie : Société, VDC RESEARCH, ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

²⁷ Source : ARROWHEAD RESEARCH BUSINESS & DECISION.

²⁸ Source : JUNIPER RESEARCH.

²⁹ Surtout pour les cartes bancaires en métal, la RFID fonctionnant moins bien avec le métal.

4.3 Réglementation sectorielle

Les réglementations relatives à la technologie RFID ont pour objectif principal d'uniformiser les composants RFID les uns entre les autres. Il est possible d'utiliser des produits de deux sociétés différentes sans compromettre leur efficacité à la condition qu'ils soient interopérables. Par ailleurs, le marché de la RFID étant mondial, ces réglementations ont également pour effet de supprimer toute possibilité de monopoles.

5. Analyse financière de PARAGON ID

Les comptes consolidés de PARAGON ID des 5 derniers exercices clos ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes³⁰, qui attirent toutefois l'attention des lecteurs sur la continuité d'exploitation de la Société lors de chaque exercice. Pour rappel, les comptes annuels de la Société clôturent au 30 juin.

5.1.1 Compte de résultat consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022

Tableau 3 – Compte de résultat consolidé de PARAGON ID entre 2018 et 2022

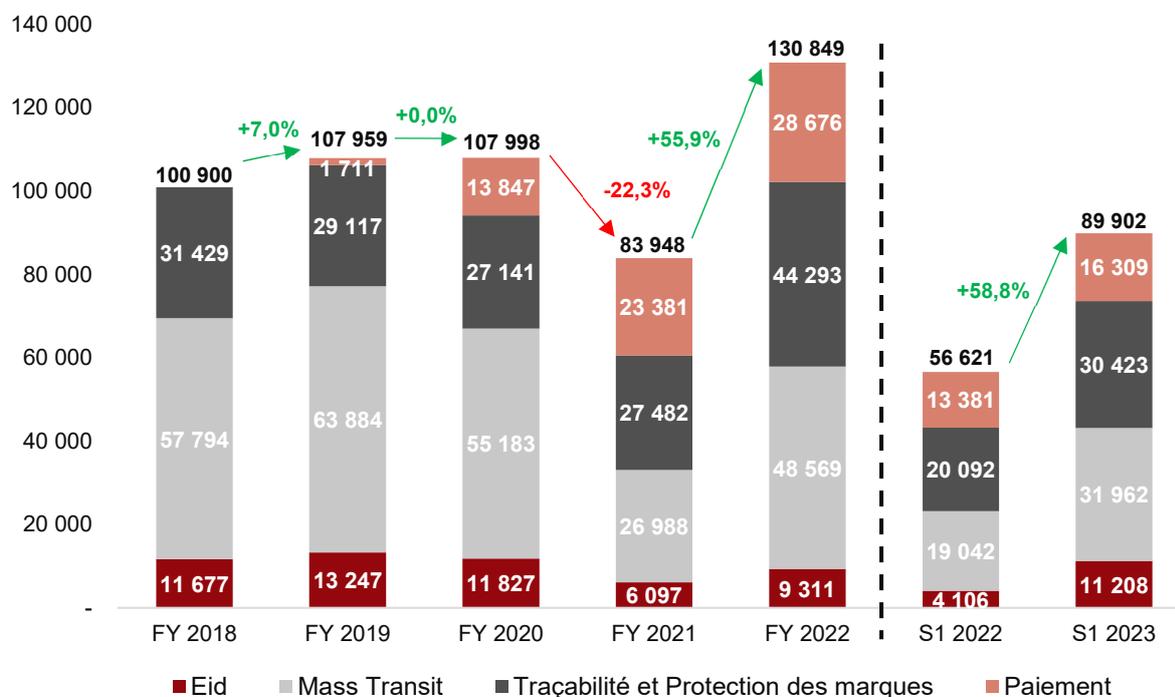
En K€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16				
	FY 2018 12 mois	FY 2019 12 mois	FY 2020 12 mois	FY 2021 12 mois	FY 2022 12 mois	S1 2022 6 mois	S1 2023 6 mois
Chiffre d'affaires	100 900	107 959	107 998	83 948	130 849	56 621	89 902
<i>% Croissance</i>	<i>12,8 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>(22,3)%</i>	<i>55,9 %</i>	<i>39,2 %</i>	<i>58,8 %</i>
Coût d'achat des ventes	(53 795)	(58 796)	(56 740)	(41 579)	(65 578)	(28 719)	(47 778)
Charges de personnel	(25 042)	(25 994)	(28 028)	(24 669)	(36 534)	(16 124)	(22 528)
Autres produits et charges opérationnels	(14 803)	(14 917)	(15 369)	(12 174)	(18 406)	(7 860)	(13 012)
EBITDA courant	7 259	8 252	7 861	5 526	10 331	3 918	6 584
<i>% du CA</i>	<i>7,2 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>7,3 %</i>
D&A sur immobilisations incorporelles	(2 513)	(2 389)	(3 390)	(3 469)	(4 750)	(2 654)	(2 658)
D&A sur immobilisations corporelles	(3 477)	(3 359)	(4 994)	(5 098)	(5 921)	(2 072)	(2 154)
Résultat opérationnel - EBIT courant	1 269	2 504	(523)	(3 041)	(340)	(808)	1 772
<i>% du CA</i>	<i>1,3 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>(0,5)%</i>	<i>(3,6)%</i>	<i>(0,3)%</i>	<i>(1,4)%</i>	<i>2,0 %</i>
Autres produits et charges non courants	(3 432)	(2 281)	(2 952)	(2 068)	554	(712)	(40)
Résultat opérationnel - EBIT	(2 163)	223	(3 475)	(5 109)	214	(1 520)	1 732
<i>% du CA</i>	<i>(2,1)%</i>	<i>0,2 %</i>	<i>(3,2)%</i>	<i>(6,1)%</i>	<i>0,2 %</i>	<i>(2,7)%</i>	<i>1,9 %</i>
Produits financiers	198	-	11	352	3	-	13
Charges financières	(2 011)	(1 987)	(2 356)	(1 561)	(2 119)	(988)	(1 296)
Résultat financier	(1 814)	(1 987)	(2 345)	(1 209)	(2 116)	(988)	(1 283)
Produits / (Pertes) de cession sur immobilisations	471	57	3	9	-	-	-
Produits / (Pertes) sur investissements	-	-	(300)	-	-	-	-
Résultat courant avant impôts	(3 506)	(1 707)	(6 117)	(6 308)	(1 902)	(2 508)	449
<i>% du CA</i>	<i>(3,5)%</i>	<i>(1,6)%</i>	<i>(5,7)%</i>	<i>(7,5)%</i>	<i>(1,5)%</i>	<i>(4,4)%</i>	<i>0,5 %</i>
Quote-part dans le résultat net des coentreprises	-	(120)	(289)	408	-	-	-
Impôt sur les résultats	555	278	676	263	(534)	56	(559)
Résultat net des activités poursuivies	(2 951)	(1 549)	(5 730)	(5 638)	(2 436)	(2 452)	(110)
<i>% du CA</i>	<i>(2,9)%</i>	<i>(1,4)%</i>	<i>(5,3)%</i>	<i>(6,7)%</i>	<i>(1,9)%</i>	<i>(4,3)%</i>	<i>(0,1)%</i>
Pertes liées aux activités abandonnées	(2 143)	(215)	(35)	(19)	(25)	(16)	(16)
Résultat net des activités abandonnées	(2 143)	(215)	(35)	(19)	(25)	(16)	(16)
<i>% du CA</i>	<i>(2,1)%</i>	<i>(0,2)%</i>	<i>(0,0)%</i>	<i>(0,0)%</i>	<i>(0,0)%</i>	<i>(0,0)%</i>	<i>(0,0)%</i>
Résultat net	(5 094)	(1 764)	(5 765)	(5 657)	(2 461)	(2 468)	(126)
<i>% du CA</i>	<i>(5,0)%</i>	<i>(1,6)%</i>	<i>(5,3)%</i>	<i>(6,7)%</i>	<i>(1,9)%</i>	<i>(4,4)%</i>	<i>(0,1)%</i>

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023

³⁰ EY jusqu'à l'exercice clos au 30 juin 2021 puis PWC à compter de l'exercice clos au 30 juin 2022 et le cabinet Saint Germain Audit en tant que co-commissaire aux comptes sur cette période.

Chiffre d'affaires

Figure 15 – Évolution du chiffre d'affaires de PARAGON ID entre 2018 et le 1^{er} semestre 2023 (en M€)



Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

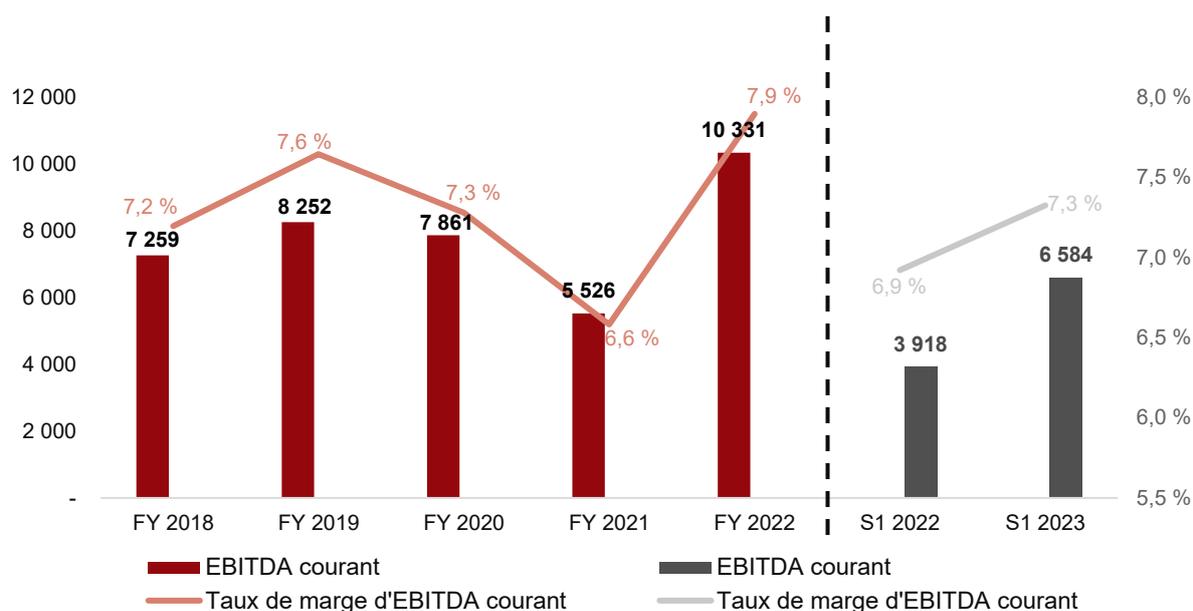
Entre 2018 et 2020, le chiffre d'affaires de la Société s'est établi entre 100,9 M€ et 107,9 M€. A noter la première contribution du segment Paiement à compter de l'exercice 2019 (1,7 M€) avec l'acquisition de la start-up AMA TECH en fin d'exercice. L'exercice 2020 a été perturbé par la crise sanitaire de la COVID-19 mais les effets de la crise ont été particulièrement marqués lors de l'exercice 2021 et ont fortement impacté l'activité de la Société (baisse de -22,3% du chiffre d'affaires). L'activité *Mass Transit* a été particulièrement touchée (-51,1%), du fait des divers confinements et des restrictions d'utilisation des transports publics.

Lors de l'exercice clos le 30 juin 2022, le chiffre d'affaires de la Société a rebondi fortement (+55,9%), s'élevant à 130,8 M€. Tous les segments ont contribué à la croissance, notamment les segments *Mass Transit* (+80,0%) et e-ID (+52,7%) qui avaient été fortement impactés par la crise sanitaire lors des deux précédents exercices. A la fin des mesures de distanciation sociale prises pour lutter contre la pandémie s'est ajouté l'impact positif des acquisitions réalisées au cours de l'exercice (SECURITY LABEL sur le segment Traçabilité et Protection des marques et EDM sur le segment *Mass Transit*).

Marge d'EBITDA et taux de marge d'EBITDA

Nous présentons ci-après l'évolution de la marge d'EBITDA courant³¹ et du taux de marge d'EBITDA courant de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022.

Figure 16 - Evolution de la marge (en M€) et du taux de marge d'EBITDA courant (en % du chiffre d'affaires) de PARAGON ID de 2018 à 2022



Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, analyses FINEXSI

Les achats et dépenses représentatives du coût des ventes sont le principal poste de charges opérationnelles de PARAGON ID. Ils représentent en moyenne 52% du chiffre d'affaires.

Sur la période 2018-2022, la croissance annuelle moyenne du coût des ventes s'établit à 5,1%, inférieure à la progression du chiffre d'affaires de 6,7%, traduisant les efforts de rationalisation des coûts consentis par la Société. Par ailleurs, sur la même période, la sous-traitance a augmenté de 14,9% par an en moyenne, contre seulement 1,1% pour les achats de matières premières et marchandises, en lien avec l'externalisation de la production de certains produits.

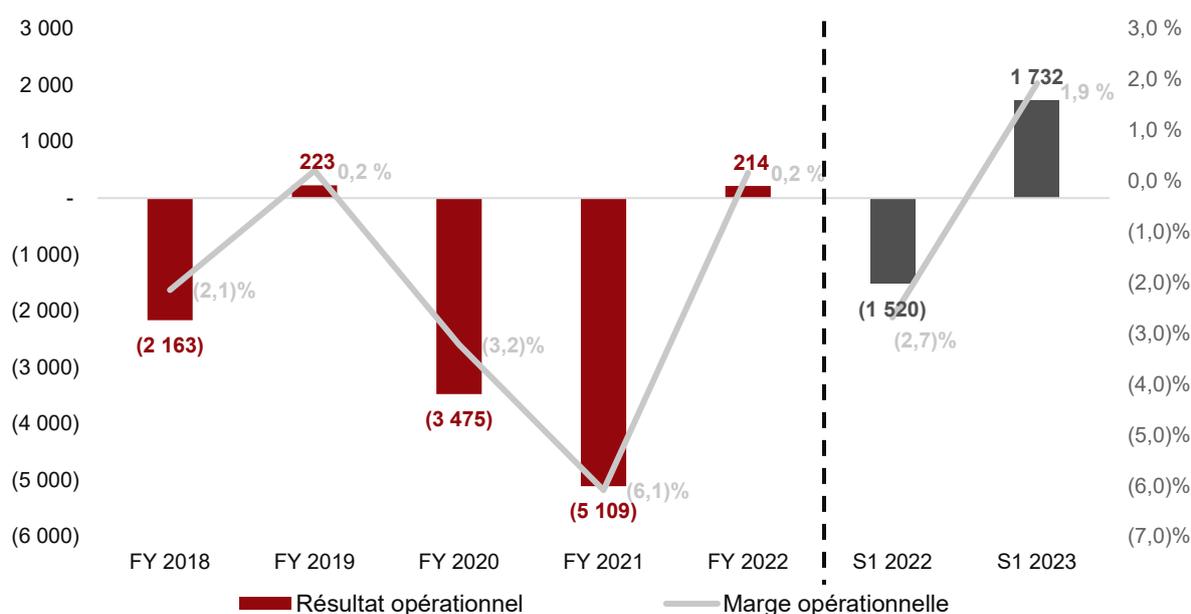
Il convient par ailleurs de noter que PARAGON ID capitalise une partie de ses dépenses de R&D.

³¹ L'EBITDA courant est un indicateur alternatif de performance employé par PARAGON ID dans sa communication financière et se définit comme l'EBITDA retraité des éléments que la Société considère comme non récurrents.

Résultat opérationnel et taux de marge opérationnelle - EBIT

Nous présentons ci-après l'évolution de la marge opérationnelle et du taux de marge opérationnelle, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, de PARAGON ID entre 2018 et le 1^{er} semestre 2023.

Figure 17 – Évolution de la marge opérationnelle (en M€) et du taux de marge opérationnelle (en %) de PARAGON ID entre 2018 et le 1^{er} semestre 2023



Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

La marge opérationnelle de la Société s'est améliorée de 2,3 points sur la période analysée, passant de -2,1% du chiffre d'affaires consolidé sur l'exercice 2018 à 0,2% sur l'exercice 2022, en raison d'une contribution plus importante de l'EBITDA courant et de l'amélioration du poste produits et charges non courants sur la période (passés de -3,4 M€ en 2018 à +0,5 M€ en 2022). En effet, de 2018 à 2021, la Société a procédé à des réorganisations de son activité qui se sont traduites par des coûts non récurrents³². Par ailleurs, le résultat opérationnel de PARAGON ID a été impacté positivement en 2022 par la révision à la baisse du complément de prix à verser au titre de l'acquisition d'APITRAK réalisée en 2021.

³² Notamment, des pertes liées à la fermeture de sites de production, des coûts de licenciement hors plan de sauvegarde de l'emploi et des coûts d'employés non remplacés.

Les dotations aux amortissements ont fortement progressé entre 2018 et 2022, principalement en raison (i) de l'application d'IFRS 16 dans les comptes consolidés à partir de l'exercice clôturant fin juin 2019 et (ii) des variations de périmètre sur la période³³.

Résultat courant avant impôts

Le résultat courant avant impôts intègre le résultat opérationnel, le résultat financier, les éventuels produits et pertes sur cessions d'immobilisations et les éventuels produits et pertes liées aux activités abandonnées.

En moyenne, sur la période 2018-2022, le résultat financier est déficitaire de 1,9 M€ en lien avec les charges d'intérêts des emprunts.

La perte sur investissements de 300 K€ constatée sur FY 2020 est relative à la dépréciation dans les comptes de la valeur de la co-entreprise I2PL (à la suite de la mise en liquidation de la société).

Résultat net

Le résultat net est déficitaire sur l'ensemble de la période analysée et a été particulièrement impacté sur les exercices clos au 30 juin 2020 et 2021 du fait de la crise de la COVID-19.

5.1.2 Bilan consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022

L'évolution du bilan consolidé de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après :

³³ Entrée dans le périmètre de la Société THAMES TECHNOLOGY en 2021 et de SECURITY LABEL et EDM sur l'exercice 2022.

Tableau 4 – Bilan consolidé de PARAGON ID du 30 juin 2018 au 31 décembre 2022 *

En K€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	S1 2023
	30.06.2018	30.06.2019	30.06.2020	30.06.2021	30.06.2022	31.12.2022
Goodwill	49 995	49 713	50 066	59 766	62 011	61 054
Immobilisations incorporelles	12 060	11 516	12 645	14 698	15 056	16 909
Immobilisations corporelles	8 817	10 016	10 528	10 860	14 459	14 181
Immobilisations liées aux droits d'utilisation d'actifs en location	-	-	4 446	6 425	6 157	5 201
Impôts différés actifs	2 477	2 920	3 855	3 906	3 361	3 273
Participations dans les co-entreprises	615	2 627	2 034	336	337	317
Autres actifs financiers	99	481	485	125	114	90
Actif non courant	74 062	77 273	84 059	96 116	101 495	101 025
Stocks	11 532	14 355	13 445	13 270	23 000	30 422
Clients	16 622	10 351	9 811	8 560	14 875	17 234
Autres créances	6 122	7 184	6 677	6 330	7 477	13 325
Trésorerie et équivalents de trésorerie	11 411	8 607	21 219	13 654	14 195	7 370
Actif courant	45 687	40 497	51 153	41 814	59 547	68 351
Total de l'actif	119 749	117 770	135 212	137 930	161 042	169 376
Capitaux propres - Part du groupe	28 710	26 175	31 387	27 731	22 741	21 283
Participations ne donnant pas le contrôle	10	32	71	23	55	84
Capitaux propres	28 720	26 207	31 458	27 754	22 796	21 367
Dettes financières - part non courante	5 074	7 900	22 436	23 811	29 035	26 435
Dettes financières - part non courante, auprès des parties liées	27 014	31 906	20 262	19 469	22 551	23 001
Dettes résultant des droits d'utilisation – part non courante	943	664	2 766	4 433	4 472	3 638
Impôts différés passifs	1 771	1 584	1 449	1 277	1 108	966
Considération différées – part non courante	-	-	1 168	3 637	4 516	4 516
Provisions pour rémunérations long terme	-	-	-	-	578	680
Provisions pour engagement de retraite	1 464	1 743	1 760	1 607	1 190	1 305
Passif non courant	36 265	43 797	49 841	54 234	63 450	60 541
Dettes financières - part courante	9 076	7 508	9 341	8 743	11 629	20 222
Dettes financières - part courante, auprès des parties liées	7 147	6 846	5 854	3 175	3 231	9 244
Dettes résultant des droits d'utilisation – part courante	331	277	1 628	1 995	1 636	1 565
Fournisseurs et comptes rattachés	25 483	23 122	21 777	23 753	37 346	35 332
Autres créditeurs	9 901	8 483	12 731	14 778	18 698	19 344
Considération différées – part courante	-	-	962	2 232	1 492	1 075
Provisions	2 826	1 531	1 620	1 266	764	686
Passif courant	54 764	47 766	53 913	55 942	74 796	87 468
Total du passif	119 749	117 770	135 212	137 930	161 042	169 376

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Actifs immobilisés

Les écarts d'acquisition ou *Goodwill* (62,0 M€ au 30 juin 2022 et 61,0 M€ au 31 décembre 2022) représentent 36,0% du total du bilan au 31 décembre 2022. Ils sont historiquement liés à l'entrée de BEMROSE BOOTH PARAGON au sein du périmètre de PARAGON ID en mars 2017 (31,5 M€ d'écart d'acquisition au 31 décembre 2022) et celle de PARAGON IDENTIFICATION SAS en juillet 2018.

L'évolution de ce poste depuis 2018 est à mettre au regard des acquisitions réalisées depuis cette date.

Les immobilisations incorporelles (16,9 M€ au 31 décembre 2022) représentent 10,0% du total bilan, et sont composées principalement des frais de recherche et développement activés (pour 7,4 M€) et des licences et contrats clients (pour 4,3 M€).

Au 31 décembre 2022, PARAGON ID disposait de déficits fiscaux reportables pour un montant total de 118,8 M€, dont 2,5 M€ reconnus en impôts différés actifs, générés par les pertes accumulées par les entités PARAGON ID S.A et THAMES TECHNOLOGY LTD.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

L'évolution du besoin en fonds de roulement de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après.

Tableau 5 – Besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFR) de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022

En K€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	FY 2018 30.06.2018	FY 2019 30.06.2019	FY 2020 30.06.2020	FY 2021 30.06.2021	FY 2022 30.06.2022	S1 2023 31.12.2022
Stocks	11 532	14 355	13 445	13 270	23 000	30 422
Retraitements des bilans d'ouverture des sociétés acquises	-	23	(1 378)	(1 390)	(3 227)	(3 229)
Stocks retraités	11 532	14 378	12 067	11 880	19 773	27 193
Créances clients	16 622	10 351	9 811	8 560	14 875	17 234
Retraitement des bilans d'ouverture des sociétés acquises	-	2 195	(3 498)	(3 861)	(4 753)	(4 725)
Créances clients retraitées	16 622	12 546	6 313	4 699	10 122	12 509
Dettes fournisseurs	(25 483)	(23 122)	(21 777)	(23 753)	(37 346)	(35 332)
Retraitement des bilans d'ouverture des sociétés acquises	-	2 382	6 835	7 091	7 643	7 680
Dettes fournisseurs retraitées	(25 483)	(20 740)	(14 942)	(16 662)	(29 703)	(27 652)
BFR retraité	2 671	6 184	3 438	(83)	192	12 050
<i>Variation BFR retraité</i>		<i>(3 513)</i>	<i>2 746</i>	<i>3 521</i>	<i>(275)</i>	<i>(11 858)</i>
<i>BFR retraité en jours de CA</i>	<i>9,7</i>	<i>20,9</i>	<i>11,6</i>	<i>(0,4)</i>	<i>0,5</i>	<i>24,5</i>

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation présenté ci-dessus a été retraité des bilans d'ouverture des sociétés acquises, ce qui correspond à la présentation retenue par PARAGON dans ses états financiers.

La variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation retraité sur la période analysée, s'explique principalement comme suit :

- En 2020-2021, la crise de la COVID-19 a eu pour conséquence une baisse significative de l'activité, qui s'est traduite par une diminution du BFR par rapport à l'exercice précédent ;
- En 2021-2022, le fort rebond de l'activité de PARAGON ID lié à la fin de la crise sanitaire et les tensions sur le marché des semi-conducteurs (avec des délais de livraison extrêmement longs), ont contraint la Société à anticiper les commandes de semi-conducteurs et à augmenter fortement son niveau de stocks (+10 M€). Corrélativement, les dettes envers les fournisseurs ont augmenté, permettant à la Société de maintenir un niveau de BFR relativement stable ;
- Le niveau de stocks a continué à croître fortement au premier semestre de l'exercice 2022-2023, toujours en lien avec l'anticipation des commandes de semi-conducteurs afin de soutenir la croissance de l'activité. Couplé à la baisse du délai de règlement fournisseurs (certains d'entre eux demandant un règlement immédiat des commandes) sur la période, cela s'est traduit par une forte hausse du BFR au 31 décembre 2022 ;
- Depuis cette date, le niveau de stocks est stabilisé et la Société prévoit une réduction au cours des prochains mois.

Sur la période analysée, le niveau de BFR de la Société n'apparaît pas normatif en raison des divers événements ayant impacté son activité et le marché mondial des semi-conducteurs.

Il convient par ailleurs de noter que la Société a recours à l'affacturage déconsolidant pour une partie de ses créances clients, avec un transfert de la quasi-totalité des risques afférents aux créances. Au 30 juin 2022, le montant des créances déconsolidées s'élevait à 17,6 M€.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après.

Tableau 6 – Endettement financier net de PARAGON ID entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022

En K€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	S1 2023
	30.06.2018	30.06.2019	30.06.2020	30.06.2021	30.06.2022	31.12.2022
Dettes financières	9 647	15 301	31 764	32 554	40 664	46 657
<i>Emprunts bancaires</i>	5 683	9 147	24 857	27 300	36 262	42 619
<i>Emprunts auprès de gouvernement</i>	1 228	1 328	1 064	540	-	-
<i>Découverts bancaires</i>	2 736	4 826	5 843	4 714	4 402	4 038
Dettes financières auprès des parties liées	34 161	38 752	26 116	22 643	25 782	32 245
<i>Obligations convertibles</i>	10 000	10 000	-	-	-	-
<i>Obligations non convertibles</i>	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
<i>Emprunts "in fine" Long Terme</i>	7 014	10 261	10 261	9 469	10 261	10 261
<i>Autres emprunts</i>	7 147	8 491	5 855	3 174	5 521	11 984
Endettement financier brut (hors IFRS 16)	43 808	54 053	57 880	55 197	66 446	78 902
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(11 411)	(8 607)	(21 219)	(13 654)	(14 195)	(7 370)
Endettement financier net (hors IFRS 16)	32 397	45 446	36 661	41 543	52 251	71 531

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses Finexsi

La Société se trouve en situation de dette financière nette sur l'ensemble de la période observée. Cette structure financière résulte principalement du financement des acquisitions réalisées par la Société, des investissements en immobilisations corporelles et incorporelles ainsi que du financement des pertes d'exploitation du 1^{er} semestre 2023. Cette structure financière a nécessité le soutien régulier de son actionnaire de référence, GRENADIER HOLDINGS, afin de préserver sa continuité d'exploitation.

Au 31 décembre 2022, l'endettement financier brut de PARAGON ID s'élève à 78,9 M€ et est composé :

- D'emprunts et de découverts bancaires pour respectivement 42,6 M€³⁴ et 4,0 M€ ;
- D'emprunts envers GRENADIER HOLDINGS (pour 32,3 M€), composés :
 - D'obligations non-convertibles pour 10,0 M€³⁵ ;
 - D'emprunts à long-terme pour 10,3 M€³⁶ ;
 - D'autres emprunts pour 12,0 M€³⁷.

Retraité de la trésorerie et équivalents qui s'élèvent à 7,4 M€ au 31 décembre 2022, l'endettement financier net de PARAGON ID s'élève à 71,5 M€ (hors dettes IFRS 16). En tenant compte des dettes résultant de contrats de location de 5,2 M€, l'endettement financier net (incluant IFRS 16) de PARAGON ID s'élève à 76,7 M€ au 31 décembre 2022.

5.1.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société sur la période 2018 – 2022

Nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie de PARAGON ID entre l'exercice 2018 et le 1^{er} semestre de l'exercice 2023.

³⁴ Correspondent essentiellement à (i) un Prêt Garanti par l'Etat (PGE) de 13,8 M€ mis en place au début de la crise sanitaire, (ii) à l'emprunt de 10,0 M€ souscrit au cours du 1^{er} semestre 2023 dans le cadre du programme « *Résilience* » initié par l'État français et (iii) à des emprunts liés au financement des équipements.

³⁵ Les emprunts obligataires (majorée des intérêts y afférents) souscrits par GRENADIER HOLDINGS PLC, portent intérêts au taux de 4% et sont à échéance du 27 septembre 2024.

³⁶ Prêt octroyé au cours de l'exercice 2019 par GRENADIER HOLDINGS, au taux d'intérêt de 5% et à échéance 2026.

³⁷ Correspondent notamment (i) à un emprunt de 6,0 M€ accordé au cours du 1^{er} semestre 2023 pour financer la croissance de la Société et (ii) au financement de 3,0 M€ accordé au cours de l'exercice 2022 pour financer l'acquisition d'ELECTRONIC DATA MANAGEMENT (EDM). Ces emprunts portent intérêt au taux de 4,2% en 2023.

Tableau 7 – Flux de trésorerie de PARAGON ID entre 2018 et le 1er semestre 2022-2023

En K€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	S1 2023*
Résultat courant avant impôts	(3 505)	(1 707)	(6 117)	(6 308)	(1 902)	449
Pertes des activités abandonnées	(2 143)	(215)	(35)	(19)	(25)	(16)
Intérêts financiers	1 814	1 987	2 345	1 209	2 116	1 283
Coût des paiements fondés sur des actions	-	-	572	304	121	-
Dotations aux provisions pour restructuration	251	-	-	-	-	-
Dotations aux amortissements des immobilisations incorporelles et corporelles	5 990	5 748	8 384	8 567	10 670	4 811
Quote-part du résultat net des coentreprises	-	(120)	(289)	(408)	-	-
(Reprise)/Dotations aux provisions	-	-	825	1 404	(5)	100
(Gains) / Pertes sur investissements	-	-	300	-	(1 100)	-
Gains sur acquisitions de filiales	-	(419)	-	-	(87)	-
Amortissement des subventions gouvernementales	-	4	-	(16)	-	-
Plus ou moins-value sur sorties d'immobilisations incorporelles et corporelles	(471)	(57)	(3)	(9)	-	-
Flux de trésorerie liés à l'exploitation avant besoin en fonds de roulement	1 936	5 221	5 982	4 724	9 788	6 627
(Augmentation)/diminution des stocks	2 117	(2 846)	2 311	187	(7 893)	(7 420)
Augmentation/(diminution) des dettes fournisseurs	(1 567)	(4 743)	(5 798)	1 720	13 041	(2 051)
(Augmentation)/diminution des créances clients	7 121	4 076	6 233	1 614	(5 423)	(2 387)
(Augmentation)/diminution des autres actifs et passifs courants	(2 193)	(834)	4 423	734	523	(5 237)
Flux de trésorerie d'exploitation	7 414	874	13 151	8 979	10 036	(10 466)
Remboursement /(Paiement) de taxes	(677)	309	15	150	583	291
Flux de trésorerie net généré par les activités d'exploitation	6 737	1 183	13 166	9 129	10 619	(10 175)
Acquisitions d'immobilisations incorporelles	(301)	(1 066)	(3 036)	(4 063)	(4 532)	(3 654)
Acquisitions d'immobilisations corporelles	(3 924)	(3 329)	(1 458)	(3 467)	(5 086)	(2 387)
Produits de cessions d'immobilisations corporelles	100	529	76	82	82	373
Acquisition de filiales, net de la trésorerie acquise	9	(2 002)	(1 533)	(887)	(5 439)	(3)
Paiements différés pour Acquisitions de filiales	-	-	-	-	(1 909)	(417)
(Augmentation) / diminution des autres actifs financiers	-	(311)	(4)	-	11	11
Flux de trésorerie d'investissement	(4 116)	(6 179)	(5 955)	(8 335)	(16 873)	(6 077)
Remboursements de dettes résultant des contrats de location	(428)	(335)	(1 833)	(1 888)	(2 391)	(987)
Remboursement d'emprunts	(10 167)	(6 355)	(6 368)	(2 287)	(3 744)	(3 717)
Produits de l'émission des emprunts et d'obligations	15 754	5 517	17 428	2 823	11 121	16 012
Produits / (Remboursement) des emprunts auprès de parties liées	-	3 251	(3 127)	(4 518)	3 284	-
Intérêts décaissés	(1 978)	(1 985)	(1 733)	(1 427)	(1 679)	(846)
Revenu d'intérêts	71	-	-	-	-	-
Flux de trésorerie de financement	3 252	93	4 367	(7 297)	6 601	10 462
Augmentation / (diminution) de la trésorerie nette	5 873	(4 903)	11 578	(6 503)	347	(5 790)
Trésorerie à l'ouverture	2 757	8 676	3 781	15 376	8 940	9 793
Augmentation / (diminution) de la trésorerie nette	5 873	(4 903)	11 578	(6 503)	347	(5 790)
Incidence des variations de cours de change sur la trésorerie nette	46	8	17	67	506	(671)
Trésorerie à la clôture	8 676	3 781	15 376	8 940	9 793	3 332

* Au 31 décembre 2022.

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Les flux de trésorerie opérationnels générés par PARAGON ID reflètent l'activité de la Société et sont positifs sur la période 2018-2022. A l'exception du premier semestre 2023, la variation de BFR contribue positivement aux flux de trésorerie d'exploitation.

Les flux de trésorerie d'investissement sont structurellement élevés, la Société réalisant des investissements en immobilisations incorporelles (2,6 M€ en moyenne sur la période 2018-2022), d'immobilisations corporelles (3,4 M€ en moyenne) et des opérations de croissance externe (2,0 M€ en moyenne). À ce titre, 2022 a constitué un exercice record en termes de flux de trésorerie d'investissement, avec près de 16,9 M€ contre une moyenne de 8,3 M€ sur la période analysée. PARAGON ID a investi à hauteur de 4,5 M€ en immobilisations incorporelles, principalement (i) en R&D sur différents projets (notamment systèmes de localisation en temps réel d'actifs, étiquettes RFID, valideurs multi-titres de transport, cartes de paiement en métal). La Société a également acquis des immobilisations corporelles pour 5,1 M€, dont la majeure partie correspond à du matériel industriel. Enfin, les investissements financiers se sont élevés à 7,4 M€ (acquisitions de sociétés et compléments de prix).

Les flux de trésorerie de financement correspondent à des souscriptions et à des remboursements d'emprunts sur la période 2018-2022, la Société n'ayant pas réalisé d'augmentation de capital pour financer son développement.

6. Matrice SWOT

Forces

- Portefeuille de produits diversifiés avec une présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur du marché RFID
- Expertise accrue sur ses différents marchés
- Détention de technologies et brevets propriétaires uniques

Faiblesses

- Absence de taille critique
- Historique de pertes sur les dernières années (continuité d'exploitation de la Société assurée uniquement par le soutien financier de son actionnaire principal)
- Niveau de dette élevé

Opportunités

- Adoption des solutions RFID par un nombre croissant d'acteurs
- Marché de la RFID attendu en forte croissance dans les années à venir
- Démocratisation de l'IoT

Menaces

- Forte intensité concurrentielle avec la présence d'acteurs très locaux et/ou de taille plus importante
- Baisse d'utilisation tendancielle des tickets magnétiques
- Changements technologiques rapides nécessitant des investissements importants

7. Evaluation des actions de la société PARAGON ID

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de PARAGON ID dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

7.1 Références et Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

7.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque d'une société. Il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, le dernier actif net comptable consolidé (part du groupe) publié au 31 décembre 2022 s'établit à 22,7 M€, soit une valeur par action de 10,78 €. L'actif net comptable sur la base des comptes sociaux au 30 juin 2022, soit le dernier actif net comptable disponible, est de 75,4 M€, soit une valeur par action de 38,01€³⁸, correspondant au prix de l'Offre.

L'écart entre les capitaux propres sociaux et consolidés provient principalement de la comptabilisation de la fusion inversée de 2017, qui a conduit à l'élimination dans les comptes consolidés de PARAGON ID SA, de l'investissement de 108 M€ réalisé par PARAGON IDENTIFICATION SAS en contrepartie des capitaux propres de cette dernière qui s'élevaient à environ 42 M€. L'investissement de 108 M€ au sein de PARAGON IDENTIFICATION SAS est pour sa part toujours comptabilisé dans les capitaux propres sociaux de PARAGON ID SA.

7.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de PARAGON ID.

³⁸ Sur la base de 1 983 403 actions composant le capital social de la Société.

7.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société, et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Par ailleurs, PARAGON ID ne versant pas de dividendes, cette méthode ne trouve pas à s'appliquer.

7.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où la société en pertes bénéficie du soutien de son actionnaire principal qui est l'Initiateur. Ainsi seules des approches en continuité d'exploitation permettent de valoriser les actions PARAGON ID.

7.1.5 Analyse des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations d'achat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions. De plus, nos bases de données ne nous ont pas permis de reconstituer de façon fiable les multiples associés aux transactions identifiées.

Par ailleurs, il convient de noter que les multiples extériorisés par les transactions majoritaires identifiées peuvent également inclure une prime de contrôle ainsi que la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la présente Offre. En effet, le contexte de l'Offre n'entraîne ni changement de contrôle, ni synergie.

Pour ces raisons, cette méthode n'a pas été retenue.

7.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

À titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) (§7.3.2).

A titre secondaire :

- La référence au cours de bourse du titre PARAGON ID, avant l'annonce de l'Offre (§7.3.3) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (§7.3.4).

A titre indicatif :

- La référence aux objectifs de cours des analystes financiers publiés avant l'annonce de l'Offre (§7.3.5).

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

7.3 Mise en œuvre de la valorisation de PARAGON ID

7.3.1 Données de référence de PARAGON ID

7.3.1.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2023 (1 983 403 actions), augmenté :

- Des 40 400 actions qui résulteraient de l'exercice des BSA 2018-1 dans la monnaie ;
- Des 1 000 actions issues du plan d'AGA 1224 et des 1 500 actions issues du plan d'AGA 0323.

Soit un total de 2 026 303 actions.

Il est par ailleurs précisé que :

- Les actions auto-détenues par la Société (1 518 actions au 30 juin 2023) ne sont pas retenues en diminution du nombre d'actions dilué dans la mesure où celles-ci sont visées par l'Offre ;
- Les 2 000 actions issues du plan d'AGA 1223 actuellement en période de conservation ont d'ores et déjà été émises et sont donc intégrées dans les 1 983 403 actions composant le capital social de la Société au 30 juin 2023 ;
- Les BSA 2015-1 (dont l'exercice résulterait en l'émission d'un nombre maximum de 4 314 actions) ne sont pas retenus dans le nombre d'actions dilué dans la mesure où ils sont en dehors de la monnaie (prix d'exercice de 54,01€). Ces BSA 2015-1 sont par ailleurs cessibles

sans l'accord de la Société et à ce titre visés par la présente Offre. Ils font l'objet d'une évaluation distincte (§8).

7.3.1.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres (VFP) ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de PARAGON ID tels qu'ils sont mentionnés dans les comptes consolidés semestriels au 31 décembre 2022.

La dette nette ajustée au 31 décembre 2022 a été déterminée comme suit :

Tableau 8 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de PARAGON ID au 31 décembre 2022

en K€	31/12/2022
Trésorerie et équivalents de trésorerie	7 370
Emprunts bancaires	(42 619)
Emprunts parties liées	(32 244)
Autres dettes financières	(4 038)
Trésorerie / (dette) nette	(71 531)
Compléments de prix	(5 592)
Provisions pour retraites après impôts	(968)
Autres provisions après impôts	(509)
Provisions pour rémunération différée après impôts	(505)
Participations ne donnant pas le contrôle	(84)
Déficits fiscaux reportables actualisés	12 288
Prix d'exercice des bons de souscription d'actions (BSA) dans la monnaie	1 343
Apport des 1 518 titres auto-détenus à l'Offre	58
Autres ajustements	407
Ajustements	6 438
Passage de la VE à la VFP	(65 093)

Sources : Comptes consolidés semestriels au 31 décembre 2022, analyses FINEXSI

L'endettement financier net (hors prise en compte de la dette relative à IFRS 16) s'établit à -71 531 K€ au 31 décembre 2022 et se compose principalement : d'emprunts bancaires pour -42 619 K€, d'emprunts auprès de GRENADIER HOLDINGS (actionnaire de référence) pour -32 244 K€, des autres dettes financières (découverts bancaires) pour un montant de -4 038 K€ et de 7 370 K€ de trésorerie.

Nous avons ajusté l'endettement financier net des principaux éléments suivants :

- D'un complément de prix de -5 592 K€ concernant notamment l'acquisition de Thames Technology réalisée en 2019 ;
- Des provisions pour retraites pour un montant de -968 K€ après impôts ;
- Des autres provisions, très majoritairement des provisions pour charges, pour -509 K€ après impôts ;

- Des provisions pour rémunération différée à hauteur de -505 K€ après impôts ;
- Du prix d'exercice des BSA 2018-1 dans la monnaie pour un montant de 1 343 K€ ;
- Des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables (activés et non activés) au 31 décembre 2022, pour un montant de 12 288 K€. L'utilisation des déficits fiscaux reportables a été modélisée en fonction de leur horizon de consommation puis intégrée dans notre calcul de passage entre la valeur d'entreprise (VE) et la valeur des fonds propres (VFP). Ces déficits ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôts pour la détermination des flux d'exploitation prévisionnels servant de référence à la mise en œuvre de l'approche DCF.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit, à -65,1 M€ au 31 décembre 2022.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme comptable a été retraitée sur la base des éléments fournis par le management dans le plan d'affaires sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 5,2 M€ au 31 décembre 2022.

7.3.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de PARAGON ID. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

Présentation du plan d'affaires 2023-2026 du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires *standalone* 2023e-2026e établi par le management en avril 2023 selon une approche « *bottom-up* », avec toutefois certains ajustements réalisés de façon « *top-down* ».

Il n'intègre pas de projet de croissance externe ou de cession d'actif.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une approbation par le Conseil d'administration de la Société le 22 juin 2023.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le management de la Société sur les hypothèses structurantes du plan d'affaires.

Celui-ci reflète les ambitions du management et met l'accent sur :

- Un fort développement commercial de toutes les activités de PARAGON ID en France comme à l'international et la poursuite de la commercialisation de l'ensemble des produits du Groupe (pas d'arrêt de certains produits comme les tickets magnétiques par exemple) ;
- L'accroissement du taux de marge opérationnelle à des niveaux jamais atteint historiquement.

Sur ces bases, le plan d'affaires repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires proche de 20% soutenu notamment par la montée en puissance du segment traçabilité et protection des marques ;
- Un taux de marge d'EBITDA (avant IFRS 16) passant de 5,9% au 30 juin 2022 à 12,2% en 2026e, soit un niveau jamais atteint par le passé ;
- Des dépenses d'investissement (ci-après « CAPEX ») qui représentent en moyenne 5,1% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan ;
- Un besoin en fonds de roulement s'établissant à 60 jours de chiffre d'affaires sur la période.

Nous avons tenu compte dans nos analyses de l'atterrissage de l'exercice clos au 30 juin 2023 qui nous a été communiqué par le management (chiffre d'affaires, EBITDA, cashflow du second semestre et dette financière), étant précisé qu'à la date du présent rapport, les comptes consolidés au 30 juin 2023 n'ont pas fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes et ne sont donc pas définitifs³⁹.

Le plan d'affaires apparaît volontariste et repose sur la capacité de la Société à accroître ses parts de marché sur l'ensemble de ses activités (avec un doublement du chiffre d'affaires à l'horizon 2026 par rapport à 2022), tout en augmentant sa profitabilité opérationnelle à un niveau encore jamais atteint historiquement, dans un contexte de forte demande mais également très concurrentiel. Il est également à ce titre précisé que le plan d'affaires ne factorise pas d'évolution technologique rapide susceptible d'engendrer des investissements importants, ni d'arrêt de commercialisation de certains produits historiques du Groupe (notamment les tickets magnétiques).

³⁹ Seul le chiffre d'affaires annuel 2022/23 a fait l'objet d'une publication par la Société le 26 juillet 2023. Celui-ci s'établit à 192 M€, soit un niveau conforme à la guidance, relevée fin avril 2023, d'un chiffre d'affaires annuel supérieur à 185 M€.

Extrapolation du plan d'affaires

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 3 années supplémentaires, soit sur la période 2027e-2029e, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif ;
- Un taux de marge d'EBITDA (hors IFRS 16) en légère baisse pour atteindre le niveau de marge normatif de 12,0% ;
- Un niveau de CAPEX stable sur la période d'extrapolation qui représente environ 4,2% du chiffre d'affaires soit un niveau inférieur à la moyenne 2023e-2026e ;
- Un BFR stable à 60 jours du chiffre d'affaires.

Impôt sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition applicable en France, soit 25,8%.

Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §7.3.1.2).

Détermination des flux de trésorerie

Dans la mesure où la dette financière nette ajustée a été déterminée sur la base des derniers comptes disponibles au 31 décembre 2022, nous avons considéré comme premier flux du DCF celui du premier semestre de l'année civile 2023. Ce flux n'a pas fait l'objet d'une actualisation dans nos travaux dans la mesure où le premier semestre 2023 est achevé à la date du présent rapport.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,0% a été appliqué au flux normatif, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme.

Les investissements ont été maintenus au même niveau que ceux de la période d'extrapolation.

Les dotations aux amortissements ont été considérées égales au niveau des investissements et le BFR a été considéré stable par rapport à la dernière année d'extrapolation.

Le taux d'impôt normatif retenu est de 25,8%, correspondant au taux d'impôt applicable en France.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de la Société pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels. Ce coût a été estimé à 11,50% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,94% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois au 31 juillet 2023, source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque marché actions de 4,88% (moyenne 6 mois des primes de risques Associés en Finance) ;
- D'un bêta désendetté de 0,99 (moyenne 2 ans des bêtas de l'échantillon des sociétés comparables, source : CAPITAL IQ) ;
- D'une prime de taille de 4,21% déterminée par différence entre la taille de PARAGON ID et celle des sociétés comparables retenues pour le calcul du bêta (source : DUFF & PHELPS) ;
- D'un coût de la dette avant impôts de 5%, correspondant au coût moyen de financement de la Société ;
- D'un *gearing*⁴⁰ sectoriel de 14,3% (source : DAMODARAN) qui nous semble le mieux approprié dans le contexte compte tenu de la structure de dette de PARAGON ID ;
- D'un taux d'impôts normatif de 25,8%, correspondant au taux d'imposition applicable en France.

Bien que les prévisions présentent un profil de croissance soutenu et une amélioration sensible du taux de marge à des niveaux jamais atteints par le passé, nous n'avons pas pris en compte de prime spécifique pour intégrer le risque de réalisation associé, ce qui est favorable à l'actionnaire et s'inscrit dans une démarche d'extériorisation de la pleine valeur de la Société dans le contexte d'un éventuel retrait obligatoire.

Calcul de la valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de PARAGON ID ressort à 137,1 M€ dont 66% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon extrapolé. Compte tenu de la dette nette ajustée de 65,1 M€, le montant des fonds propres s'établit à 72,0 M€, soit 35,5 € par action PARAGON ID en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action PARAGON ID à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge d'EBITDA normatif (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

⁴⁰ Correspondant au ratio endettement financier net / fonds propres.

Tableau 9 – Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		Taux de croissance infini				
		1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %
CMPC	11,0 %	37,0	38,3	39,7	41,1	42,6
	11,3 %	35,1	36,3	37,5	38,9	40,3
	11,5 %	33,2	34,4	35,5	36,8	38,1
	11,8 %	31,5	32,5	33,6	34,8	36,0
	12,0 %	29,8	30,8	31,8	32,9	34,1

Source : Analyses FINEXSI

Tableau 10 – Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de marge d'EBITDA et du taux d'actualisation

		EBITDA %				
		11,50 %	11,75 %	12,00 %	12,25 %	12,50 %
CMPC	11,0 %	36,3	38,0	39,7	41,3	43,0
	11,3 %	34,3	35,9	37,5	39,1	40,7
	11,5 %	32,5	34,0	35,5	37,1	38,6
	11,8 %	30,7	32,2	33,6	35,1	36,6
	12,0 %	29,0	30,4	31,8	33,3	34,7

Source : Analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 33,6 € et 37,5 € par action PARAGON ID, avec une valeur centrale de 35,5 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 13,1% sur la borne basse et une prime de 1,4% sur la borne haute de notre fourchette.

7.3.3 Analyse du cours de bourse (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

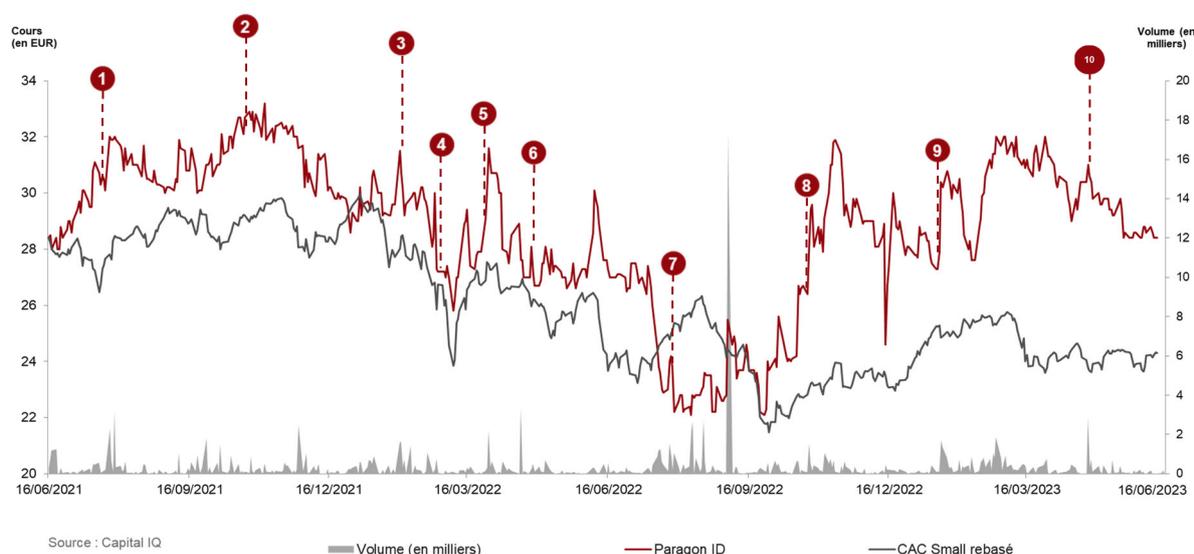
Les actions de PARAGON ID sont admises aux négociations sur le compartiment C d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR0013318813).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'au vendredi 16 juin 2023, l'Offre ayant été annoncée au marché le 19 juin 2023 après bourse (la cotation du titre a été suspendue ce même jour dans l'attente de l'annonce).

Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre PARAGON ID

Le cours de bourse de PARAGON ID a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Opération le 19 juin 2023.

Figure 18 – Évolution du cours de bourse du titre PARAGON ID sur deux ans jusqu'au 16 juin 2023



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur la première période analysée, allant du 16 juin 2021 au 16 septembre 2022, l'évolution du cours de bourse a notamment été marquée par la communication financière et par la tendance baissière du marché :

- 20 juillet 2021 (**n°1**), publication du chiffre d'affaires annuel de l'exercice 2020-2021, en baisse de -28% à périmètre et change constant, impacté par la pandémie liée au Covid-19 ;
- La publication du 26 octobre 2021 (**n°2**) présente les comptes de l'exercice 2020-2021 ainsi que le chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2021-2022. L'activité trimestrielle ressort en forte hausse comparée à l'exercice précédent (+21% à données comparables) après un point bas dû aux perturbations des chaînes logistiques. Cependant le management tient à rester prudent malgré le retour de la croissance et ce, notamment à cause de la difficulté d'approvisionnement des matières premières et aux perturbations des chaînes logistiques ;
- Annonce du chiffre d'affaires du premier semestre de l'exercice 2021-2022, le 31 janvier 2022 (**n°3**), avec une croissance organique de +27% ;
- Le 24 février 2022 (**n°4**) marque le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, faisant chuter les bourses mondiales ;
- Les résultats semestriels de l'exercice 2021-2022 annoncés le 28 mars 2022 (**n°5**) permettent de confirmer l'objectif d'une croissance annuelle à deux chiffres ;

- L'annonce du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre le 27 avril 2022 (**n°6**) est favorablement accueillie par le marché. La Société affiche une croissance organique de +57% et relève son objectif de chiffre d'affaires (supérieur à 120 M€) pour la fin de l'exercice ;
- La publication du chiffre d'affaires annuel le 26 juillet 2022 (**n°7**) met en exergue la très bonne année de la Société. Après avoir positivement réagi à cette annonce, le cours de bourse subit une baisse importante et atteint 22,1€ le 9 août 2022, le point bas sur 2 ans.

Le cours de bourse de la Société s'est inscrit par la suite dans une tendance haussière entre la mi-septembre 2022 jusqu'au 16 juin 2023 :

- Le cours de bourse de PARAGON ID progresse après avoir touché un point bas et réagit positivement à la suite de la publication des résultats annuels le 25 octobre 2022 (**n°8**) ;
Le cours de bourse régit positivement à l'annonce des résultats du premier semestre 2023, le 19 janvier 2023 (**n°9**) ;
- La publication le 26 avril 2023 (**n°10**) du chiffre d'affaires des 9 premiers mois de l'exercice fait ressortir une croissance organique de +45%.

Au cours des 24 derniers mois ayant précédé l'annonce de l'Opération, le cours de l'action PARAGON ID a oscillé entre un plus haut atteint le 4 novembre 2021 à 33,2 € et un plus bas à 22,1 € atteint le 9 août 2022 et le 26 septembre 2022.

Le cours de l'action PARAGON ID a reculé de -1,4% passant de 28,4 € au 16 juin 2021 à 28,0 € au 16 juin 2023, tandis que l'indice CAC *Small* a enregistré une baisse de -13,1% sur la même période.

Analyse des CMPV et de la liquidité du titre PARAGON ID

Avant annonce de l'Opération, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois.

Tableau 11 – Analyse des CPMV et de la liquidité du titre PARAGON ID au 16 juin 2023

Cours moyens pondérés par les volumes *	En €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 38,01€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (16/6/2023)	28,00	+35,8 %	0,1	0,1	2,8	2,8	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CMPV 1 mois	28,39	+33,9 %	0,1	1,3	1,7	38,0	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,4 %
CMPV 60 jours	30,34	+25,3 %	0,2	11,3	6,0	343,4	0,0 %	0,6 %	0,1 %	3,2 %
CMPV 3 mois	30,42	+25,0 %	0,2	12,6	6,1	383,6	0,0 %	0,6 %	0,1 %	3,6 %
CMPV 6 mois	30,29	+25,5 %	0,3	36,5	8,7	1 106,6	0,0 %	1,9 %	0,1 %	10,3 %
CMPV 12 mois	26,82	+41,7 %	0,4	93,9	9,8	2 518,5	0,0 %	4,8 %	0,1 %	27,3 %
CMPV 24 mois	28,31	+34,3 %	0,3	165,1	9,1	4 675,2	0,0 %	8,4 %	0,1 %	48,5 %
Plus haut 12 mois (28/3/2023)	32,00	+18,8 %								
Plus bas 12 mois (26/9/2022)	22,10	+72,0 %								
Plus haut 24 mois (4/11/2021)	33,20	+14,5 %								
Plus bas 24 mois (26/9/2022)	22,10	+72,0 %								

Sources : Capital IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois antérieurs à l'annonce de l'Offre, le volume cumulé des actions PARAGON ID échangées est de 93,9 milliers d'actions (soit environ 400 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 4,8% et la rotation du capital flottant à 27,3%.

Sur 24 mois d'observation, le volume cumulé d'actions échangées passe à 165,1 milliers d'actions (soit environ 300 actions par jour de cotation). Ces volumes d'échanges représentent une rotation du capital qui s'établit à 8,4% et une rotation du capital flottant à 48,5%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes échangés limités, raisons pour lesquelles nous présentons les résultats de cette référence à titre secondaire.

Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce de l'Opération (le 16 juin 2023) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre de 38,01€ extériorise respectivement des primes de +35,8% et de +25,3%.

A la suite de l'annonce de l'Offre le 19 juin 2023, le cours de bourse de PARAGON ID s'est ajusté à la hausse à un niveau proche du prix d'Offre de 38,01€.

7.3.4 Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte-tenu des spécificités de PARAGON ID, nous n'avons pas identifié de société qui lui soit pleinement comparable, que ce soit en termes de mix-produits, de taille, de profil de croissance ou de marge. Nous avons cependant identifié six sociétés cotées intervenant dans le secteur de la RFID. Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

L'échantillon des comparables se présente comme suit :

- **NEDAP N.V** est une société néerlandaise spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de contrôle électronique dans les domaines de la prévention, du contrôle d'accès, de l'observation, des alarmes anti-intrusion, de la biométrie et des systèmes de paiement. La société réalise ses ventes aux Pays-Bas (35,4%), en Allemagne (11,7%), dans d'autres pays européens (25,3%), en Amérique du Nord (15,0%) et dans d'autres pays (12,6%). En 2022, NEDAP a réalisé un chiffre d'affaires de 230,6 M€ ainsi qu'un résultat opérationnel de 31,8 M€ ;
- **SATO HOLDINGS CORPORATION** est une société japonaise spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de solutions d'étiquetage fixe et variable des produits de vente de détail (69,0%) ainsi que du matériel d'impression, de lecture et de scan des étiquettes (31,0%). La société opère principalement au Japon (51,9%) et à l'international (48,1%). En 2022-2023⁴¹, SATO a réalisé un chiffre d'affaires de 988,9 M€ pour un résultat opérationnel de 96,7 M€ ;

⁴¹ Clôture au 31 mars.

- **DATALOGIC S.P.A** est une société italienne spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de lecteurs de codes-barres, d'ordinateurs mobiles et de solutions RFID. La société réalise la majorité de ses ventes dans la région Europe-Moyen-Orient-Afrique (44,7%) ainsi que sur le continent américain (30,4%), en Asie-Pacifique (15,4%) et en Italie (9,5%). En 2022, DATALOGIC a réalisé un chiffre d'affaires de 654,6 M€ pour un résultat opérationnel de 79,8 M€ ;
- **PRICER AB** est une société suédoise spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes électroniques d'affichage et d'information pour le commerce de détail. La société opère au Canada (36,9%), en France (23,0%), en Italie (6,1%), aux Pays-Bas (5,3%), en Suède (5,2%) et dans d'autres pays (23,5%). En 2022, PRICER a réalisé un chiffre d'affaires de 203,6 M€ pour un résultat opérationnel de 2,2 M€ ;
- **STRONGPOINT ASA** est une société norvégienne spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de solutions informatiques aux entreprises des secteurs de la vente au détail, des services et de l'industrie. La société réalise ses ventes en Suède et au Danemark (54,2%) et dans d'autres pays européens (45,8%). En 2022, STRONGPOINT a réalisé un chiffre d'affaires de 130,3 M€ pour un résultat opérationnel de 4,8 M€ ;
- **TAGMASTER AB** est une société suédoise spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de capteurs avancés et de solutions basées sur les technologies de la radio, du radar et de la caméra. La société réalise la majorité de ses ventes aux Etats-Unis (44,2%) ainsi qu'en France (23,8%), en Suède (22,4%) et au Royaume-Uni (9,6%). En 2022, TAGMASTER a réalisé un chiffre d'affaires de 32,3 M€ pour un résultat opérationnel de 0,5 M€.

Comme expliqué précédemment (§5.1.1), PARAGON ID capitalise une partie de ses frais de R&D, ce qui est de nature à créer une distorsion entre les niveaux d'EBITDA de la Société et ceux des sociétés comparables.

De ce fait, nous présentons ci-après les perspectives de croissance du chiffre d'affaires, les taux de marge d'EBITDA (retraités le cas échéant des impacts de la norme IFRS 16 et de la R&D capitalisée) et les taux de marge d'EBIT attendus par le consensus sur l'échantillon des comparables en 2023e, 2024e et 2025e.

Au niveau de l'EBIT, les éventuelles distorsions liées aux politiques de capitalisation des frais de R&D ou à l'application ou non de la norme IFRS 16 au sein des comparables sont limitées, raison pour laquelle aucun retraitement n'a été réalisé au niveau de l'EBIT de ces derniers.

Tableau 12 – Perspectives de croissance du chiffre d'affaires, de taux de marge d'EBITDA retraités d'IFRS 16 et de la R&D capitalisée (le cas échéant) et de taux de marge d'EBIT attendues par le consensus sur l'échantillon des comparables

Comparables	CA (mEUR)	Croissance du CA			Taux de marge d'EBITDA retraité			Taux de marge d'EBIT		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Nedap N.V.	231	14,1 %	7,6 %	6,7 %	13,1 %	13,6 %	14,4 %	10,6 %	11,0 %	11,9 %
Sato Holdings Corporation	989	(6,8)%	0,2 %	3,7 %	9,5 %	9,5 %	9,7 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %
Datalogic S.p.A	655	(2,6)%	4,3 %	0,8 %	10,9 %	12,2 %	13,5 %	6,5 %	8,1 %	9,6 %
Pricer AB	204	16,8 %	20,4 %	22,2 %	1,8 %	4,2 %	5,2 %	1,9 %	4,2 %	5,1 %
StrongPoint ASA	130	6,6 %	15,6 %	16,9 %	4,5 %	8,1 %	10,5 %	3,3 %	7,1 %	9,9 %
TagMaster AB	32	8,6 %	8,6 %	7,5 %	11,2 %	13,2 %	14,3 %	4,9 %	6,6 %	7,6 %
Moyenne		6,1 %	9,4 %	9,6 %	8,5 %	10,1 %	11,3 %	5,5 %	7,2 %	8,5 %
Médiane		7,6 %	8,1 %	7,1 %	10,2 %	10,8 %	12,0 %	5,4 %	6,9 %	8,6 %

Sources : CAPITAL IQ, derniers DEU disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Nous observons que les profils de croissance et de taux de marges de l'échantillon des comparables sont très hétérogènes. Il ressort par ailleurs que :

- Le taux de croissance du chiffre d'affaires attendu en 2023e, 2024e et 2025e pour l'échantillon des comparables apparaît sensiblement inférieur à celui de PARAGON ID (sur la base d'agrégats recalendrisés au 31 décembre 2022) ;
- Les taux de marge d'EBITDA (retraités d'IFRS 16 et de la R&D capitalisée) et d'EBIT de PARAGON ID (sur la base d'agrégats recalendrisés au 31 décembre 2022) sont globalement inférieurs à ceux des comparables retenus dans l'échantillon.

Les multiples des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau 13 – Multiples observés* sur les sociétés cotées comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	xEBITDA retraité			xEBIT		
				2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Nedap N.V.	Pays-Bas	231	373	10,9x	9,7x	8,6x	13,3x	12,0x	10,4x
Sato Holdings Corporation	Japon	989	355	4,1x	4,0x	3,8x	6,4x	5,9x	5,3x
Datalogic S.p.A	Italie	655	422	6,1x	5,2x	4,7x	10,2x	7,9x	6,5x
Pricer AB	Suède	204	74	17,6x	6,2x	4,1x	16,5x	6,2x	4,2x
StrongPoint ASA	Norvège	130	78	12,4x	6,0x	3,9x	16,8x	6,8x	4,2x
TagMaster AB	Suède	32	21	5,5x	4,3x	3,7x	12,6x	8,5x	6,9x
Moyenne				9,4x	5,9x	4,8x	12,6x	7,9x	6,2x
Médiane				8,5x	5,6x	4,0x	13,0x	7,3x	5,9x

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 31 juillet 2023 et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des sociétés calendarisés au 31 décembre.

Sources : CAPITAL IQ, derniers DEU disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

En cohérence avec le calcul de l'endettement financier net ajusté de PARAGON ID (cf. §7.3.1.2), nous avons, le cas échéant, retraité la dette IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net des comparables.

Les agrégats 2023e de PARAGON ID n'apparaissent pas normatifs compte tenu du niveau de croissance de l'activité et de l'amélioration de la performance attendue en 2024e et 2025e. En conséquence, nous avons appliqué les multiples moyens 2024e et 2025e de l'échantillon aux seuls EBITDA retraités et EBIT 2024e et 2025e (recalendarisés au 31 décembre) de PARAGON ID, ce qui fait ressortir une fourchette de valeurs comprise entre 27,7 € et 32,8 € par action PARAGON ID.

Sur ces bases, le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +37,2% par rapport à la borne basse et une prime de +15,9% par rapport à la borne haute de cette fourchette, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

7.3.5 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

L'examen des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas, en tant que telle, une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

PARAGON ID fait l'objet d'un suivi limité par seulement 3 analystes financiers, à savoir ARROWHEAD, EUROLAND CORPORATE et KEPLER CHEUVREUX.

L'étude des objectifs de cours des analystes financiers repose sur la dernière publication existante avant l'annonce de l'Offre, soit jusqu'au 16 juin 2023.

Il est précisé que la dernière note publiée par ARROWHEAD avant l'annonce de l'Offre ne mentionne pas d'objectif de cours, ni de recommandation. L'analyste présente une large fourchette de valeurs comprise entre 58,9 € et 71,0 € par action sur la base d'une approche DCF fondée sur deux scénarios (*low* et *high case*), dont les hypothèses apparaissent assez éloignées de celles du plan d'affaires du management (en particulier pour le *high case* qui semble peu réaliste). Dans ces conditions, et en l'absence d'objectif de cours, nous n'avons pas retenu la note d'ARROWHEAD dans nos analyses.

Tableau 14 – Objectifs de cours des analystes suivant le titre PARAGON ID avant annonce de l'Opération

Date de publication	Analyste	Prix cible	Recommandation
28/04/2023	Euroland Corporate	40,0 €	Achat
30/03/2023	Kepler Cheuvreux	37,0 €	Achat
Min		37,0 €	
Moyenne		38,5 €	
Max		40,0 €	

Sources : Notes d'analystes

Les objectifs de cours s'inscrivent dans une fourchette entre 37,0 € et 40,0 € avec une valeur moyenne de 38,5 € par action. Le prix d'Offre de 38,01 € par action extériorise une décote de 1,3% par rapport à la moyenne des objectifs de cours, étant rappelé que ce critère est présenté à titre indicatif en raison d'un suivi limité.

Après l'annonce, le 19 juin 2023, des modalités de l'Offre, EUROLAND CORPORATE ET KEPLER CHEUVREUX ont aligné leurs objectifs de cours sur le prix de 38,01 €. ARROWHEAD n'a pour sa part pas publié de nouvelle note à la date du présent rapport.

Nous avons relevé les principaux commentaires⁴² suivants dans les dernières notes publiées après l'annonce de l'Offre :

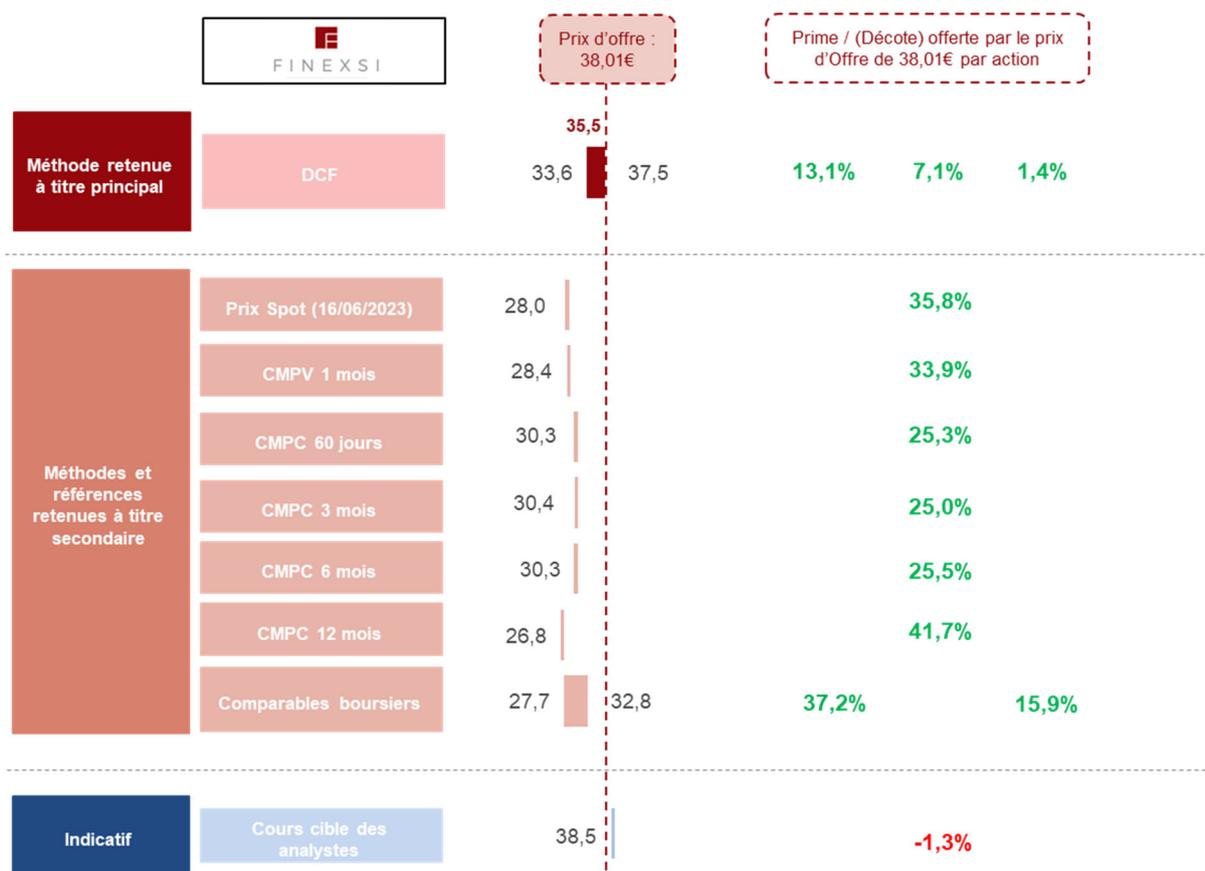
- EUROLAND CORPORATE : « *Nous jugeons cette offre intéressante étant donné la faible liquidité du titre et, en conséquence, les difficultés à matérialiser la valeur. En témoigne la valeur nominale des actions du Groupe, 35€, un niveau jamais atteint depuis plus de trois ans* » ;
- KEPLER CHEUVREUX : « *Nous estimons que le prix d'offre est attractif et reflète pleinement le potentiel de l'entreprise* » et « *... nous soutenons que 38€ est un bon prix de rachat pour les minoritaires* ».

⁴² Les commentaires issus de la note de KEPLER CHEUVREUX ont été traduits par nos soins.

7.4 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiés :

Figure 19 – Synthèse des valeurs par action PARAGON ID



Sources : Analyses Finexsi

8. Evaluation des BSA 2015-1

8.1 Principales caractéristiques des BSA 2015-1

Le 14 novembre 2016, la Société a émis 170 000 BSA 2015-1, attribués par le Conseil d'Administration du 7 novembre 2016 au profit de salariés.

Les principales caractéristiques de ces BSA 2015-1 sont les suivantes :

- Maturité : les BSA 2015 -1 viendront à échéance le 31 décembre 2026 ;
- Exercice : les BSA 2015-1 sont exerçables à tout moment, en une ou en plusieurs fois ;
- Parité : 35 BSA 2015-1 donnent le droit de souscrire à une action ordinaire nouvelle de la Société⁴³ ;
- Prix d'exercice : le prix d'exercice des BSA 2015 -1 est de 54,06170€⁴⁴ ;
- Cessibilité : les BSA 2015-1 sont cessibles sans l'accord préalable de la Société. Ils ne sont pas cotés.

A ce jour, 151 000 BSA 2015-1 sont en circulation.

8.2 Remarque liminaire

Il convient de relever que les BSA 2015-1 sont actuellement hors de la monnaie, c'est-à-dire que leur prix d'exercice est supérieur à celui du sous-jacent, que ce dernier soit considéré à partir des cours de bourse, des résultats de nos travaux d'évaluation, ou encore du prix de l'Offre. Leurs porteurs n'ont pas intérêt à les exercer.

Un BSA peut être assimilé à une option d'achat. La valeur d'une option est généralement décomposée en :

- Une valeur intrinsèque, correspondant à la différence entre la valeur de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option, si celle-ci est positive. La valeur intrinsèque est nulle si la différence entre la valeur de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option est négative ;
- Une valeur temps, qui correspond à la rémunération du temps restant jusqu'à l'échéance ou du prix de l'incertitude. Celle-ci reflète notamment la possibilité que les conditions d'exercice à échéance deviennent plus avantageuses.

⁴³ Initialement, la parité permettait de souscrire 1 action nouvelle par BSA 2015 -1. La parité a été ajustée à la suite d'une opération de regroupement d'action.

⁴⁴ Initialement 1,54462 € avant ajustement suite à l'opération de regroupement.

Ainsi et au cas d'espèce, la valeur intrinsèque des BSA 2015-1 est nulle. Leur valeur temps est en revanche positive, et reflète la probabilité que la valeur du sous-jacent à échéance soit supérieure au prix d'exercice.

8.3 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter :

- La référence au cours de bourse, les BSA 2015-1 n'étant pas cotés ;
- La référence aux transactions qui auraient pu intervenir sur les BSA 2015-1 dans la mesure où ils sont librement cessibles. Nous ne disposons pas d'information sur l'existence d'éventuelles transactions qui seraient intervenues, ni sur les conditions auxquelles celles-ci auraient été réalisées.

8.4 Méthodes d'évaluation retenues

Pour estimer la valeur de ces BSA nous avons retenu deux approches basées sur les méthodes classiques de valorisation d'options :

- Le modèle binomial : modèle discret qui tient compte de la « dynamique » d'évolution potentielle du sous-jacent de l'option à évaluer. Il permet d'appréhender la valeur optionnelle des BSA à chaque moment (ou nœud) de la simulation.
- Le modèle de Black & Scholes : ce modèle consiste en une équation mathématique, couramment utilisée dans le cadre de valorisation d'options financières. Ce modèle est typiquement adapté à l'évaluation d'options exerçables à leur échéance, appelées « options européennes » ou aux options d'achat exerçables à tout moment (ou « call américain ») lorsque l'action sous-jacente ne verse pas de dividende et qu'il convient donc de conserver l'option jusqu'à son échéance⁴⁵.

8.5 Paramètres de valorisation

Valeur du sous-jacent

La valeur de l'action PARAGON ID a été fixée par référence à la valeur centrale de notre approche DCF retenue à titre principal, soit une valeur du sous-jacent de 35,5 €.

⁴⁵ Cf. Options, futures et autres actifs dérivés, John HULL, 8^{ème} édition section 10.5 « *il n'est jamais optimal d'exercer par anticipation [...] un call américain portant sur une action ne délivrant pas de dividende* », de sorte que l'équation donne aussi la valeur pour un call américain sur une action sans dividende.

Dividende

A notre connaissance, il n'est pas envisagé de distribution de dividendes avant l'échéance des BSA 2015-1 le 31 décembre 2026 (étant rappelé que la Société n'a pas distribué de dividende au cours des derniers exercices clos). Le taux de rendement du dividende a donc été considéré comme nul.

Maturité

Les BSA 2015-1 arrivant à échéance le 31 décembre 2026, la maturité résiduelle, à la date de valorisation, s'établit à 3,5 années.

Volatilité du sous-jacent

La volatilité historique d'une action est la résultante du calcul de l'écart-type annualisé des rendements sur une période donnée.

Pour estimer la volatilité du sous-jacent, nous avons procédé à l'analyse de la volatilité historique de l'action PARAGON ID au 16 juin 2023 (avant annonce de l'Offre).

A cette date et en fonction de la durée de calcul retenue, la volatilité du titre s'établit comme suit :

Figure 20 – Volatilité du titre PARAGON ID

Période de calcul	Volatilité
Volatilité 6 mois	16,8%
Volatilité 1 an	29,4%
Volatilité 2 ans	30,0%
Volatilité 3 ans	39,7%
Volatilité 4 ans	42,7%

Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Nous retiendrons une volatilité du sous-jacent de 39,7%, correspondant à la volatilité historique du titre calculée sur 3 ans, soit un horizon proche de celui de la maturité de l'option (3,5 ans), et qui n'intègre pas la volatilité exceptionnelle du marché liée au début de la crise sanitaire du printemps 2020.

Taux sans risque

Théoriquement, le taux sans risque à considérer est un taux d'intérêt de même maturité que l'option évaluée. Les taux TEC, qui représentent le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive de même échéance, sont usuellement utilisés comme taux sans risque dans le cadre de valorisation optionnelle.

Il convient de relever que les taux TEC sont disponibles⁴⁶ pour des maturités de 1, 2, 3, 5 ans et quelques maturités supérieures. Pour les maturités non disponibles, les taux peuvent être déterminés par interpolation linéaire.

La maturité des BSA 2015-1 étant de 3,5 ans, le taux sans risque retenu a été calculé à partir des taux TEC 3 ans et TEC 5 ans, respectivement pondérés par 75% et 25%, et considérés en moyenne sur six mois au 31 juillet 2023.

Le taux sans risque retenu s'élève à 2,83%.

Dilution

En cas d'exercice, l'émission d'actions nouvelles, souscrites à un prix moindre que la valeur du sous-jacent, engendrera un effet dilutif qui doit théoriquement être pris en compte, notamment dans la mesure où les BSA 2015-1 sont significativement hors de la monnaie, et que le cours n'intègre probablement pas cet effet dilutif.

Si la méthode binomiale permet d'apprécier à chaque nœud l'impact dilutif sur le prix de l'action⁴⁷, la méthode Black & Scholes ne permet pas de calculer le prix de l'option avec une dilution variable, mais seulement avec le taux de dilution correspondant à celui du nombre d'actions.

Par souci de cohérence entre les deux approches, et par mesure de simplification, nous ne retiendrons pas de dilution dans nos calculs, ce qui est de nature à maximiser la valeur des BSA.

Pour une parfaite information, la prise en compte de la dilution dans le modèle binomial conduirait à réduire la valeur des BSA 2015-1 de 0,17%.

Parité

35 BSA 2015-1 donneront le droit de souscrire à une action nouvelle. Il convient donc de tenir compte d'un facteur multiplicatif de 1/35.

8.6 Résultats

Sur la base de nos travaux, la valeur du BSA 2015-1 ressort à 0,183 € selon la méthode binomiale, comme selon la méthode Black & Scholes. Le prix de 0,23 € fixé par l'Initiateur extériorise une prime de 25,7% par rapport aux valeurs ressortant de nos travaux.

⁴⁶ <https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/les-indices-obligataires>.

⁴⁷ Le prix des actions émises est moindre que le cours de l'action lors de l'exercice ce qui crée la dilution.

9. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur

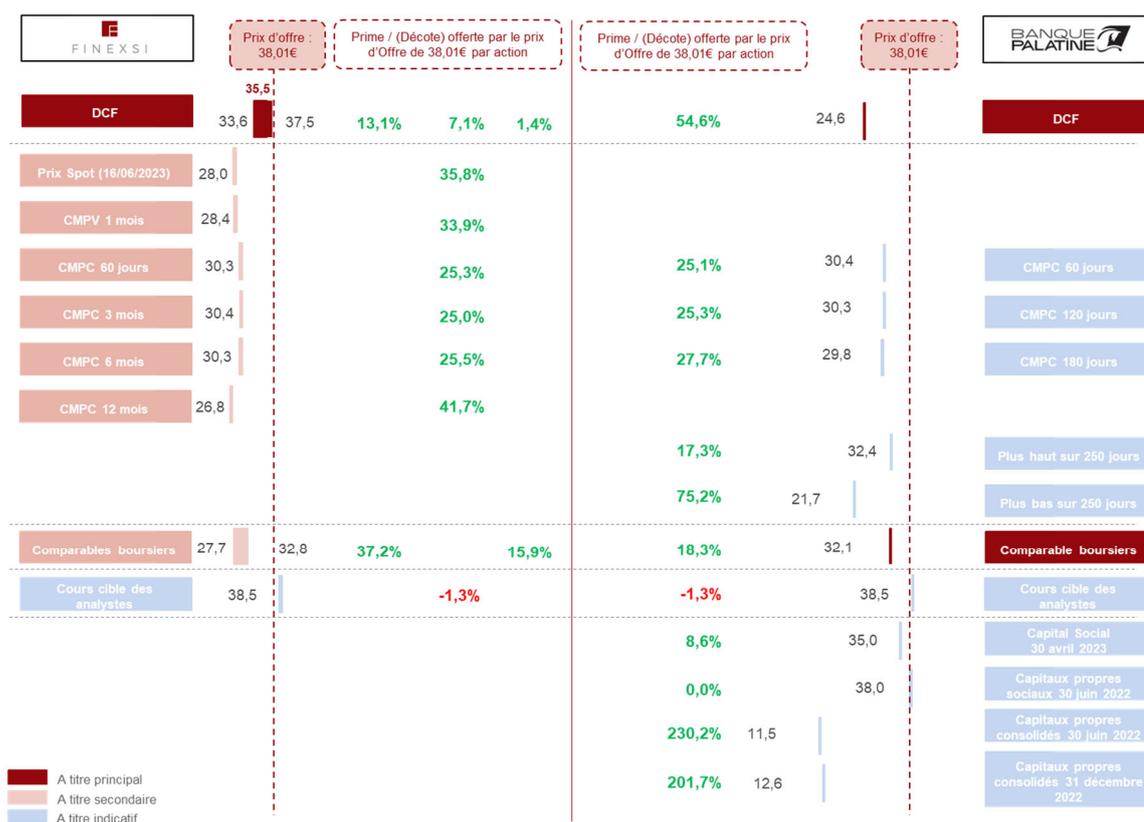
BANQUE PALATINE agissant en tant qu'Etablissement Présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de Note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

9.1 S'agissant des actions PARAGON ID

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 21 – Comparaison des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur



Sources : Analyses FINEXSI, Projet de note d'Information du 13 juillet 2023

9.1.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de PARAGON ID, l'Etablissement Présentateur a retenu à titre principal la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et la méthode des comparables boursiers et, à titre indicatif, la référence au cours de bourse, la référence aux objectifs de cours des analystes et la référence à l'actif net comptable (social et consolidé).

FINEXSI, pour sa part, retient la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels à titre principal, la référence au cours de bourse et la méthode des comparables boursiers à titre secondaire, et la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif. FINEXSI a écarté la référence à l'actif net comptable.

L'Etablissement Présentateur a, tout comme FINEXSI, écarté la méthode des transactions comparables et l'approche par le rendement.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

9.1.2 Mise en œuvre des différents critères

9.1.2.1 Données de référence

Nombre d'actions retenu

Nous retenons le même nombre d'actions que l'Etablissement Présentateur soit 2 026 303.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, l'Etablissement Présentateur a retenu une dette nette ajustée de 69 011 K€ alors que FINEXSI retient un montant de 65 093 K€.

L'écart s'explique principalement par :

- Le fait que l'Etablissement Présentateur a retenu une estimation de la trésorerie et de la dette brute au 30 juin 2023 (montant net de -63 139 K€), quand FINEXSI retient les éléments de trésorerie et de dettes tels qu'ils ressortent des comptes consolidés semestriels au 31 décembre 2022 (montant net de -71 531 K€). Nous retenons en contrepartie les flux du second semestre de l'exercice 2023 (de janvier à juin 2023) dans notre approche DCF (alors que les flux générés sur cette période sont intégrés dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres par l'Etablissement Présentateur via l'estimation de la dette nette au 30 juin 2023) ;
- Les déficits fiscaux reportables actualisés, retenus par FINEXSI dans son calcul de dette nette ajustée (12 288 K€), quand l'Etablissement Présentateur retient ces déficits pour 14 224 K€ mais les présente séparément, sans les intégrer directement en diminution de la dette nette ajustée.

9.1.2.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Concernant les prévisions considérées

FINEXSI et l'Etablissement Présentateur ont tous deux menés leurs travaux sur la base du plan d'affaires 2023E-2026E établi par le management de PARAGON ID, étant précisé que l'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont considéré une période d'extrapolation supplémentaire de respectivement 4 ans et 3 ans, visant à tendre progressivement vers un flux normatif.

Il est précisé que FINEXSI et l'Etablissement Présentateur ont réintégré les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie (en contrepartie la dette IFRS 16 n'a pas été retenue dans le calcul de dette nette).

Concernant les hypothèses financières

L'Etablissement Présentateur, tout comme FINEXSI, a retenu un taux de croissance à l'infini de +2,0%.

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI retiennent les mêmes taux de marge d'EBITDA (hors IFRS 16) normatifs et des niveaux de capex convergents.

L'établissement Présentateur retient une variation de BFR supérieure à celle retenue par FINEXSI, qui est le principal facteur expliquant l'écart sur les valeurs par action obtenues.

FINEXSI retient un taux d'imposition de 25,8%, quand l'Etablissement présentateur retient 25,0%.

Concernant le taux d'actualisation, l'Etablissement Présentateur et FINEXSI retiennent un coût moyen pondéré du capital. Celui-ci s'élève à 11,81% pour l'Etablissement Présentateur, et à 11,50% pour FINEXSI.

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Du fait de dates de valorisation différentes, l'Etablissement Présentateur tient compte des flux de trésorerie prévisionnels de PARAGON ID à compter du 30 juin 2023 quand FINEXSI tient compte des flux de trésorerie à compter du 1^{er} janvier 2023.

Analyse des sensibilités et des résultats

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action PARAGON ID aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation.

La valeur centrale par action PARAGON ID retenue par l'Etablissement Présentateur s'établit à 24,59 €.

Selon FINEXSI, la valeur par action s'établit entre 33,6 € et 37,5 €, avec une valeur centrale de 35,5 €.

9.1.2.3 Analyse du cours de bourse

Comme FINEXSI, l'Etablissement Présentateur a mis en œuvre une analyse du cours de bourse de la Société jusqu'au 16 juin 2023, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date.

La mise en œuvre de cette approche n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

9.1.2.4 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont retenu le même échantillon de comparables boursiers, à l'exception de SATO HOLDINGS CORPORATION qui n'a pas été retenue par l'Etablissement Présentateur. La société NEDAP N.V. figure dans l'échantillon de l'Etablissement Présentateur mais ses multiples ne sont pas retenus par ce dernier car considérés comme très supérieurs au reste de l'échantillon.

L'Etablissement Présentateur a retenu le chiffre d'affaires, l'EBITDA et l'EBIT comme agrégats de référence alors que FINEXSI a retenu uniquement l'EBITDA et l'EBIT.

L'Etablissement Présentateur a appliqué les multiples moyens 2023e, 2024e et 2025e de l'échantillon aux agrégats de la même année issus du plan d'affaires, tandis que FINEXSI a fondé son analyse sur les multiples moyens 2024e et 2025e, considérant les agrégats 2023e non normatifs.

La valeur de l'action PARAGON ID extériorisée selon la mise en œuvre de ce critère par l'Etablissement Présentateur se situe à 32,13 €, contre une fourchette de valeurs comprise entre 27,7 € et 32,8 € pour FINEXSI.

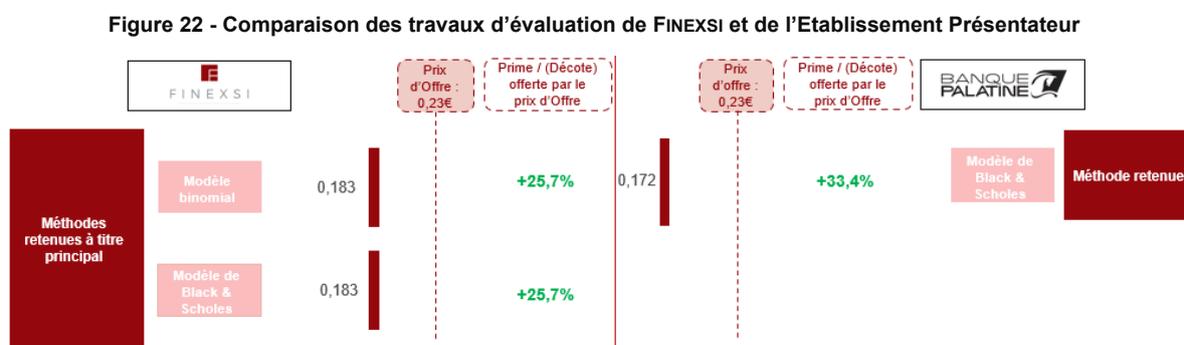
9.1.2.5 Objectifs de cours des analystes

BANQUE PALATINE et FINEXSI retiennent les objectifs de cours publiés par EUROLAND CORPORATE et KEPLER CHEUVREUX.

BANQUE PALATINE n'a pas eu accès à la note publiée par ARROWHEAD et ne l'a en conséquence pas intégrée dans ses analyses. Nous n'avons pour notre part pas retenu ARROWHEAD dans nos analyses dans la mesure où cet analyste ne publie pas d'objectif de cours et que ses projections semblent peu cohérentes avec les prévisions du management.

9.2 S'agissant des BSA 2015-1

S'agissant des BSA 2015-1, les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :



Sources : Analyses FINEXSI, Projet de note d'Information du 13 juillet 2023

Nous avons retenu, comme l'Etablissement Présentateur, le modèle de Black & Scholes pour évaluer les BSA 2015-1 et avons complété cette approche avec le modèle binomial.

S'agissant des principales hypothèses retenues pour le calcul de la valeur optionnelle selon le modèle de Black & Scholes :

- FINEXSI a retenu la valeur centrale du DCF comme valeur du sous-jacent, soit 35,5 €. L'Etablissement Présentateur a pour sa part retenu la valeur issue des comparables boursiers, soit 32,13 €, dans la mesure où celle-ci apparaissait supérieure à sa valeur DCF ;
- L'Etablissement Présentateur retient une volatilité de 43,28%, correspondant à la moyenne des moyennes des volatilités constatées sur l'échantillon des valeurs boursières retenues (calculées sur les 10, 30, 100 et 180 dernières variations de cours en clôture), quand nous retenons une volatilité historique (3 ans) de l'action PARAGON ID de 39,7% ;
- Pour le taux sans risque, nous retenons la moyenne pondérée 6 mois des OAT TEC 3 ans et 5 ans au 31 juillet 2023 (soit 2,83%) compte tenu de la maturité des BSA tandis que l'Etablissement Présentateur retient 3,5002% sur la base des taux EUROMIDSWAP 3 ans et 4 ans ;
- L'Etablissement Présentateur, comme FINEXSI, retient une hypothèse d'absence de versement de dividende par la Société jusqu'à la date d'échéance des BSA 2015-1 le 31 décembre 2026.

La valeur extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort à 0,172 € par BSA 2015-1, quand nous retenons une valeur de 0,183 €.

10. Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits aux § 2.3.1 et 2.4.1 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le contrat de liquidité des actions gratuites ;
2. Le contrat de liquidité des BSA 2018-1.

10.1 Le Contrat de liquidité des actions gratuites

L'Initiateur a proposé un mécanisme de liquidité aux titulaires d'actions gratuites non acquises ou non disponibles (AGA 1223, AGA 1224 et AGA 0323), dans la mesure où ces actions gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Les actions gratuites indisponibles en cours d'acquisition ou faisant l'objet d'une obligation de conservation sont les suivantes :

- 2 000 actions attribuées gratuitement le 6 décembre 2021, définitivement acquises le 6 décembre 2022, et actuellement en période de conservation jusqu'au 6 décembre 2023 (AGA 1223)⁴⁸ ;
- 1 000 actions attribuées gratuitement le 6 décembre 2021, dont la période d'acquisition prend fin le 6 décembre 2023, et qui seront ensuite soumises à une période de conservation prenant fin le 6 décembre 2024 (AGA 1224) ; et
- 1 500 actions ont été attribuées gratuitement le 26 avril 2023, selon les modalités suivantes (AGA 0323) :
 - 500 actions gratuites pour lesquelles la période d'acquisition prend fin le 26 avril 2024 et la période de conservation le 26 avril 2025 ;
 - 500 actions gratuites pour lesquelles la période d'acquisition prend fin le 26 février 2025 et la période de conservation le 26 février 2026 ; et
 - 500 actions gratuites pour lesquelles la période d'acquisition prend fin le 26 février 2026 et la période de conservation le 26 février 2027.

⁴⁸ Il est rappelé que les actions issues du plan d'AGA 1223 ont d'ores et déjà été émises et sont donc intégrées dans les 1 983 403 actions composant le capital social de la Société au 30 juin 2023, ce qui n'est pas le cas des plans d'AGA 1224 et 0323 pour lesquels les actions seront à émettre ultérieurement par la Société.

Aux termes du contrat de liquidité, GRENADIER HOLDINGS s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par GRENADIER HOLDINGS de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions PARAGON ID reçues par les bénéficiaires des plans d'attribution d'actions gratuites, à tout moment au cours d'une période de six mois suivant la fin de la période de conservation des actions (la « Période de Liquidité AGA »), et les bénéficiaires des plans d'attribution d'actions gratuites s'engagent irrévocablement à vendre les actions PARAGON ID reçues, à tout moment au cours d'une période de deux mois suivant la fin de la Période de Liquidité AGA.

Le prix d'achat sera déterminé sur la base de l'actif net comptable social par action, calculé sur la base des comptes sociaux du dernier exercice clos au jour de l'exercice des promesses par GRENADIER HOLDINGS et les bénéficiaires des plans d'attribution d'actions gratuites. Par exception, le prix d'achat sera égal au prix de l'Offre pour les actions gratuites devenant disponibles au cours des 12 mois suivant l'annonce de l'Offre.

Nous avons analysé le contrat de liquidité proposé aux titulaires d'actions gratuites. Celui-ci prévoit un prix d'acquisition desdites actions gratuites au terme de leur période d'indisponibilité qui sera déterminé sur les mêmes bases que le prix d'Offre, c'est à dire par référence aux capitaux propres sociaux par action.

Le prix d'acquisition des actions gratuites sera donc susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction de la performance financière de la Société, les titulaires d'actions gratuites supportant leur risque d'actionnaire jusqu'à l'exercice des promesses d'achat ou de vente.

Dans ces conditions, les dispositions du contrat de liquidité ne sont selon nous pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.2 Le Contrat de liquidité des BSA 2018-1

L'Initiateur a proposé un mécanisme de liquidité aux porteurs de BSA 2018-1, lesquels ne sont pas cotés et inaccessibles. Ils ne sont par conséquent pas visés par l'Offre.

Ces BSA 2018-1 peuvent toutefois être exercés et les actions résultant de leur exercice apportées à l'Offre.

A la date du projet de Note d'Information, 40 400 BSA 2018-1 sont en circulation.

Aux termes du contrat de liquidité, GRENADIER HOLDINGS s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par GRENADIER HOLDINGS de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions PARAGON ID souscrites par les titulaires de BSA 2018-1, à tout moment jusqu'au 30 juin 2024. Le prix d'achat sera égal au prix de l'Offre, soit 38,01 € par action.

Nous avons analysé le contrat de liquidité proposé aux titulaires de BSA 2018-1. Celui-ci prévoit un prix d'acquisition des actions PARAGON issues de l'exercice des BSA 2018-1 égal au prix de l'Offre, étant rappelé que ces derniers sont exerçables et que les actions PARAGON résultant de leur exercice peuvent être apportées à l'Offre dans les mêmes conditions que celles proposées aux actionnaires de la Société.

Dans ces conditions, les dispositions du contrat de liquidité ne sont selon nous pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

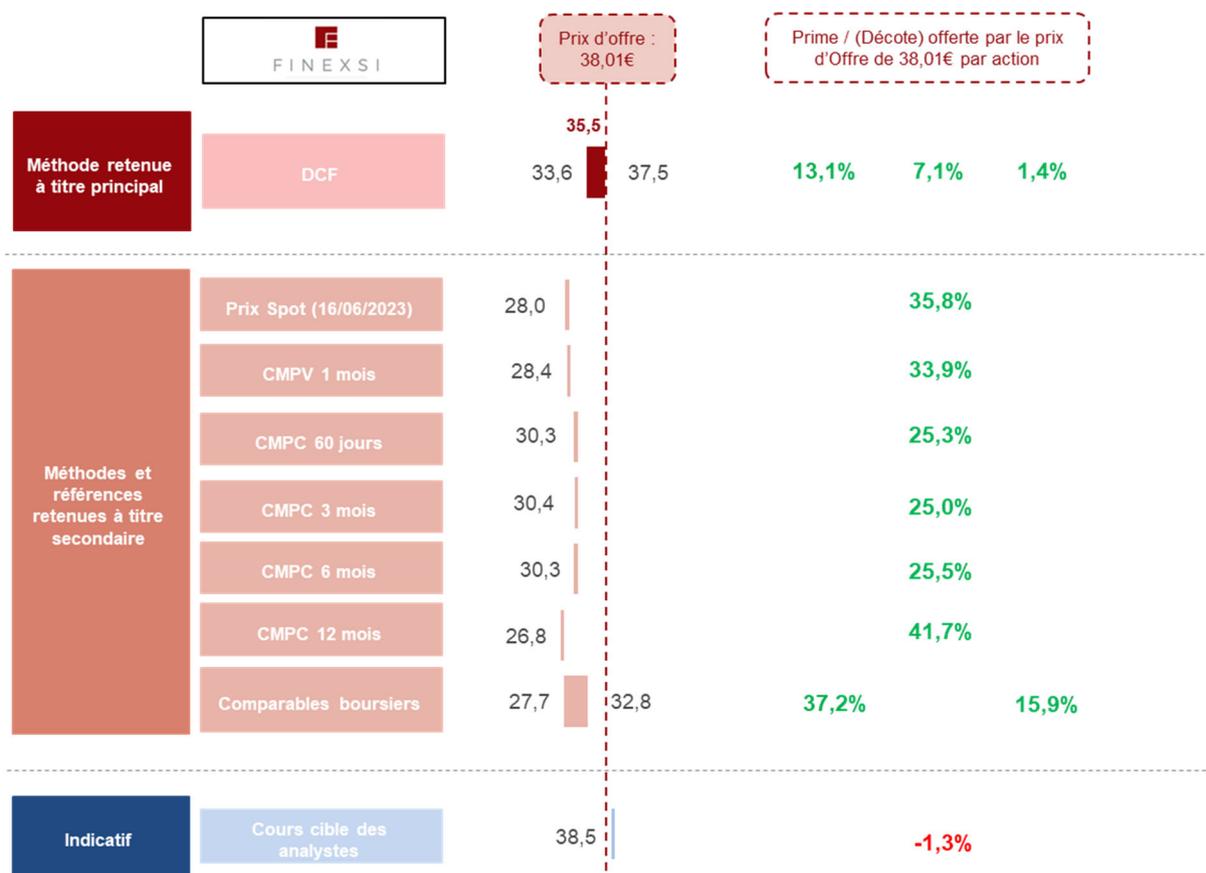
11. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

11.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, les prix de l'Offre, soit 38,01 € par action et 0,23 € par BSA 2015-1 font ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références que nous avons jugé pertinentes :

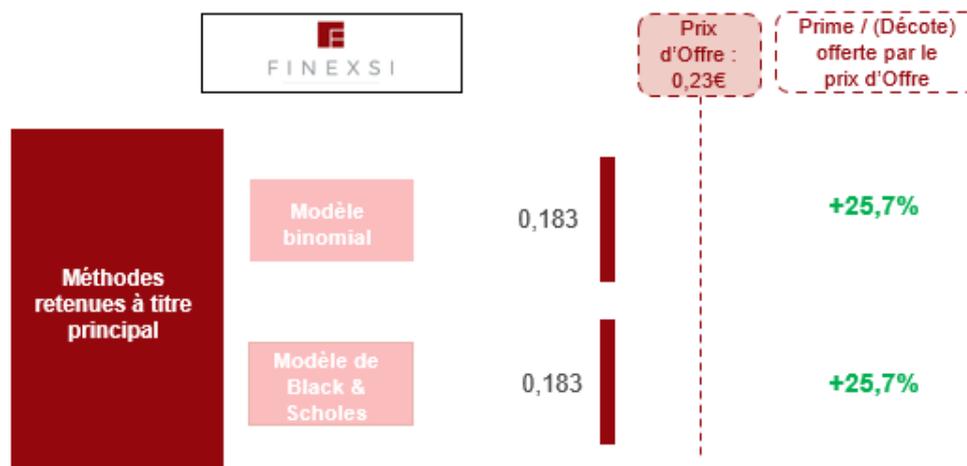
Actions

Figure 23 – Synthèse des travaux d'évaluation des actions PARAGON ID



BSA 2015-1

Figure 24 – Synthèse des travaux d'évaluation des BSA 2015-1

**11.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre****11.2.1 En ce qui concerne l'actionnaire de PARAGON ID**

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 38,01 € par action.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 7,1% sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme le critère le plus approprié. Celui-ci est fondé sur le plan d'affaires du management, approuvé par le Conseil d'administration, qui repose sur la capacité de la Société à accroître significativement ses parts de marché sur l'ensemble de ses activités, tout en augmentant sa profitabilité opérationnelle à un niveau encore jamais atteint historiquement. Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management, apparaît globalement volontariste dans le contexte industriel et concurrentiel de PARAGON ID. En cela, l'actionnaire minoritaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action PARAGON ID.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de PARAGON ID qui le souhaitent, avec une prime de 35,8% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 25,3% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce, étant rappelé que le flottant de la Société est faible et les volumes observés limités, donnant une moindre pertinence à ce critère, qui reste néanmoins une référence.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, celle-ci fait ressortir des primes de 15,9% et 37,2% sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

11.2.2 En ce qui concerne les BSA 2015-1

L'Offre porte également sur l'ensemble des BSA 2015-1 émis par PARAGON ID.

Le prix d'Offre de 0,23 € par BSA 2015-1 extériorise une prime de 25,7% par rapport aux critères d'évaluation usuels fondés sur le modèle binomial et le modèle Black & Scholes.

11.2.3 En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des opérations et accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le contrat de liquidité des actions gratuites et (ii) le contrat de liquidité des BSA 2018-1, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 38,01 € par action et 0,23 € par BSA 2015-1 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PARAGON ID, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 4 août 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Olivier PERONNET
Associé

12. Annexes

12.1 Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	-	-	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	-	-	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	-
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	-	-	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Transactions & Compagnie
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions	Degroof Petercam et BNP Portzamparc
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Finexsi Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Finexsi Expert & Conseil Financier applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 125 000 €, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission ;
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission ;
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
- 4 - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
- 5 - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique liée (projet de note d'information, accords connexes, etc.) ;
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de PARAGON ID ;
- 7- Revue du plan d'affaires du management et modélisation ;
- 8 - Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité ;
 - Analyse de l'évolution du cours.
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- 10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers ;

- 11 - Analyse des objectifs de cours des analystes ;
- 12 - Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur ;
- 13 - Rédaction du rapport ;
- 14 - Revue indépendante.

Calendrier de l'étude

26 mai 2023	Désignation de FINEXSI en tant qu'expert indépendant par le Comité <i>ad hoc</i> de PARAGON ID
30 mai 2023	Première réunion avec le Comité <i>ad hoc</i>
31 mai 2023	Réunion de travail avec le management de PARAGON ID (présentation du Groupe et de son activité)
6 juin 2023	Réunion de travail avec le management de PARAGON ID sur l'activité et les prévisions de la Société
8 juin 2023	Réunion de travail avec le management
12 juin 2023	Deuxième réunion avec le Comité <i>ad hoc</i>
13 juin 2023	Réunion de travail avec BANQUE PALATINE
14 juin 2023	Troisième réunion avec le Comité <i>ad hoc</i>
21 juin 2023	Réunion avec les conseils juridique du Comité <i>ad hoc</i>
5 juillet 2023	Réunion de travail avec le management
25 juillet 2023	Réunion avec le Conseil d'administration
1 ^{er} août 2023	Finalisation du contrôle qualité interne de notre rapport
3 août 2023	Réception des lettres d'affirmation signées par PARAGON et GRENADIER HOLDINGS
4 août 2023	Remise de notre attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactées**PARAGON ID**

- Monsieur Clem GARVEY, Directeur Général
- Monsieur Sébastien CHAVIGNY, Directeur Financier
- Monsieur Dominique DURANT DES AULNOIS, Secrétaire Général et Administrateur
- Monsieur Olivier MIE, Financial Controller

Comité *ad hoc* de PARAGON ID

- Madame Lis ICETON, Administratrice indépendante
- Madame Alyna WNUKOWSKY, Administratrice indépendante
- Monsieur Dominique DURANT DES AULNOIS, Secrétaire Général et Administrateur

SIMMONS & SIMMONS, Conseil juridique du Comité *ad hoc* de PARAGON ID

- Monsieur Thierry GONTARD, Avocat
- Monsieur Nicolas FOURNIER, Avocat

BANQUE PALATINE, Etablissement Présentateur

- Monsieur Pierre-Antoine JACQUESSON, Directeur dettes & ECM
- Monsieur Frédéric CAPDEVILLE, Directeur de mission opérations financières

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière ;
- Plan d'affaires 2023e - 2026e préparé par le management ;
- Notes d'analystes suivant le titre PARAGON ID ;
- Etudes de marché (principalement relatives à la technologie RFID) ;
- Rapport d'évaluation préparé par l'Etablissement Présentateur ;
- Projet de note d'information.

Informations de marché et bases de données :

- Rapports financiers annuels et semestriels des cinq derniers exercices clos ;
- Communication financière de PARAGON ID sur les cinq derniers exercices ;
- Communication de PARAGON ID relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : Capital IQ, Epsilon, MergerMarket, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Associates en Finance, Banque de France, Damodaran, Duff & Phelps, Fond Monétaire International ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Olivier PERONNET (Associé), a notamment été assisté de Monsieur Maxime ROGEON (Directeur-Associé), Madame Adeline BURNAND (Senior Manager) et Messieurs Paul QUINTARD (Senior) et Pierre-Alexandre RAVOIRE (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'associé signataire.

12.2 Lettre de mission

FINEXSI

**A l'attention de Monsieur Olivier PERONNET
14, rue de Bassano
75116 PARIS**

29 mai 2023

Cher Monsieur,

Paragon ID (la « **Société** » ou « **Paragon ID** ») conçoit, développe et fournit des solutions d'identification s'adressant aux marchés de quatre secteurs clés :

- Transport & Smart Cities, qui correspond essentiellement à la fourniture de titres de transports : cartes magnétiques, cartes sans contact, et cartes duales (avec et sans contact) pour les transports publics ;
- Traçabilité et protection de la marque, qui fait référence au développement de solutions RFID destinées aux problématiques de gestion des stocks, traçabilité et de lutte contre la contrefaçon ;
- Paiement qui, grâce à l'une de ses filiales AMATECH, propose son savoir-faire sur le marché mondial du paiement sans contact ;
- e-ID, qui repose sur la conception et la fabrication de technologies sans-contact destinées aux documents d'identités au travers d'inlays et des couvertures électroniques.

Le groupe de Paragon ID (le « **Groupe** ») est présent à l'étranger, majoritairement en Amérique, Royaume-Uni et Australie. Il opère au travers de 7 sites industriels, 2 sites dédiés à la R&D, et 5 sites de développement de logiciel, et emploie plus de 770 collaborateurs.

Au 30 juin 2022, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 130,8 M€.

Lors de sa réunion du 19 mai 2023, le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil** ») a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « **Comité** »), ayant pour mission d'examiner les termes et conditions du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital de la Société (l'« **Offre** ») qui serait initiée par Grenadier Holdings Ltd., une *private limited company* de droit anglais, dont le siège social est situé Lower Ground Floor, Park House, 16/18, Finsbury Circus, EC2M 7EB, Londres (Royaume-Uni), enregistrée auprès de la British Companies House sous le numéro 03591693 (« **Grenadier Holdings** » ou l'« **Initiateur** »), actionnaire de référence de la Société.

Cette Offre, visant les actions de la Société au prix de 38,01 euros par action, serait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire.

Dans ce contexte, la mission du Comité vise à suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration. Elle inclut également l'examen des accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, le cas échéant.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Comité de Paragon ID du 26 mai 2023 a désigné le cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** ») en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société retenu dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. Nous vous communiquerons dès que possible la décision du Conseil approuvant pour son compte sans réserve votre désignation.

Cette désignation intervient sur le fondement des articles 261-1-I 1°, 4° et 5° et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité de marchés financiers (« l'**AMF** ») et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Paragon ID qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et éventuellement à d'autres porteurs de titres Paragon ID, dans les termes de la future note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »), et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre suivie éventuellement du retrait obligatoire. Il devra permettre au Conseil de Paragon ID d'apprécier les conditions financières de proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

- 1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre*

- 4. Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;*

- 5. Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ;*

- 261 – 1 II. *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16. »*

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrirait en principe dans le calendrier prévisionnel suivant concernant l'Offre, sous réserve de modifications envisagées par l'Initiateur :

29 mai 2023 :	Début de la Mission
Début juillet 2023 :	Dépôt du projet de Note d'Information
Mi - fin juillet 2023 :	Présentation de votre projet de rapport finalisé au Comité
Fin juillet - début août 2023 :	Conseil de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
Fin juillet - début août 2023 :	Dépôt du projet de note en réponse de Paragon ID
Début septembre 2023 :	Collège de l'AMF / Décision de conformité sur l'Offre

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

En outre, en cas d'offre de fermeture, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

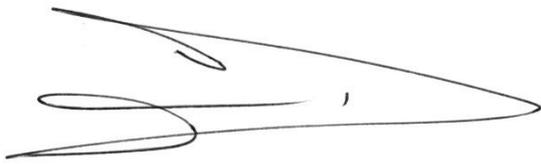
- des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;

- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
et
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, cher Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.



Dominique Durant des Aulnois
Secrétaire Général et Administrateur