



# Ledouble

## QUANTEL

2 bis, avenue du Pacifique  
ZA de Courtabœuf  
BP 23 - 91941 Les Ulis

### APPORT EN NATURE D' ACTIONS KEOPSYS, LEA PHOTONICS ET SENSUP ET DE PARTS SOCIALES VELDYS AU PROFIT DE QUANTEL

Rapport du commissaire aux apports  
sur la rémunération de l'apport

Ledouble SAS - 8, rue Halévy - 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 - E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)  
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables  
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris  
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €  
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Mesdames, Messieurs les actionnaires de la société Quantel,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance<sup>1</sup> de Monsieur le Président du Tribunal de commerce d'Evry en date du 29 juin 2017, concernant l'apport en nature des actions des sociétés **Keopsys**, **LEA Photonics** et **Sensup** ainsi que des parts sociales de la société civile immobilière **Veldys** au profit de la société **Quantel**, émettant des titres admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Compartiment C), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport en application de la position-recommandation n° [2011-11](#)<sup>2</sup> de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) du 21 juillet 2011 relative aux opérations d'apports ou de fusion.

Notre appréciation de la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte des valorisations des sociétés dont les droits sociaux sont apportés et de la société bénéficiaire de l'apport déterminées selon une approche multicritère telle que définie dans le traité d'apport signé le 30 juin 2017 par Esira (société apporteuse) et Quantel (société bénéficiaire). Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de cette rémunération. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions et parts sociales apportées et aux actions émises en rémunération par la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

---

<sup>1</sup> L'ordonnance n° 20170240, rendue sur requête conjointe des sociétés Quantel et Esira, stipule que le commissaire aux apports apprécie :

- la valeur de l'apport ; et
- la rémunération de l'apport, conformément à la position-recommandation de l'AMF n° [2011-11](#).

<sup>2</sup> Article 2 : « Dans le cadre d'opération d'apports, l'AMF requiert systématiquement que la mission du commissaire aux apports soit étendue à la rémunération des apports afin d'apprécier l'équité du rapport d'échange. Ce rapport doit être établi en conformité avec les avis techniques de la CNCC [Compagnie nationale des commissaires aux comptes] relatifs au commissariat aux apports et au commissariat à la fusion ».

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse
5. Conclusion

Le présent rapport intègre des liens [hypertexte](#)<sup>3</sup> accessibles dans sa version électronique.

Les montants ci-après sont exprimés en euros (€), milliers d'euros (K€) ou millions d'euros (M€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

---

<sup>3</sup> Références du 18 septembre 2017.

# 1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

## 1.1. Contexte de l'opération

L'apport en nature d'actions Keopsys, LEA Photonics et Sensup et de parts sociales Veldys au profit de la société Quantel s'inscrit dans le cadre du rapprochement entre le groupe Keopsys et le groupe Quantel consécutif à la prise de contrôle d'Eurodyne, holding détenant une participation au sein de la société Quantel, par Esira, société faîtière du groupe Keopsys. À la date du présent rapport, Esira détient l'intégralité du capital social d'Eurodyne<sup>4</sup>, elle-même propriétaire de **19,15%** du capital social et de **24,88%** des droits de vote de la société Quantel. Entre 2016 et 2017, Esira a acquis une participation de référence au sein de la société Quantel en deux étapes :

- elle a d'abord acquis le 18 octobre 2016, auprès de M. Alain de Salaberry, 93,8% du capital social d'Eurodyne, actionnaire de référence de la société Quantel ;
- le bloc restant de 6,2%, objet d'une promesse synallagmatique *i.e.* de promesses croisées d'achat et de vente du capital social d'Eurodyne, a été ultérieurement acquis par Esira.

Dans le cadre de ce rapprochement entre les deux groupes, Esira apportera les actions ou parts sociales de ses filiales Keopsys, LEA Photonics, Sensup et Veldys (les « **Filiales d'Esira** » ou les « **Sociétés Apportées** » ou le « **Groupe Keopsys** ») au profit de la société Quantel, laquelle procédera à une augmentation de capital afin de rémunérer l'apport.

L'opération vise à constituer un acteur européen majeur des systèmes lasers en mesure de se positionner sur la quasi-intégralité<sup>5</sup> des technologies lasers du marché, et à optimiser les performances et la qualité des produits.

Le rapprochement des deux groupes devrait permettre de déployer à une échelle significative des synergies opérationnelles, commerciales et financières.

---

<sup>4</sup> Société de droit luxembourgeois au capital de 167.500 €, sise 44 avenue JF Kennedy, L 1855 Luxembourg, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B-10646.

<sup>5</sup> Lasers à fibre, lasers solides, lasers semi-conducteurs, lasers à colorant.

## 1.2. Présentation des parties concernées par l'opération

Quantel, société bénéficiaire de l'apport (la « **Bénéficiaire** »), et Esira, société apporteuse (l' « **Apporteuse** »), sont désignées ci-après les « **Parties** », en tant que cosignataires du traité d'apport.

### 1.2.1. Quantel, Bénéficiaire

Quantel est une société anonyme au capital de 8.832.016 € divisé en 8.832.016 actions de 1 € de valeur nominale chacune, sise 2 bis, avenue du Pacifique - ZA de Courtabœuf à Les Ulis (91941) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Evry sous le numéro 970 202 719. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris (code ISIN FR0000038242, mnémonique QUA).

Créée en 1970, Quantel conçoit, fabrique et commercialise des solutions lasers à usages scientifique (laboratoires de recherche et universités), industriel (marquage), médical (ophtalmologie) et de défense (optronique). La société Quantel et ses filiales (le « **Groupe Quantel** ») disposent de quatre sites, dont deux de production, en France et d'un site de fabrication de lasers et de composants, aux États-Unis.

Le Groupe Quantel entretient un réseau composé d'une centaine de distributeurs à travers le monde lui permettant de couvrir 90 pays ; commercialisant également son offre en direct en France, en Allemagne et aux États-Unis, auprès notamment de laboratoires de recherche, d'intégrateurs industriels, d'hôpitaux, de cliniques et de médecins, il réalise plus de deux tiers de son chiffre d'affaires à l'export<sup>6</sup>.

### 1.2.2. Esira, Apporteuse

Esira est une société par actions simplifiée au capital de 2.843.400 € divisé en 284.340 actions de 10 € de valeur nominale chacune, sise 2, rue Paul Sabatier à Lannion (22300) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Saint-Brieuc sous le numéro 533 467 841.

---

<sup>6</sup> [Document de Référence 2016](#) de Quantel, p. 25 et p. 57.

Esira, société *holding* du Groupe Keopsys, est contrôlée par M. Marc Le Flohic, Président Directeur Général de Quantel ; elle détient à la date du présent rapport :

- indirectement, *via* la société Eurodyne, 1.690.892 actions et 2.434.958 droits de vote, représentant respectivement **19,15 %** du capital social et **24,88 %** des droits de vote de Quantel (§ 1.1) ;
- **100%** du capital social et des droits de vote de Keopsys ;
- **100%** du capital social et des droits de vote de LEA Photonics ;
- **100%** du capital social et des droits de vote de Sensup ;
- 99 parts sociales représentant **99 %** du capital social de Veldys.

### 1.2.3. Sociétés Apportées

#### 1.2.3.1. Keopsys

Keopsys est une société par actions simplifiée, au capital de 2.098.396 € divisé en 1.049.198 actions de 2 € de valeur nominale chacune, sise 2, rue Paul Sabatier à Lannion (22300) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Saint-Brieuc sous le numéro 414 440 446.

Créée en 1997<sup>7</sup>, Keopsys est spécialisée dans la conception et la commercialisation de lasers à fibre et de systèmes intégrant des lasers à fibre destinés aux applications scientifiques, industrielles et militaires.

Keopsys adresse ses produits à plus de 200 clients dans le monde et les commercialise notamment en Amérique du Nord et au Japon par le biais respectivement de ses filiales exclusives Keopsys Inc. et Keopsys Japon.

#### 1.2.3.2. LEA Photonics

LEA Photonics est une société par actions simplifiée, au capital de 1.500.000 € divisé en 150.000 actions de 10 € de valeur nominale chacune, sise 2, rue Paul Sabatier à Lannion (22300) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Saint-Brieuc sous le numéro 807 649 207.

---

<sup>7</sup> Sous le nom d'Optocom Innovation.

LEA Photonics, née en 2014 de la reprise des actifs de Lannion<sup>8</sup> de la société 3S Photonics, conçoit, fabrique et commercialise des composants fibrés, des lasers à fibre et des amplificateurs optiques à destination de l'industrie, du secteur médical et des télécommunications.

#### 1.2.3.3. Sensup

Sensup est une société par actions simplifiée, au capital de 900.000 € divisé en 9.000 actions de 100 € de valeur nominale chacune, sise 4, avenue des Peupliers, bâtiment E, à Cesson-Sévigné (35510), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Rennes sous le numéro 792 845 463.

Créée en 2013, Sensup conçoit, fabrique et commercialise des capteurs optiques utilisant des sources lasers pour des applications de localisation, de détection et d'aide à la navigation, telles que les systèmes LIDAR<sup>9</sup> dédiés à la détection d'obstacles en temps réel et à la cartographie ; ces produits sont destinés aux secteurs de la sécurité et de la défense, des drones et des systèmes de transport intelligents.

La nature de l'activité et la création récente de Sensup différencient cette société au sein du Groupe Keopsys et conduisent à appréhender ses perspectives d'activité et de rentabilité avec prudence (§ 2.3.1).

#### 1.2.3.4. Veldys

Veldys est une société civile immobilière (SCI), au capital de 1.000 € divisé en 100 parts sociales de 10 € de valeur nominale chacune, sise 2, rue Paul Sabatier à Lannion (22300), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Saint-Brieuc sous le numéro 792 449 522.

Veldys est propriétaire d'un ensemble immobilier situé dans la ville de Lannion et abritant le site de production du Groupe Keopsys loué à ses filiales opérationnelles Keopsys, LEA Photonics et Sensup.

---

<sup>8</sup> Dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire devant le Tribunal de commerce d'Evry.

<sup>9</sup> Acronyme de *Light Detection And Ranging* (mesure de distances).

#### 1.2.4. Liens entre les sociétés concernées par l'opération

Comme mentionné *supra* (§ 1.2.2), Esira, Apporteuse, détient à la date du présent rapport :

- indirectement, via Eurodyne, 1.690.892 actions et 2.434.958 droits de vote, soit 19,15 % du capital social et 24,88 % des droits de vote de la société Quantel, Bénéficiaire, le solde étant principalement<sup>10</sup> détenu par trois sociétés de gestion<sup>11</sup> et le public<sup>12</sup> ;
- 100% du capital social et des droits de vote de Keopsys (§ 1.2.3.1) ;
- 100% du capital social et des droits de vote de LEA Photonics (§ 1.2.3.2) ;
- 100% du capital social et des droits de vote de Sensup (§ 1.2.3.3) ;
- 99 parts sociales, représentant 99 % du capital social de Veldys (§ 1.2.3.4) ; la dernière part sociale est détenue par Keopsys.

M. Marc Le Flohic, Président Directeur Général de la société Quantel<sup>13</sup>, est également Président d'Esira et Gérant de Veldys.

Esira<sup>14</sup> est à la fois administrateur de la société Quantel et Président de Keopsys, de LEA Photonics et de Sensup.

#### 1.2.5. Accords conclus avant l'opération

Afin de développer les synergies entre le Groupe Quantel et le Groupe Keopsys, les conventions suivantes ont été conclues entre les sociétés des deux groupes préalablement à l'opération :

- un contrat cadre de partenariat technologique entre Quantel et Keopsys, en date du 2 mai 2017, permettant de mutualiser les efforts de recherche et développement ;

---

<sup>10</sup> Les cadres du Groupe Quantel et l'auto-détention représentent une part marginale du capital.

<sup>11</sup> Au 31 août 2017, [Amiral Gestion](#), [Cogefi Gestion](#) et [Keren Finance](#), sociétés de gestion de portefeuille agissant pour le compte de fonds dont elles assurent la gestion, détiennent respectivement :

- 11,17%, 11,49% et 5,66% du capital social ;
- 10,08%, 10,37% et 5,11% des droits de vote.

<sup>12</sup> Au 31 août 2017, les autres actionnaires, dont le public, détiennent 52,45% du capital social et 49,48% des droits de vote ; les actions auto-détenues représentent le solde.

<sup>13</sup> À la suite du changement dans la gouvernance de Quantel consécutif au transfert d'actionariat, en octobre 2016, au sein d'Eurodyne, actionnaire de référence de Quantel (§ 1.1).

<sup>14</sup> Représentée par M. Jean-François Coutris au Conseil d'administration de Quantel.



- un contrat cadre de partenariat commercial entre Quantel et Keopsys, ainsi que leurs filiales respectives, en date du 2 mai 2017, autorisant chaque partie à distribuer les produits de l'autre partie en plus des siens ;
- un contrat cadre de fabrication entre Quantel et LEA Photonics, en date du 1<sup>er</sup> juin 2017 avec effet au 1<sup>er</sup> juillet 2017, visant à sous-traiter à LEA Photonics la fabrication du laser à fibre à usage ophtalmologique conçu et commercialisé par Quantel.

Ces contrats cadre ont vocation à être remplacés à l'issue de la réalisation de l'apport par des conventions ayant le même objet mais étant plus adaptées à des relations intragroupe.

En outre, une convention de sous-location a été signée le 1<sup>er</sup> juin 2017 entre Quantel et LEA Photonics sur une partie des locaux situés à Lannion dont LEA Photonics bénéficie au titre d'un contrat de sous-location conclu le 14 novembre 2016 avec Esira, étant précisé que :

- Esira a signé le 14 novembre 2016, en tant que preneur, un bail avec la SCI Veldys, en tant que bailleur, ce bail étant assorti de conventions de sous-location en faveur de Keopsys, LEA Photonics et Sensup ;
- il est prévu qu'à partir du 1<sup>er</sup> septembre 2017 Keopsys devienne le preneur du bail en remplacement d'Esira et reprenne à son compte les contrats de sous-location conclus avec LEA Photonics et Sensup.

### 1.3. Description de l'opération

L'opération a été annoncée par voie de communiqué de presse de Quantel le 23 juin 2017 (le « [Communiqué](#) »), qui met en exergue la complémentarité des deux groupes et la génération de croissance qui sera induite à l'issue de leur rapprochement effectif.

Le traité d'apport en date du 30 juin 2017 précise de façon détaillée les modalités de réalisation de l'opération, qui en substance peuvent être résumées comme suit.

#### 1.3.1. Date de réalisation de l'apport

Les Parties sont convenues que l'apport prendra effet à la date de réalisation de la dernière des conditions suspensives mentionnées ci-après.

### 1.3.2. Conditions suspensives

L'apport ne deviendra définitif qu'à compter de la date de réalisation des conditions suspensives suivantes :

- l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire de la société Quantel, au vu du rapport du commissaire aux apports, de l'apport, de l'augmentation de capital en résultant et de la modification corrélative des statuts de la société Quantel ;
- la publication de la décision de l'AMF de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique, prise en application de l'article [234-9](#) du règlement général de l'AMF, confirmant que le franchissement par Esira, au résultat de l'Apport, du seuil de 30 % du capital social et des droits de vote de la société Quantel, n'impliquera pas l'obligation pour Esira de déposer un projet d'offre publique visant les titres émis par la société Quantel en application de l'article [234-2](#) du règlement général de l'AMF, et l'absence de recours contre cette décision dans le délai prévu par l'article [R. 621-44](#) du Code monétaire et financier et, si un recours était formulé, la confirmation de la décision de l'AMF par une décision de la Cour d'appel de Paris devenue définitive.

À défaut de réalisation de ces conditions suspensives au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 2018 et sauf accord contraire des deux Parties, le traité d'apport sera caduc, sans qu'aucune indemnité<sup>15</sup> ne soit due par l'une ou l'autre des Parties, sauf prorogation de ce délai d'un commun accord des Parties.

### 1.3.3. Régime juridique et fiscal applicable à l'opération

#### 1.3.3.1. Régime juridique

L'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simples conformément aux dispositions de l'article [L. 225-147](#) du Code de commerce.

#### 1.3.3.2. Régime fiscal

En application de l'article [810-I](#) du Code Général des Impôts (« CGI »), la Bénéficiaire sera redevable d'un droit d'enregistrement fixe.

---

<sup>15</sup> À l'exception des droits à indemnité éventuelle de chacune des Parties en cas de violation par l'autre partie de ses obligations au titre du traité d'apport.

Les droits sociaux objet de l'apport (les « **Droits Sociaux Apportés** ») représentant plus de 50% du capital des Sociétés Apportées, et l'Apporteuse et la Bénéficiaire étant soumises à l'impôt sur les sociétés français, les Parties sont convenues de placer l'apport sous le régime de faveur de l'article [210 A](#) du CGI, conformément à la faculté offerte par l'article [210 B-1](#) du CGI.

## 1.4. Description et évaluation de l'apport

### 1.4.1. Description de l'apport

Conformément au traité d'apport établi le 30 juin 2017 entre les Parties, la société Esira s'est engagée à apporter à la société Quantel :

- l'intégralité des actions ordinaires émises par Keopsys, soit 1.049.198 actions d'une valeur nominale unitaire de 2 € (§ 1.2.3.1) ;
- l'intégralité des actions ordinaires émises par LEA Photonics, soit 150.000 actions d'une valeur nominale unitaire de 10 € (§ 1.2.3.2) ;
- l'intégralité des actions ordinaires émises par Sensup, soit 9.000 actions d'une valeur nominale unitaire de 100 € (§ 1.2.3.3) ; et
- 99 parts sociales émises par Veldys, d'une valeur nominale unitaire de 10 €, représentant 99 % du capital social (§ 1.2.3.4).

### 1.4.2. Évaluation de l'apport

En application du règlement de l'Autorité des Normes Comptables (ANC) n° [2014-03](#), titre VII, relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, et en particulier de son article 742-2<sup>16</sup>, la valeur retenue des Droits Sociaux Apportés est la valeur comptable telle qu'elle ressort des comptes sociaux d'Esira, Apporteuse, à la date de réalisation de l'apport.

---

<sup>16</sup> Extrait de l'article 742-2 :

« [...] Apport à l'envers : après l'apport, la société apporteuse prend le contrôle de la société bénéficiaire des apports, ou renforce son contrôle sur celle-ci :

- la cible est la société bénéficiaire des apports ;
- l'initiatrice est la société apporteuse ou sa société mère. »

L'analyse de l'opération par Quantel au regard de la norme IFRS 3 « Regroupements d'entreprises » est résumée dans le Document E.

À la date du présent rapport, la valeur nette comptable des Droits Sociaux Apportés (§ 1.4.1) s'élève à un montant de **9.671.990 €** résultant de la somme de :

- **7.271.000 €** représentant la valeur comptable des 1.049.198 actions Keopsys ;
- **1.500.000 €** représentant la valeur comptable des 150.000 actions LEA Photonics ;
- **900.000 €** représentant la valeur comptable des 9.000 actions Sensup ; et de
- **990 €** représentant la valeur comptable des 99 parts sociales Veldys.

## 1.5. Rémunération de l'apport

### 1.5.1. *Augmentation de capital*

Pour rémunérer l'apport, les Parties ont déterminé les valeurs réelles du Groupe Quantel et des Sociétés Apportées selon une approche d'évaluation multicritère.

Sur cette base et en rémunération de l'apport, la société Quantel émettra au profit d'Esira **6.939.441** actions ordinaires nouvelles, d'une valeur nominale de 1 € chacune, entièrement libérées, soit une augmentation de capital d'un montant nominal total de **6.939.441 €**.

Suite à l'opération et comme mentionné dans le Communiqué, Esira et Eurodyne détiendront de concert<sup>17</sup> **54,72%** du capital social et **56,05%** des droits de vote de la société Quantel. Pour rappel, Esira détient à la date du présent rapport *via* Eurodyne **19,15%** du capital social et **24,88%** des droits de vote de Quantel (§ 1.1).

Dès la date de réalisation de l'apport, et dans la mesure où les titres de la société Quantel en circulation avant l'opération sont déjà cotés sur le compartiment C d'Euronext Paris (§ 1.2.1), les actions nouvellement émises par la société Quantel au profit d'Esira du fait de l'opération feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur ce même compartiment C d'Euronext Paris dans les conditions qui seront précisées par un avis d'Euronext Paris.

---

<sup>17</sup> Esira détiendra directement **44,00%** du capital social et **41,49%** des droits de vote de la société Quantel ; Eurodyne, intégralement détenue par Esira, détiendra **10,72%** du capital social et **14,56%** des droits de vote de Quantel.

### 1.5.2. Prime d'apport

La différence entre :

- d'une part, la valeur nette comptable des Droits Sociaux Apportés, soit 9.671.990 € (§ 1.4.2), et
- d'autre part, la valeur nominale des actions créées à titre d'augmentation de capital par la Bénéficiaire, soit 6.939.441 € (§ 1.5.1),

constituera une prime d'apport d'un montant de 2.732.549 €, qui sera comptabilisée en tant que telle au bilan de la Bénéficiaire et sur laquelle porteront les droits des actionnaires de la Bénéficiaire, actuels et nouveaux.

## 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux titres des sociétés participant à l'opération

### 2.1. Diligences accomplies

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Bénéficiaire sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer la rémunération de l'apport et d'apprécier le caractère équitable de celle-ci. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission.

Ces précisions étant apportées, nous décrivons ci-après nos principales diligences :

- entretiens avec les représentants des sociétés concernées par l'apport, de l'évaluateur désigné pour assister les Parties dans la détermination des valeurs relatives du Groupe Quantel et du Groupe Keopsys (l' « Évaluateur »), ainsi que des conseils juridique et financier intervenant dans le cadre de l'opération, tant pour en appréhender le

contexte que pour en comprendre les modalités et les enjeux économiques, comptables, juridiques et fiscaux ;

- prise de connaissance des activités des Filiales d'Esira et du Groupe Quantel sur la base des informations disponibles sur le marché des lasers, relayées et détaillées dans les supports mis à notre disposition par le *management* de Keopsys et de Quantel, ainsi que par l'Évaluateur ;
- visite des sites de Lannion (Keopsys) et Les Ulis (Quantel) ;
- étude des transactions antérieures à l'opération opérées sur le capital d'Eurodyne<sup>18</sup> et de Quantel<sup>19</sup> ;
- examen de la documentation juridique et financière en lien avec le rapprochement du Groupe Quantel et du Groupe Keopsys, en ce compris le document d'information (« Document E ») requis par l'AMF et les contrats cadre conclus en mai et juin 2017 en vue de faciliter les synergies entre les deux groupes (§ 1.2.5) ;
- examen du traité d'apport ;
- revue juridique à la lecture des procès-verbaux des organes d'administration et des assemblées générales des Filiales d'Esira et de la société Quantel ;
- revue des états financiers sociaux des sociétés Esira et Quantel, des comptes combinés du Groupe Keopsys ainsi que des comptes consolidés du Groupe Quantel au titre des derniers exercices clos<sup>20</sup> et de la situation intermédiaire au 30 juin 2017 ;
- revue des états financiers sociaux des Sociétés Apportées au titre des derniers exercices clos et de la situation comptable intermédiaire au 30 juin 2017 ;
- lecture des rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et consolidés de la société Quantel au titre des derniers exercices clos ;
- lecture des rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels des Sociétés Apportées<sup>21</sup> au titre des derniers exercices clos ;

---

<sup>18</sup> Cession des titres Eurodyne à Esira (§ 2.3).

<sup>19</sup> Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (2.3).

<sup>20</sup> Notamment au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016 et, en ce qui concerne Quantel, par l'examen des Documents de Référence, en particulier du [Document de Référence 2016](#) déposé auprès de l'AMF le 21 avril 2017 sous le numéro [D.17-0416](#).

<sup>21</sup> À l'exception de Veldys, non soumise au contrôle légal.

- examen des données budgétaires et prévisionnelles des Sociétés Apportées et du Groupe Quantel et discussion avec nos interlocuteurs sur la pertinence et la permanence des hypothèses retenues dans ces projections ;
- examen des modalités de détermination des valeurs relatives retenues par les Parties à partir des travaux de l'Évaluateur ;
- consultation de la documentation sur les synergies attendues du regroupement du Groupe Quantel et du Groupe Keopsys et sur le profil de l'ensemble intégré post opération ;
- exploitation de nos bases de données financières<sup>22</sup> et mise en œuvre d'une évaluation multicritère des Droits Sociaux Apportés et des actions de la société Quantel selon des approches d'évaluation similaires à celles appliquées par les Parties, pour recoupement, puis alternatives, assorties d'analyses de sensibilité du poids relatif des deux groupes (la « Parité ») aux paramètres d'évaluation retenus et aux principales hypothèses opérationnelles ;
- analyse du cours de bourse de Quantel ;
- vérification de l'absence de faits ou d'événements intervenus avant la signature du présent rapport, susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives envisagées.

Nous avons obtenu des confirmations de la part des dirigeants des sociétés Esira et Quantel, sur les éléments significatifs exploités dans le cadre de notre mission.

## 2.2. Exposé des méthodes et des critères d'évaluation retenus par les Parties

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les Parties ont procédé à une comparaison des valeurs réelles des Sociétés Apportées avec la valeur réelle de la Bénéficiaire selon les approches mentionnées ci-après, étant précisé que les méthodes suivantes ont d'emblée été écartées :

- **actif net comptable**<sup>23</sup> et **actif net réévalué**, qui ne sont ni l'un ni l'autre représentatifs de la valeur intrinsèque des titres apportés par Esira et de la contrepartie de la

<sup>22</sup> Bloomberg, S&P Capital IQ, Mergermarket.

<sup>23</sup> À l'exception de la SCI Veldys, dont l'activité immobilière conduit à son évaluation par référence à l'actif net comptable (§ 2.2.1).

rémunération de l'apport par Quantel, le modèle économique des sociétés prenant part à l'opération n'étant pas assimilable à celui d'entreprises *holding* ou foncières reposant sur des flux d'acquisitions et de cessions d'actifs ;

- **actualisation des dividendes**, en l'absence de politique de distribution des Filiales d'Esira et de la société Quantel inférant un rendement fixe et prédéterminé ;
- **cours de bourse et cours cible**, compte tenu de l'absence de cotation des titres des Filiales d'Esira et du suivi du titre Quantel par un nombre limité d'analystes ;
- **références transactionnelles sur le capital des Filiales d'Esira**, en l'absence de transactions récentes.

### 2.2.1. Valorisation de Keopsys, LEA Photonics, Sensup et Veldys

À l'exception de Veldys, la valeur des titres des Sociétés Apportées a été fixée par les Parties au terme d'une approche multicritère comprenant :

- à titre principal, une méthode de valorisation **intrinsèque** d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF<sup>24</sup>) ;
- à titre principal, une méthode de valorisation **analogique** fondée sur des multiples boursiers d'EBITDA<sup>25</sup> ;
- à titre secondaire et indicatif, une méthode de valorisation **analogique** fondée sur des multiples transactionnels d'EBITDA observés dans le cadre d'opérations comparables.

La SCI Veldys ayant acquis fin 2015 ses actifs immobiliers qu'elle loue depuis lors à Esira, laquelle les sous-loue à ses autres filiales (§ 1.2.5), la juste valeur de l'immobilier propriété de Veldys a été réputée équivalente à son prix d'acquisition. L'actif net comptable de Veldys ressortant à un montant peu significatif, dans la mesure où la valeur des actifs immobiliers équivaut globalement à celle des passifs financiers<sup>26</sup>, la contribution de Veldys a été réputée nulle dans l'évaluation multicritère des Filiales d'Esira.

---

<sup>24</sup> *Discounted Cash-Flow*.

<sup>25</sup> *Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization*.

<sup>26</sup> Emprunts auprès d'établissements de crédit.



### 2.2.2. Valorisation du Groupe Quantel

La valeur des titres de la Bénéficiaire a été déterminée à partir de méthodes d'évaluation **intrinsèque** et **analogique**, homogènes avec celles décrites *supra* pour les sociétés Keopsys, LEA Photonics et Sensup (§ 2.2.1), dans le but d'apprécier la Parité et de conforter la rémunération retenue dans le traité d'apport.

### 2.3. Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les Parties appelle de notre part les observations suivantes :

- les différentes approches d'évaluation retenues par les Parties sont adaptées aux activités respectives des Sociétés Apportées et de la Bénéficiaire ;
- en l'absence de cotation des Droits Sociaux Apportés, les Parties ont employé des méthodes de valorisation multicritère que nous considérons comme usuelles et pertinentes ;
- sur le plan méthodologique, les Parties ont respecté le principe d'homogénéité tout en tenant compte des caractéristiques propres aux deux groupes ;
- les paramètres d'actualisation utilisés en DCF pour Keopsys, LEA Photonics, Sensup et Quantel reflètent globalement le niveau de risque propre aux activités exercées par ces sociétés ;
- les valeurs réelles ont été déterminées en considérant la structure de revenus et de coûts qui serait observée pour chacune des Sociétés Apportées et la Bénéficiaire hors impact des synergies futures du rapprochement entre les deux groupes, *nonobstant* les premiers effets induits par la prise de contrôle d'Eurodyne par Esira dès 2016 ;
- les situations intermédiaires au 30 juin 2017 établies par les Sociétés Apportées et la Bénéficiaire ne remettent pas en cause la pertinence des valeurs relatives attribuées aux Droits Sociaux Apportés et aux titres de la Bénéficiaire.

Les travaux d'évaluation que nous avons réalisés, selon des approches similaires à celles mises en œuvre par les Parties<sup>27</sup>, puis complémentaires à une date plus récente<sup>28</sup>, ainsi que les

---

<sup>27</sup> Au 31 décembre 2016.

<sup>28</sup> Au 30 juin 2017.

analyses de sensibilité que nous avons menées nous ont permis de nous assurer de la pertinence des valeurs relatives. Nous avons notamment apprécié les valeurs relatives de façon homogène pour les Filiales d'Esira et le Groupe Quantel, au travers de trois méthodes d'évaluation :

- une valorisation **intrinsèque** par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie construits à partir des prévisions d'activité et de rentabilité (« *Business Plans* ») qui nous ont été communiquées par le *management* des deux groupes ; l'application de cette méthode repose sur nos propres paramètres d'actualisation déterminés de façon homogène pour les Filiales d'Esira et le Groupe Quantel, en considérant toutefois les caractéristiques du Groupe Keopys et du Groupe Quantel (§ 2.3.1) ;
- une valorisation **analogique** par référence à deux échantillons de sociétés cotées réputées comparables, s'appuyant sur des multiples médians d'EBITDA<sup>29</sup> appliqués aux agrégats budgétés et prévisionnels des deux groupes (§ 2.3.2) ;
- une valorisation **analogique** par référence à deux échantillons de transactions comparables, basées sur des multiples d'EBITDA appliqués aux agrégats historiques 2015 et 2016 (§ 2.3.3).

Nous avons effectué des tests de sensibilité de la rémunération de l'apport aux différents critères et principaux paramètres d'évaluation propres à ces méthodes, en particulier à l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ; nous avons notamment croisé les analyses de sensibilité au taux d'actualisation et aux hypothèses de marge d'EBITDA à long terme.

Nous avons également envisagé les références suivantes pour apprécier, à titre seulement indicatif, les modalités de la rémunération de l'apport :

- l'évolution historique du cours de bourse de Quantel et des cours cibles publiés par les analystes en charge du suivi du titre de la société (§ 2.3.4).
- le contexte et les modalités de la dernière augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (« DPS »)<sup>30</sup> réalisée par Quantel sur la période de

---

<sup>29</sup> *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization.*

<sup>30</sup> À raison de 11 DPS pour la souscription d'une action nouvelle.

souscription du 2 au 14 novembre 2016 à concurrence de 2,35 M€, au prix de 3,20 €<sup>31</sup> par action<sup>32</sup>, sur un volume de 736.001 actions<sup>33</sup> (§ 2.3.5) ;

- le prix par action de Quantel par transparence<sup>34</sup> avec le prix de cession à Esira de 93,8% du capital d'Eurodyne (5 M€), majoré du prix de cession à Esira du solde de 6,2% (330 K€ hors complément de prix) ressort à 5,25 € par action de Quantel<sup>35</sup> et, en tenant compte *in fine* du complément de prix, à 5,6 € (§ 1.1 et § 2.3.5) ;

### 2.3.1. Évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Nous avons mis en œuvre la méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie dite « *Discounted Cash Flows* » (DCF). Selon cette méthode, la valeur des titres d'une société est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie générés par l'activité, retraitée de l'endettement net ou de la trésorerie nette à la date de l'évaluation.

Nous avons modélisé et actualisé les flux prévisionnels de trésorerie, à partir :

- des *Business Plans* de Keopsys<sup>36</sup>, LEA Photonics et Sensup pour les Sociétés Apportées (« DCF Somme des Parties ») ainsi que de Quantel pour la Bénéficiaire, déployés sur la période explicite 2017-2021 (la « Période Explicite »), que les Parties ont exploités pour déterminer la rémunération de l'apport, et en nous référant aux indications du *management* de Keopsys et de Quantel retranscrites dans le rapport de l'Évaluateur pour certains paramètres tels que le besoin en fonds de roulement et le niveau des investissements, l'imposition sur les sociétés étant par ailleurs déterminée en fonction de l'environnement fiscal actuel et des dispositions de la [loi de finances](#) 2017 sur la Période Explicite<sup>37</sup> ; nous avons tenu compte dans notre modélisation de la mise à jour de ces *Business Plans* sur la Période Explicite en fonction des transferts de charges et de personnel d'Esira vers Keopsys<sup>38</sup> ;

<sup>31</sup> Source : communiqué de presse de Quantel, [27 octobre 2016](#).

<sup>32</sup> 1 € de valeur nominale et 2,20 € de prime d'émission.

<sup>33</sup> Le nombre d'actions composant le capital social de Quantel est ainsi passé entre le 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2016 de 8.096.015 à 8.832.016 actions (§ 1.2.1).

<sup>34</sup> Eurodyne ne détenant comme actif significatif que sa participation dans Quantel.

<sup>35</sup> Source : communiqué de presse de Quantel, [19 octobre 2016](#).

<sup>36</sup> En ce comprise Keopsys Inc., filiale de Keopsys ; la filiale Keopsys Japon a été retenue à son prix d'acquisition (§ 1.2.3.1).

<sup>37</sup> Taux de 28% à compter de 2018.

<sup>38</sup> Transferts de charges et de personnel nets de l'annulation des refacturations d'Esira à Keopsys.

- à titre de recoupement, d'un *Business Plan* agrégeant Keopsys<sup>39</sup>, LEA Photonics et Sensup pour les Sociétés Apportées<sup>40</sup> (« DCF Global ») ainsi que du *Business Plan* de Quantel pour la Bénéficiaire, sur la Période Explicite ;
- des informations que nous avons recueillies lors d'entretiens avec le *management* des deux groupes et l'Évaluateur.

Au-delà de la Période Explicite, nous avons déterminé des valeurs terminales :

- en tenant compte d'une croissance perpétuelle des flux d'exploitation ;
- pour la construction du flux récurrent sous-tendant la valeur terminale<sup>41</sup>, en retenant un taux de marge d'EBITDA cohérent avec les dernières années de la Période Explicite, et en égalisant les dotations aux amortissements et les investissements ;
- pour Quantel, en neutralisant la marge sur le contrat Megajoule<sup>42</sup> liant actuellement Quantel et le Commissariat à l'Énergie Atomique (CEA).

Nous précisons que :

- nous avons calculé les taux d'actualisation en « méthode directe »<sup>43</sup> à partir des données de marché<sup>44</sup> observées à la date de notre intervention et à l'appui de nos propres modèles de calcul de prime de rendement ; ils reflètent un niveau de risque attaché aux flux prévisionnels de trésorerie<sup>45</sup> relativement prudent, après prise en

<sup>39</sup> En ce comprise Keopsys Inc., filiale de Keopsys ; la filiale Keopsys Japon a été retenue à son prix d'acquisition (§ 1.2.3.1).

<sup>40</sup> Hors Veldys dont la contribution est réputée nulle dans l'évaluation multicritère des Filiales d'Esira (§ 2.2.1).

<sup>41</sup> Au-delà de la Période Explicite.

<sup>42</sup> Cf. [Document de Référence 2016](#) de Quantel, p. 28.

<sup>43</sup> Impliquant les betas désendettés des comparables boursiers (approche par l'actif économique) ; l'Évaluateur a pour sa part eu recours à la « méthode indirecte » de calcul des taux d'actualisation impliquant le ré-endettement des betas des comparables boursiers en fonction de la structure financière des sociétés à évaluer (approche par les fonds propres).

<sup>44</sup> Incluant les coefficients betas des sociétés comparables composant le panel boursier (§ 2.3.2).

<sup>45</sup> En DCF Somme des Parties, nous avons retenu des taux d'actualisation compris, dans les analyses de sensibilité des valorisations aux taux d'actualisation, entre :

- 11,6% et 12,6% pour Keopsys et LEA Photonics,
- 14,6% et 15,6% pour Sensup, et
- 10,5% et 11,5% pour le Groupe Quantel.

À titre de comparaison, les Parties ont retenu des taux d'actualisation globalement plus faibles, compris, dans les analyses de sensibilité des valorisations aux taux d'actualisation, entre :

- 8,7% et 9,7% pour Keopsys,
- 8,6% et 9,6% pour LEA Photonics,
- 14,5% et 15,5% pour Sensup, et
- 8,8% et 9,8% pour le Groupe Quantel.

En DCF Global, nous avons retenu des taux d'actualisation compris, dans les analyses de sensibilité des valorisations aux taux d'actualisation, entre :

- 12,6% et 13,6% pour le Groupe Keopsys hors Veldys (cf. *supra*) ;
- 10,5% et 11,5% pour le Groupe Quantel.

compte, en DCF Somme des Parties, d'une prime spécifique de 2%<sup>46</sup> majorée à 5%<sup>47</sup> pour Sensup, étant observé que le profil de Sensup justifie un taux d'actualisation comparativement plus élevé que celui affecté à Keopsys et LEA Photonics ainsi qu'à Quantel (§ 1.2.3.3) ;

- les taux de croissance perpétuelle retenus en valeur terminale sont de 1,5% pour le Groupe Quantel et les Filiales d'Esira, à l'exception de Sensup dont le caractère volontariste du *Business Plan* jusqu'à la fin de la Période Explicite est contrebalancé par un taux de croissance perpétuelle ramené à 1% en DCF Somme des Parties ; ces taux de croissance sont cohérents avec les données macro-économiques dont nous disposons sur les perspectives d'inflation dans les pays où les deux groupes sont implantés<sup>48</sup>.

Pour aboutir *in fine* à une valorisation des capitaux propres, les valeurs d'entreprise ainsi obtenues, par le cumul des flux de trésorerie actualisés sur la Période Explicite et de la valeur terminale, tant en DCF Somme des Parties qu'en DCF Global, ont été ajustées au 30 juin 2017 :

- des montants de trésorerie et de dette financière<sup>49</sup> issus des comptes consolidés de Quantel et des comptes de chacune des Filiales d'Esira<sup>50</sup> ;
- des économies d'impôt latentes actualisées, relatives aux soldes de déficits reportables<sup>51</sup> ;
- des créances de crédit d'impôt recherche (CIR) et de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) ;
- de l'impact sur la trésorerie du plan d'attribution d'actions gratuites mis en place chez Quantel ;
- du retraitement des créances liées à l'affacturage pratiqué par Quantel ;
- des dettes sur immobilisations portées par Quantel.

---

<sup>46</sup> 1% au titre du risque d'exécution des *Business Plan* et 1% au titre de la taille de Keopsys, LEA Photonics et Quantel.

<sup>47</sup> 4% au titre du risque d'exécution du *Business Plan* et 1% au titre de la taille de Sensup.

<sup>48</sup> Source : FMI (2016). *Perspectives de l'économie mondiale*, p. 239.

<sup>49</sup> Dettes financières incluant les montants d'engagements de retraite et des provisions pour risques et charges à caractère de dette nets d'impôt, ainsi que, pour les Filiales d'Esira, les avances conditionnées ou remboursables.

<sup>50</sup> En ce compris Keopsys Inc., filiale de Keopsys, et hors Veldys (cf. *supra*) ; la filiale Keopsys Japon a été retenue à son prix d'acquisition (§ 1.2.3.1).

<sup>51</sup> Nous avons actualisé les déficits reportables au 31 décembre 2016.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nos travaux ont été complétés d'analyses de sensibilité aux paramètres d'actualisation et de marge prévisionnels.

Selon cette approche, la Parité ressort :

- en DCF Somme des Parties, autour de 46,5% pour le Groupe Keopsys contre 53,5% pour le Groupe Quantel (§ 3.3) ;
- en DCF Global, autour de 46,8% pour le Groupe Keopsys contre 53,2% pour le Groupe Quantel (§ 3.3),

étant précisé que la Parité s'avère en définitive peu sensible à la modulation du taux d'actualisation dans les fourchettes que nous retenons.

### 2.3.2. Évaluation analogique par application de multiples boursiers

La méthode analogique par l'application de multiples boursiers consiste à valoriser une société :

- en constituant un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, notamment en termes de métier, de modèle économique, de taille et d'implantation géographique ;
- en appliquant les multiples prévisionnels (multiples de chiffre d'affaires, d'excédent brut d'exploitation ou d'EBITDA, de résultat d'exploitation ou d'EBIT<sup>52</sup>) qui se dégagent de ce panel de comparables<sup>53</sup> sur le consensus disponible<sup>54</sup> (en l'occurrence 2017 à 2019<sup>55</sup>) aux agrégats correspondants issus des *Business Plans* des sociétés à évaluer après prise en compte le cas échéant d'une décote de taille (en l'occurrence de 20%<sup>56</sup>), puis en retranchant de la valeur d'entreprise ainsi obtenue l'endettement financier net<sup>57</sup> pour aboutir *in fine* à une valorisation des capitaux propres.

Nous avons retenu deux échantillons distincts :

---

<sup>52</sup> *Earnings Before Interests and Taxes*.

<sup>53</sup> Par référence à la capitalisation boursière retraitée de l'endettement net.

<sup>54</sup> En date du 9 septembre 2017.

<sup>55</sup> Source : *Bloomberg* (versus *S&P Capital IQ* pour l'Évaluateur sur un consensus 2017-2018).

<sup>56</sup> Compatible avec les primes de taille intégrées dans les primes de risque spécifiques concourant à la formation des taux d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 2.3.1).

<sup>57</sup> Nous avons, par convention, retenu le même endettement financier qu'en DCF (§ 2.3.1).

- l'un constitué de sociétés dont l'activité est comparable à celle de Keopsys, LEA Photonics, Sensup et du pôle « hors médical »<sup>58</sup> de Quantel, à savoir des entreprises proposant essentiellement des solutions lasers dédiées aux marchés de défense, scientifique ou industriel (§ 1.2.1 et § 1.2.3) :

| Echantillon *hors médical*     |      |   |  |        |         |   |   |
|--------------------------------|------|---|--|--------|---------|---|---|
| Société                        | Pays | Description   | Clients  | Devise | CA 2016 | CA par zone géographique  | CA par segment d'activité   |
| <b>IPG PHOTONICS</b>           | US   | Fondée aux Etats Unis en 1990, la société IPG Photonics est spécialisée dans le développement, la production et la commercialisation de lasers et amplificateurs à fibres utilisés dans des domaines variés, comme le traitement de la matière, les télécommunications ou encore les applications médicales.                            | 2016 : les 5 premiers clients contribuent pour 22% du chiffre d'affaires                                   | USD    | 1 006   | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Asie</li> <li>Europe</li> <li>Amérique</li> </ul>                                  | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Traitement de matière</li> <li>Medical, telecom</li> </ul>  |
| <b>COHERENT INC</b>            | US   | Coherent Inc a été fondée en 1966 en Californie et est le leader sur le marché des produits photoniques dans les domaines de l'automatisation industrielle, la médecine, ou encore la défense.  | 2 clients représentant plus de 10% du CA chacun: Advanced Process Systems Corporation Japanese Steel Works | USD    | 857     | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>USA - Autres</li> <li>Lasers spécialisés</li> </ul>                                | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lasers commerciaux et composants</li> <li>Lasers spécialisés</li> </ul>   |
| <b>GOOCH &amp; HOUSEGO PLC</b> | GB   | Fondé en 1948, Gooch & Housego est un groupe spécialisé dans les technologies photoniques.  | 2016 : les 10 premiers clients représentent 26% du CA - Aucun client ne contribue à plus de 6% du CA       | GBP    | 86      | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>USA</li> <li>Europe continentale</li> <li>Grande-Bretagne</li> <li>Asie</li> </ul> | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Industrie</li> <li>Aérospatial et défense</li> <li>Médecine</li> <li>Recherche</li> </ul>   |
| <b>HAN'S LASER TECHNOLOGY</b>  | CH   | Han's Laser Technology développe, produit et commercialise des produits basés sur la technologie du laser, pour des applications dans la découpe, le marquage, le perçage et le soudage.  | n.a.   | CNY    | 6 886   | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Chine</li> </ul>   | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Petit équipement laser</li> <li>Laser haute puissance</li> <li>Circuits imprimés</li> <li>Equipement LED</li> <li>Autres</li> </ul> |
| <b>MKS INSTRUMENTS INC</b>     | US   | MKS Instruments est une société américaine qui développe, fabrique et vend des instruments et des composants utilisés pour le contrôle et l'analyse des gaz dans la fabrication de semi-conducteurs. Ses produits permettent de mesurer, contrôler, alimenter, délivrer et analyser des paramètres critiques des processus industriels. | 2016 : les 10 premiers clients représentent 39% du CA - 14% par le premier client / 11% par le deuxième    | USD    | 1 295   | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Europe, Moyen-Orient, Afrique</li> <li>Asie</li> <li>Amérique</li> </ul>           | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Vacuum &amp; Analysis</li> <li>Light &amp; motion division</li> </ul>   |
| <b>AMS AG</b>                  | AS   | AMS est une société autrichienne spécialisée dans la production de produits semi-conducteurs.   | nd   | EUR    | 550     | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Asie</li> <li>Europe, Moyen-Orient et Afrique</li> <li>Amérique</li> </ul>         | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Consumer &amp; communications</li> <li>Automobile, Industrie, médical</li> </ul>  |

<sup>58</sup> Pôle ISLD (*Industrial and Scientific Laser Division*).

- l'autre constitué de sociétés dont l'activité est comparable à celle du pôle « médical » de Quantel, à savoir des acteurs positionnés principalement sur les solutions lasers destinées au secteur médical (§ 1.2.1) :

| Echantillon *médical*             |      |  |   |        |         |  |  |
|-----------------------------------|------|--|---|--------|---------|--|--|
| Société                           | Pays | Description  | Clients   | Devise | CA 2016 | CA par zone géographique   | CA par segment d'activité  |
| <b>ELLEX MEDICAL LASERS LTD</b>   | AU   | Ellex Medical Lasers développe et produit des lasers médicaux pour un usage dans la médecine ophtalmique. Les produits de la société sont principalement vendus sur les marchés internationaux dans le domaine de la chirurgie de la cataracte.  | Le premier client contribue pour 18% du CA et le deuxième pour 6% | AUD    | 73      | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>EMEA: 23%</li> <li>Amérique: 38%</li> <li>Asie: 27%</li> <li>Australie: 12%</li> </ul>              | nd   |
| <b>NOVANTA INC</b>                | US   | Novanta produit et vend des équipements de précision photonique et de contrôle des mouvements dans les domaines des équipements médicaux et de l'industrie avancée.  | nd  | USD    | 385     | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>USA: 46%</li> <li>Europe: 17%</li> <li>Asie: 31%</li> <li>Autres: 5%</li> </ul>                     | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Produits photoniques: 45%</li> <li>Vision: 23%</li> <li>Mouvement de précision: 32%</li> </ul>             |
| <b>CARL ZEISS MEDITEC AG - BR</b> | GE   | Carl Zeiss est une entreprise allemande produisant des solutions dans le domaine de la médecine et plus particulièrement pour l'ophtalmologie. Ses produits incluent des systèmes de dépistage et de diagnostic pour les anomalies de la vision, les cataractes, les glaucomes et les troubles de la rétine. | nd  | EUR    | 1 088   | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Allemagne: 48%</li> <li>USA: 11%</li> <li>Europe: 32%</li> <li>Japon: 10%</li> </ul>                | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Systèmes ophtalmiques: 39%</li> <li>Chirurgie ophtalmologique: 27%</li> <li>Microchirurgie: 34%</li> </ul> |
| <b>TOPCON CORP</b>                | JN   | Topcon est une société japonaise qui fabrique et vend des équipements de mesure pour l'usage ophtalmologique. La société fabrique également des produits industriels, tels que des projecteurs et des appareils optiques.  | nd  | JPY    | 130 735 | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Japon: 23%</li> <li>USA: 8%</li> <li>Europe: 24%</li> <li>Asie: 17%</li> <li>Autres: 28%</li> </ul> | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Construction: 47%</li> <li>Ophtalmologie: 26%</li> <li>IT: 34%</li> <li>Autres: 2%</li> </ul>              |
| <b>LUTRONIC CORP</b>              | SK   | Lutronic est un acteur majeur dans le domaine des technologies lasers à usages médicaux dans le domaine de l'esthétique.   | nd  | KRW    | 84 497  | <p>Répartition du CA 2016 par zone géographique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Corée du sud: 30%</li> <li>Autres: 70%</li> </ul>   | <p>Répartition du CA 2016 par activité</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Laser: 100%</li> </ul>   |

Les panels de comparables boursiers ainsi constitués se recoupent partiellement avec ceux de l'Évaluateur.

Si les taux de croissance et de rentabilité de ces comparables boursiers sur le segment « hors médical » apparaissent assez proches de ceux de la société Keopsys prise isolément<sup>59</sup>, la comparaison entre leurs performances et celles des deux groupes pris dans leur ensemble

<sup>59</sup> I.e. hors incidence du profil de croissance particulier de Sensup au sein du Groupe Keopsys et hors taux de marge d'EBITDA de LEA Photonics plus faibles que ceux de Keopsys.



met toutefois en évidence des disparités en défaveur de l'activité « hors médical » de Quantel :

| Données financières clés           |            |            | % de croissance du CA |            |            | EBITDA (% CA) |  |  |
|------------------------------------|------------|------------|-----------------------|------------|------------|---------------|--|--|
| Société - Echantillon hors médical | 2017       | 2018       | 2019                  | 2017       | 2018       | 2019          |  |  |
| IPG PHOTONICS CORP                 | 23%        | 10%        | n/a                   | 41%        | 42%        | n/a           |  |  |
| COHERENT INC                       | 99%        | 13%        | 11%                   | 30%        | 31%        | n/a           |  |  |
| GOOCH & HOUSEGO PLC                | 26%        | 8%         | 5%                    | 18%        | 20%        | 20%           |  |  |
| HANS LASER TECHNOLOGY IN-A         | 43%        | 19%        | 25%                   | 16%        | 15%        | 15%           |  |  |
| MKS INSTRUMENTS INC                | 35%        | 4%         | 3%                    | 26%        | 26%        | 28%           |  |  |
| AMS AG                             | 70%        | 31%        | 18%                   | 26%        | 36%        | 38%           |  |  |
| <b>Médiane comparables</b>         | <b>39%</b> | <b>12%</b> | <b>10%</b>            | <b>26%</b> | <b>29%</b> | <b>24%</b>    |  |  |

| Données financières clés      |           |            | % de croissance du CA |            |            | EBITDA (% CA) |  |  |
|-------------------------------|-----------|------------|-----------------------|------------|------------|---------------|--|--|
| Société - Echantillon médical | 2017      | 2018       | 2019                  | 2017       | 2018       | 2019          |  |  |
| ELLEX MEDICAL LASERS LTD      | (2%)      | 13%        | 20%                   | 11%        | 13%        | 13%           |  |  |
| NOVANTA INC                   | 30%       | 15%        | n/a                   | 19%        | 20%        | n/a           |  |  |
| CARL ZEISS MEDITEC AG - BR    | 8%        | 8%         | 9%                    | 17%        | 17%        | 18%           |  |  |
| TOPCON CORP                   | (2%)      | 8%         | 6%                    | 13%        | 14%        | 15%           |  |  |
| LUTRONIC CORP                 | 11%       | 16%        | 14%                   | 12%        | 11%        | 13%           |  |  |
| <b>Médiane comparables</b>    | <b>6%</b> | <b>11%</b> | <b>15%</b>            | <b>13%</b> | <b>14%</b> | <b>14%</b>    |  |  |

Selon cette méthode et sur la base des multiples d'EBITDA<sup>60</sup> des comparables boursiers, considérés comme étant les plus représentatifs de la capacité génératrice de trésorerie, la Parité s'inscrit dans une fourchette de 43,3% à 48,1% pour le Groupe Keopsys contre respectivement 56,7% à 51,9% pour le Groupe Quantel (§ 3.3). Nous observons à cet égard que, dans la Parité en approche analogique, la progression de la valeur du Groupe Keopsys sous l'effet notamment du déploiement de Sensup entre 2017 et 2019 est contrebalancée par celle du Groupe Quantel.

### 2.3.3. Évaluation analogique par application de multiples transactionnels

Compte tenu de la forte croissance attendue par le *management* des deux groupes au cours des prochaines années, la référence usuelle aux transactions historiques et sectorielles perd au cas d'espèce en pertinence. Nous avons toutefois constitué deux échantillons de transactions<sup>61</sup> à titre indicatif, pour en dégager des multiples retraités d'une prime de contrôle de 30%<sup>62</sup> que nous avons appliqués, selon le même principe que l'évaluation analogique par

<sup>60</sup> Multiples d'EBITDA appliqués respectivement à Keopsys, LEA Photonics et Sensup, d'une part, et au Groupe Quantel, d'autre part.

<sup>61</sup> Source : *Mergermarket* (versus *Epsilon Report* pour l'Évaluateur).

<sup>62</sup> De 2013 à 2016, la prime moyenne, toutes opérations confondues, dégagée par les prix proposés dans le cadre des offres publiques sur le marché français ressort à environ 30% sur le cours moyen 3 mois avant l'annonce de l'opération (Source : Ledouble). Ce niveau de prime de l'ordre de 30% est corroboré par le bilan des offres

les comparables boursiers (§ 2.3.2), mais aux agrégats d'EBITDA historiques (2015 et 2016) des sociétés à évaluer, étant précisé qu'en raison des marges négatives dégagées historiquement par Sensup, la contribution de cette dernière dans l'évaluation analogique par les multiples transactionnels a été considérée comme nulle.

➤ Échantillon de transactions comparables « hors médical » :

| Transactions comparables - Echantillon "hors médical" |   |  |                       |   |
|---|---|--|-----------------------|---|
| Date  | Cible                                   | Description  | Pays                  | Acquéreur                               |
| 26/04/2017  | Oxford Instruments Analytical GmbH      | Fabricant et fournisseur allemand de spectromètres d'émission optique à arc / étincelle et équipement préparatoire pour analyser les propriétés chimiques des métaux | Allemagne             | Hitachi High - Technologies Corporation |
| 16/03/2016  | Rofin-Sinar Technologies Inc.           | Développeur, fabricant et vendeur de produit laser de tous types, pour de nombreux usages (découpe, soudage, marquage, traitement de matériaux, ...)                 | Allemagne, Etats-Unis | Coherent, Inc.                          |
| 15/10/2013  | Spanoptic Limited                       | Fabricant de composants optiques de précision (prismes, lentilles sphériques ou asphériques)   | Angleterre            | Gooch & Housego Plc                     |
| 20/12/2012  | Lumera Laser GmbH                       | Fabriquant de lasers à l'état solide ultra-rapide pour la microélectronique, les applications médicales et de traitement des matériaux                               | Allemagne             | Coherent, Inc.                          |
| 16/12/2010  | Société Européenne de Systèmes Optiques | Entreprise française spécialisée dans la fabrication de systèmes optiques, optomécaniques et optroniques   | France                | Thales Group                            |

➤ Échantillon de transactions comparables « médical » :

| Transactions comparables - Echantillon "hors médical" |                           |  |                     |                                  |
|---|---------------------------|--|---------------------|----------------------------------|
| Date  | Cible                     | Description  | Pays                | Acquéreur                        |
| 22/05/2015  | Optos Plc                 | Société de technologie médicale basée au Royaume-Uni impliquée dans la conception, le développement, la fabrication et la commercialisation de dispositifs d'imagerie rétinienne   | Angleterre          | Nikon Corporation                |
| 02/02/2015  | MacuVision Europe Limited | Fabricant britannique de suppléments pour soins oculaires  | Angleterre          | Alliance Pharmaceuticals Limited |
| 15/06/2014  | Covidien Plc              | Anciennement Tyco Healthcare, société commercialisant des produits de soins de santé   | Irlande, Etats-Unis | Medtronic, Inc.                  |
| 21/06/2011  | Nudetron B.V.             | Société engagée dans le développement, la fabrication et la vente de produits utilisés pour le traitement du cancer : solutions d'imagerie, produits de vérification, de simulation et de traitement, outils de planification de traitement, solutions de traitement et applicateurs pour divers sites corporels | Pays-Bas            | Elekta AB                        |
| 23/05/2011  | Stanbio Laboratory L.P.   | Société basée aux États-Unis engagée dans le développement, la fabrication et la distribution de produits de diagnostic clinique   | Etats-Unis          | EKF Diagnostics Holdings Plc     |

Le panel de comparables transactionnels « hors médical » se recoupe partiellement avec celui de l'Évaluateur ; le panel de comparables transactionnels « médical » diffère en revanche de celui de l'Évaluateur.

Selon cette méthode et sur la base des multiples d'EBITDA, la Parité s'établit à :

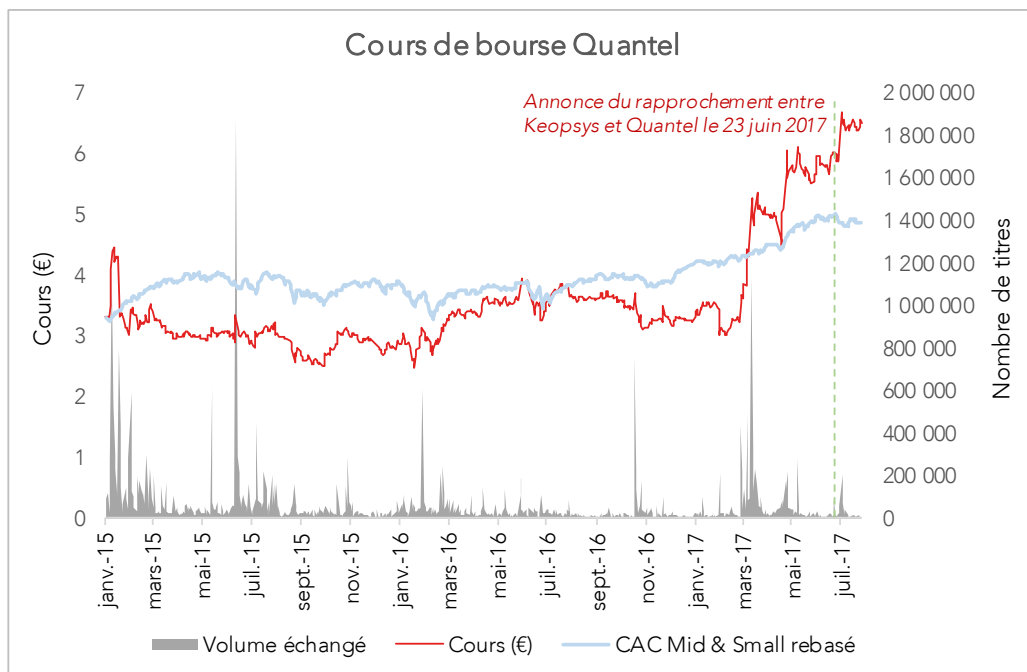
- 54,5% pour le Groupe Keopsys contre 45,5% pour le Groupe Quantel, sur la base des multiples de transactions en 2016 (§ 3.3) ;
- 48,7% pour le Groupe Keopsys contre 51,3% pour le Groupe Quantel, sur la base des multiples de transactions 2015 (§ 3.3).

publiques de 2016 (Source : Journal des OPA, Bilan des offres publiques de l'année 2016) et du premier semestre 2017 (Source : Journal des OPA, Bilan des offres publiques du 1<sup>er</sup> semestre 2017).

Nous avons élargi ces données observées sur le marché français par l'analyse longitudinale intitulée « Primes de contrôle » menée en 2011 par PwC sur une décennie et à l'échelle européenne (acquisition de blocs d'actions de sociétés cotées sur la base de 2.017 transactions réalisées au cours des dix dernières années sur des cibles en Europe de l'Ouest) ; cette étude fait ressortir une prime moyenne sur l'acquisition de blocs de contrôle de 27% (s'échelonnant de 18% pour un capital visé jusqu'à 33,33%, à 36% pour un capital visé de 90% à 100%), relativement stable en dépit des phénomènes de crise et du nombre variable de transactions selon les années.

### 2.3.4. Analyse du cours de bourse de Quantel et des cours cibles

Les actions de Quantel étant cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris, nous présentons à titre d'information, ci-après, leur évolution historique en bourse<sup>63</sup> :



Les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») sur moyenne période<sup>64</sup> de l'action Quantel ressortent dans une fourchette de 4,5 € à 6,0 € :

| Cours de bourse (€) |      |
|---------------------|------|
| Date de référence   |      |
| Spot (23/06)        | 6,03 |
| CMP 1 mois          | 5,88 |
| CMP 3 mois          | 5,59 |
| CMP 6 mois          | 4,90 |
| CMP 12 mois         | 4,46 |
| + haut 12 mois      | 6,12 |
| + bas 12 mois       | 3,01 |

<sup>63</sup> La progression du cours de bourse à compter de mars 2017 fait suite à la présentation des résultats 2016, et est concomitante à la montée au capital de sociétés de gestion et aux annonces de franchissement de seuils (§ 1.2.4).

<sup>64</sup> CMPV calculés au 23 juin 2017 sur une période antérieure de 1 à 12 mois à la date d'annonce de l'opération.

À titre seulement informatif, le cours de Quantel étant peu suivi par les analystes :

- les deux *brokers* ci-dessous recommandent d'acheter le titre Quantel avec un cours cible de 8,7 €<sup>65</sup>, après prise en compte des synergies induites par l'opération pour Genesta Finance, et de 6,9 €<sup>66</sup>, au jour de l'annonce de l'opération pour Invest Securities :

| Cours cible Quantel - € |                   |                |             |            |
|-------------------------|-------------------|----------------|-------------|------------|
| Date                    | Analyste          | Recommandation | Cours cible | Cours spot |
| 11-juil.-17             | Genesta Finance   | Achat          | 8,7         | 6,4        |
| 23-juin-17              | Invest Securities | Achat          | 6,9         | 6,0        |

- antérieurement à l'annonce de l'opération<sup>67</sup>, Invest Securities annonçait un objectif de cours de 4,3 € :

| Cours cible Quantel - € |                   |                |             |            |
|-------------------------|-------------------|----------------|-------------|------------|
| Date                    | Analyste          | Recommandation | Cours cible | Cours spot |
| 1-mars-17               | Invest Securities | Achat          | 4,3         | 3,7        |
| 2-févr.-17              | Invest Securities | Achat          | 3,6         | 3,1        |
| 28-oct.-16              | Invest Securities | Achat          | 3,8         | 3,1        |
| 24-juin-16              | Invest Securities | Achat          | 4,2         | 3,3        |
| 25-févr.-16             | Invest Securities | Achat          | 3,8         | 3,2        |
| 29-janv.-16             | Invest Securities | Achat          | 3,5         | 3,2        |

Les Droits Sociaux Apportés n'étant cotés sur aucun marché boursier, nous ne retenons pas le critère du cours de bourse pour apprécier la pertinence des valeurs relatives des groupes Keopsys et Quantel.

Toutefois, à titre indicatif, les approches croisées combinant une méthode d'évaluation théorique du Groupe Keopsys (DCF Somme des Parties ou multiple boursier 2017) avec la référence au cours de bourse de Quantel<sup>68</sup>, font ressortir les poids relatifs suivants :

- cours de bourse Quantel / DCF Somme des Parties Groupe Keopsys : Parité de 53,9% pour le Groupe Keopsys contre 46,1% pour le Groupe Quantel (§ 3.3) ;

<sup>65</sup> Source : Genesta Equity & Bond Research, 11 juillet 2017.

<sup>66</sup> Source : *Bloomberg*.

<sup>67</sup> Au 1<sup>er</sup> mars 2017.

<sup>68</sup> Nous retenons un cours de bourse Quantel pondéré par les volumes observés 6 mois avant le 23 juin 2017, date d'annonce de l'opération.

- cours de bourse Quantel / Multiple d'EBITDA 2017 Groupe Keopsys : Parité de 45,0% pour le Groupe Keopsys contre 55,0% pour le Groupe Quantel (§ 3.3).

### *2.3.5. Référence aux transactions antérieures à l'opération sur le capital d'Eurodyne et de Quantel*

Nous n'avons finalement pu mobiliser les transactions antérieures à l'opération relatives au transfert d'actionariat d'Eurodyne et à l'augmentation de capital de Quantel (§ 1.1. et § 2.3) qu'au vu des constats suivants :

- l'augmentation de capital avec maintien du DPS intervenue en novembre 2016 au prix de 3,20 € par action ne reflète pas la valeur du Groupe Quantel, dans la mesure où elle a été réalisée avec une décote<sup>69</sup> sur le cours de bourse du titre Quantel, qui borne la valorisation par le bas ;
- le prix par action<sup>70</sup> découlant de l'acquisition d'Eurodyne par Esira, après paiement du complément de prix conduit, par transparence, à une valorisation du Groupe Quantel qui positionne la Parité dans une fourchette de 46,8% à 55,7% pour le Groupe Keopsys contre respectivement 53,2% à 44,3% pour le Groupe Quantel<sup>71</sup> (§ 3.3).

## 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

### 3.1. Méthodes retenues par les Parties pour déterminer la rémunération de l'apport

Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Parties sont décrites ci-avant (§ 2.2). Sur cette base, la rémunération de l'apport réalisé par Esira a été fixée à raison de l'émission de 6.939.441 actions Quantel (§ 1.5.1).

### 3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette

---

<sup>69</sup> Décote de 4,19% par rapport au dernier cours de clôture et de 11,0% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes des 20 derniers cours de clôture avant l'annonce de l'augmentation de capital.

<sup>70</sup> Retraité de la prime de contrôle.

<sup>71</sup> Selon que la valorisation du Groupe Quantel par transparence avec l'acquisition d'Eurodyne par Esira est rapportée à la valorisation du Groupe Keopsys par les multiples d'EBITDA 2017 (§ 2.3.2) ou en DCF Somme des Parties (§ 2.3.1).

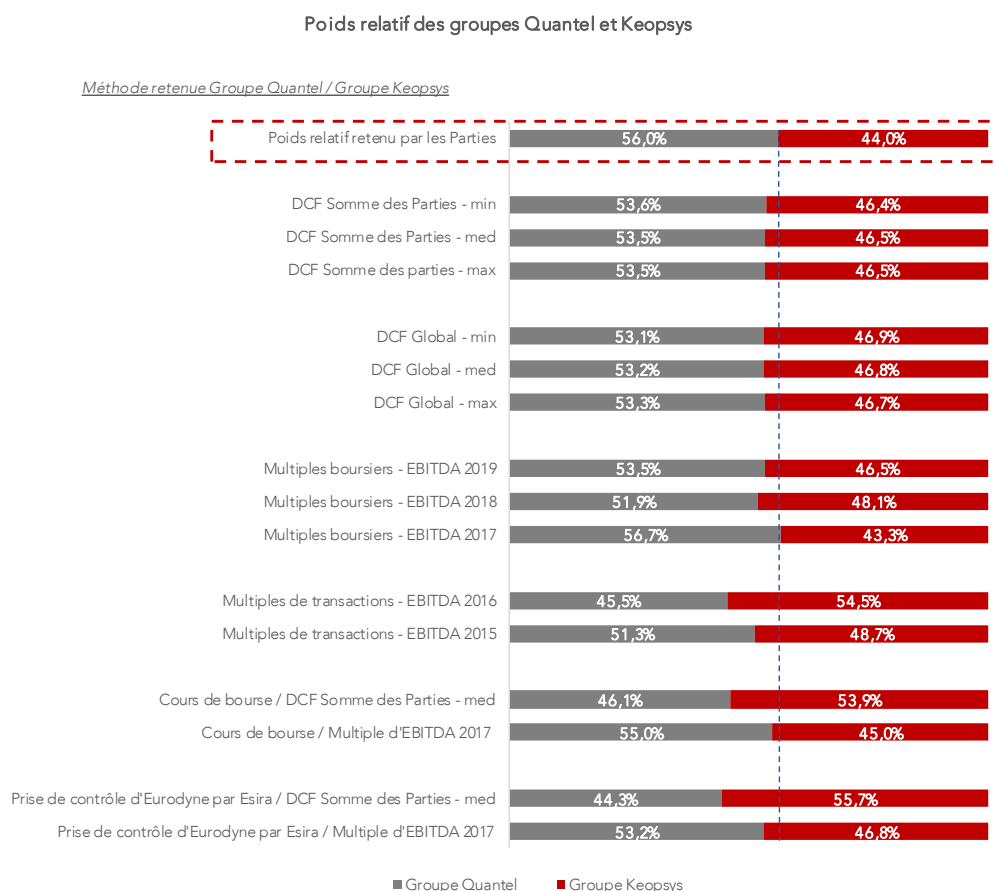
mission pour apprécier le caractère équitable du poids relatif des deux groupes et de la rémunération induite. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits (§ 2.3), que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux Droits Sociaux Apportés et aux actions de la Bénéficiaire.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée.

### 3.3. Appréciation de la rémunération proposée

La rémunération proposée de 6.939.441 actions Quantel induit un poids relatif des groupes Quantel et Keopsys de respectivement **56%** et **44%**. Afin d'apprécier le caractère équitable de cette rémunération, nous avons analysé la Parité en considérant les différentes valeurs obtenues, pour les Sociétés Apportées et pour la Bénéficiaire, dans notre évaluation multicritère ; la Parité en DCF ci-après résulte d'une analyse croisée de la variation du taux d'actualisation<sup>72</sup> et du taux de croissance perpétuelle en valeur terminale<sup>73</sup> :

#### ➤ Poids relatif des deux groupes :



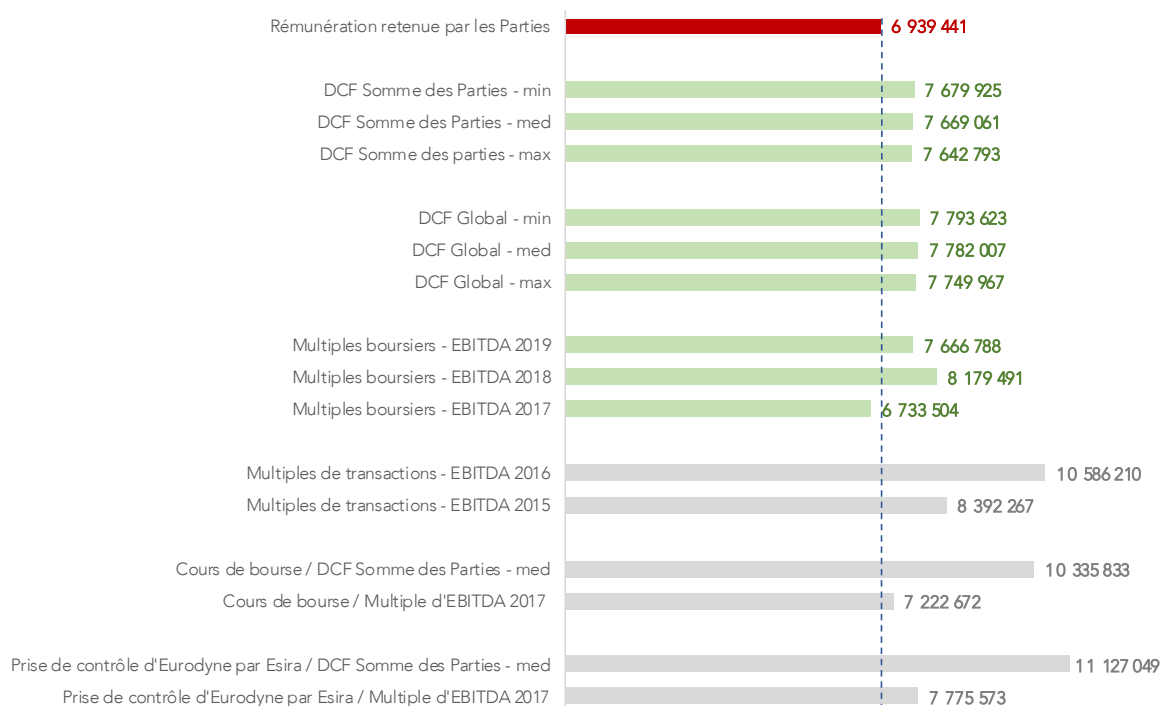
<sup>72</sup> Plus ou moins 0,5% par rapport au taux d'actualisation retenu.

<sup>73</sup> Plus ou moins 0,5% par rapport au taux de croissance perpétuelle retenu.

> Nombre théorique d'actions nouvelles à émettre en rémunération de l'apport :

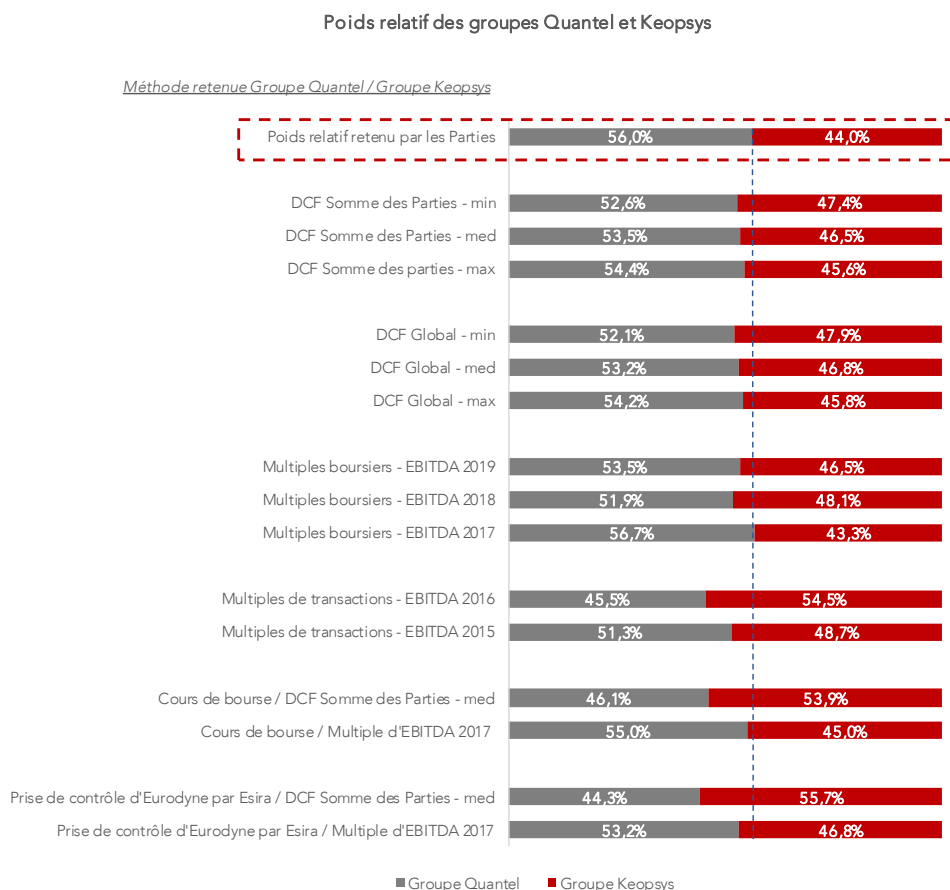
**Analyse de la rémunération**  
**Nombre d'actions nouvelles à émettre par Quantel au profit d'Esira**

*Méthode retenue Groupe Quantel / Groupe Keopsys*



Nous nous sommes également attachés à apprécier la sensibilité de la Parité dans notre modèle de valorisation en DCF aux variations croisées du taux d'actualisation<sup>74</sup>, d'une part, et de la marge d'EBITDA<sup>75</sup> en valeur terminale, d'autre part :

➤ Poids relatif des deux groupes :



<sup>74</sup> Plus ou moins 0,5% par rapport au taux d'actualisation retenu.

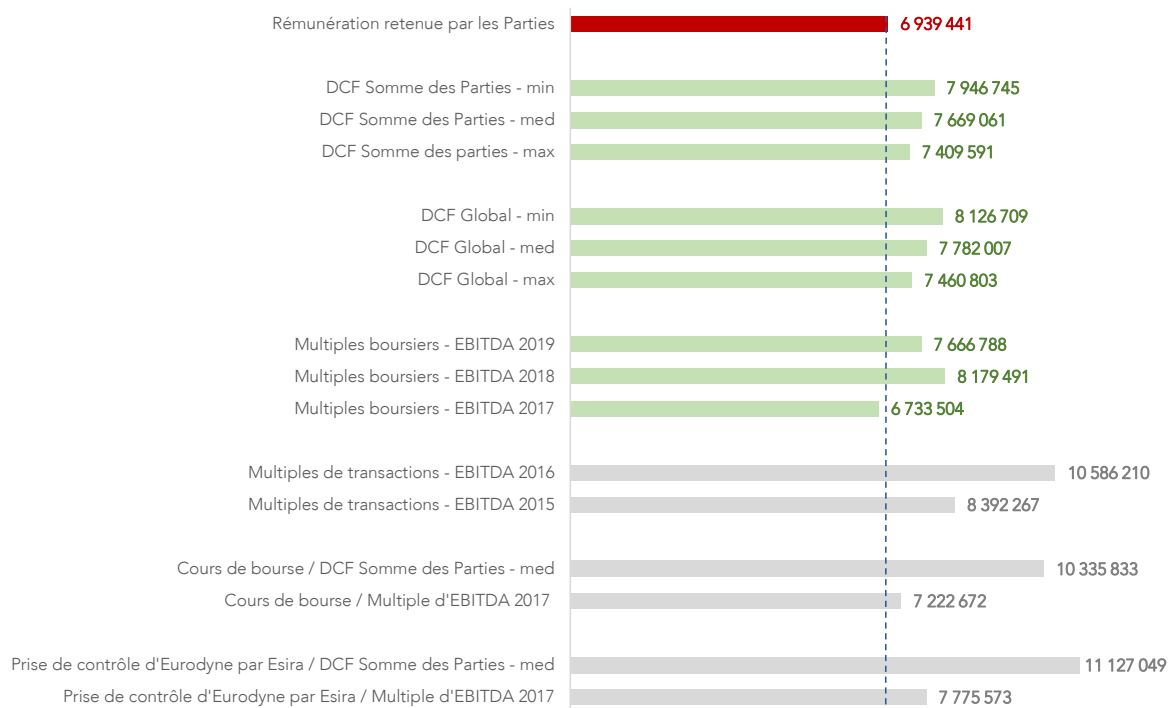
<sup>75</sup> Plus ou moins 1 point par rapport au taux de marge d'EBITDA retenu.



- Nombre théorique d'actions nouvelles à émettre en rémunération de l'apport :

**Analyse de la rémunération  
Nombre d'actions nouvelles à émettre par Quantel au profit d'Esira**

*Méthode retenue Groupe Quantel / Groupe Keopsys*



Au terme de nos analyses de sensibilité et de notre évaluation multicritère, nous constatons que la Parité retenue par les Parties n'est pas défavorable aux actionnaires de Quantel.

## 4. Synthèse

À l'issue de nos diligences et dans le cadre de notre appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée, nous relevons que :

- les méthodes de valorisation retenues par les Parties sont usuelles au regard des activités exercées par les Sociétés Apportées et par la Bénéficiaire ;
- sur le plan méthodologique, les Parties ont respecté le principe d'homogénéité tout en tenant compte des caractéristiques propres aux deux ensembles de sociétés valorisés ;
- les travaux d'évaluation complémentaires et les analyses de sensibilité que nous avons mises en œuvre confortent la rémunération retenue par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Nos diligences nous ont permis de nous assurer de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux Droits Sociaux Apportés, lesquelles s'inscrivent dans le contexte actuel des prévisions d'activité et des données de marché traduites dans les *Business Plans* qui nous ont été communiqués.

A ce jour, la rémunération proposée par les Parties se positionne dans la fourchette des valeurs relatives jugées pertinentes ; elle n'apparaît donc pas défavorable aux actionnaires actuels de Quantel.

## 5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération de l'apport d'actions des sociétés Keopsys, LEA Photonics et Sensup et de parts sociales de la société Veldys, arrêtée par les Parties et conduisant à la création de 6.939.441 actions de la société Quantel, présente un caractère équitable.

Fait à Paris le 18 septembre 2017

Le commissaire aux apports,

LEDOUBLE SAS

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Olivier Cretté".

Olivier CRETTE