



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

WAVESTONE SA

Société anonyme
Tour Franklin 100-101 Terrasse Boieldieu
92042 Paris La Défense Cedex
RCS de Nanterre 377 550 249

Rapport du Commissaire aux apports sur la rémunération de l'apport d'actions de la société Q_PERIOR HOLDING AG devant être effectué au profit de la société WAVESTONE SA

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Nanterre
en date du 8 août 2023*



**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA REMUNERATION DE L'APPORT D' ACTIONS
DE LA SOCIETE Q_PERIOR HOLDING AG DEVANT ETRE EFFECTUE AU PROFIT DE LA
SOCIETE WAVESTONE SA**

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 8 août 2023, concernant l'apport d'actions ordinaires de la société Q_PERIOR HOLDING AG à la société WAVESTONE SA, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport, étant précisé que notre appréciation sur la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

Les actions de la société WAVESTONE SA étant admises aux négociations sur un marché réglementé, le présent rapport sur la rémunération de l'apport est établi par référence à la position-recommandation 2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »).

La rémunération de l'apport a été définie dans le traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 26 octobre 2023 (ci-après le « **Traité d'apport** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à la mission de Commissaire aux apports chargé d'apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux apports et aux actions de la société bénéficiaire des apports sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Il n'est pas stipulé d'avantage particulier dans le cadre de la présente opération.

Notre rapport est à destination des personnes visées par la loi française, en l'espèce les actionnaires de WAVESTONE SA. Il répond aux exigences de cette réglementation, mais pas à celles de la réglementation allemande, dont bénéficient les actionnaires de Q_PERIOR HOLDING AG.

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

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.



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

1. Présentation des parties en présence
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées et aux actions de la société bénéficiaire
3. Synthèse – Points clés
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération envisagée

1.1 Contexte de l'opération

Par un communiqué commun du 25 juillet 2023, WAVESTONE SA (ci-après « **WAVESTONE** » ou la « **Société Bénéficiaire** ») et Q_PERIOR HOLDING AG (ci-après « **Q_PERIOR** ») ont annoncé le projet de rapprochement par échange d'actions. L'accord-cadre définitif de rapprochement entre WAVESTONE et Q_PERIOR (intitulé *Business Combination Agreement*) a été conclu le 31 août 2023 et modifié par un avenant n°1 en date du 26 octobre 2023, entre WAVESTONE et les actionnaires de Q_PERIOR (ci-après l'« **Accord Cadre** »).

Les deux groupes s'étaient déjà rapprochés en 2019 par la conclusion d'un partenariat non capitalistique qui visait à développer des synergies commerciales en tirant parti de leurs complémentarités en termes de couvertures géographiques, de présences sectorielles et d'expertises.

L'objectif du présent rapprochement est de créer un acteur européen de premier plan sur le marché du conseil en poursuivant l'intégration opérationnelle et en complétant avec l'intégration capitalistique.

Il est ainsi envisagé que les actionnaires de Q_PERIOR transmettent l'intégralité des actions de Q_PERIOR qu'ils détiennent, soit un total de 1 428 026 actions¹, à WAVESTONE par voie d'apports (les « **Apporteurs** ») et de cessions (les « **Cédants** »). L'apport en nature porte sur 1 128 195 actions représentant 77,90% du capital de Q_PERIOR (l'« **Apport** »), et la cession porte sur 299 831 actions représentant 20,70% du capital (la « **Cession** ») (ensemble la « **Transaction** »), le reliquat de 1,40% représente 20 304 actions auto-détenues par Q_PERIOR.

Il est également prévu le versement d'un complément de prix d'un montant maximum de 35 M€, uniquement dans le cadre de la cession des titres Q_PERIOR, qui sera versé en espèces par WAVESTONE, conformément à une répartition spécifique entre les Cédants indiquée dans l'Accord Cadre.

A l'issue de la Transaction, WAVESTONE détiendra 100% des actions émises par Q_PERIOR hors actions auto-détenues.

¹ Correspondant au nombre total d'actions Q_PERIOR de 1 448 330, déduction faite des 20 304 actions auto-détenues par Q_PERIOR.



1.2 Présentation des parties en présence

1.2.1 WAVESTONE SA, société bénéficiaire de l'apport

WAVESTONE est une société anonyme dont le siège social est situé Tour Franklin 100-101 Terrasse Boieldieu à Paris La Défense Cedex (92042). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nanterre depuis le 1^{er} décembre 2004 sous le numéro 377 550 249.

Son capital social s'élève à 504 912,30 €, divisé en 20 196 492 actions dont le pair s'élève à 0,025 €, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

Les actions de WAVESTONE sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0013357621.

Selon ses statuts, WAVESTONE a pour objet, « *directement ou indirectement, en France et à l'étranger :*

- *le conseil et accompagnement auprès des entreprises, des particuliers, des collectivités et autres organismes publics ou privés, le conseil en stratégie, organisation, management, gestion, systèmes d'information, ressources humaines, marketing et communication, de la conception à la mise en œuvre, le coaching personnalisé, les services de formation ;*
- *la réalisation de travaux informatiques pour des tiers par l'utilisation de programmes développés spécifiquement ou standards, l'étude, l'assistance technique, le développement, la documentation, l'installation, la maintenance de systèmes informatiques ou de télécommunication, pour des informations sous toutes formes et sur tous supports, et toutes prestations qui s'y rattachent sous toute forme et par tout moyen ;*
- *la création, la mise en place, l'animation de tous réseaux et/ou groupements en vue du développement du ou des concepts appartenant à la société ainsi que la communication du savoir-faire ;*
- *la conception, la propriété, la gestion, la location, la vente de tous brevets et/ou marques ainsi que la concession de toutes licences ;*
- *la prise d'intérêt et la participation par tous moyens dans toutes sociétés et entreprises créées ou à créer pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ;*
- *et plus généralement toutes opérations financières, mobilières ou immobilières, ou toutes prestations pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou susceptible d'en faciliter le développement ou la réalisation. »*

La date de clôture des comptes de WAVESTONE est fixée au 31 mars de chaque année.



Fondée en 1990, la société WAVESTONE commercialise des prestations de conseil en transformation digitale, en *management* et systèmes d'information. Ex-SOLUCOM, le cabinet WAVESTONE est né du rapprochement avec la société KURT SALMON en janvier 2016.

Le groupe a développé une expertise sectorielle et un savoir-faire notamment sur l'expérience client, la data et l'intelligence artificielle, la cybersécurité, la *supply chain*, le développement durable.

La société intervient sur un portefeuille de clients aux secteurs d'activité variés, leaders ou nouveaux entrants, entreprises privées ou publiques. Les principaux clients de WAVESTONE² comprennent EDF, SOCIETE GENERALE, TOTAL ÉNERGIES, CREDIT AGRICOLE, SNCF, etc. L'activité du groupe se répartit de la façon suivante au 31 mars 2023 :

- Banque & Assurance : 34% du chiffre d'affaires ;
- Energies & *Utilities* : 17% du chiffre d'affaires ;
- Secteur public & Institutions internationales : 12% du chiffre d'affaires ;
- Industrie : 10% du chiffre d'affaires ;
- Biens de consommation, Distribution & Luxe : 10% du chiffre d'affaires ;
- Services : 10% du chiffre d'affaires ;
- Transport & Voyages : 7% du chiffre d'affaires.

La société WAVESTONE a réalisé, au 31 mars 2023, un chiffre d'affaires de 532,3 M€ et un résultat opérationnel de 72,7 M€ pour un effectif de 4 406 salariés. La société réalise 80% de son chiffre d'affaires en France, et le reste à l'international.

1.2.2 Q_PERIOR HOLDING AG, société dont les titres sont apportés

Q_PERIOR HOLDING AG (« Q_PERIOR ») est une société par actions (*aktiengesellschaft*) à conseil de surveillance de droit allemand, dont le siège social est situé 28a, Leopoldstrasse 80802 Munich en Allemagne, et dont le numéro d'identification unique est HRB 190228.

Son capital est constitué de 1 448 330 actions dont le pair s'élève à 1 € chacune.

La date de clôture des comptes de Q_PERIOR est fixée au 31 décembre de chaque année.

Q_PERIOR est un cabinet de conseil allemand, détenu par ses fondateurs, dirigeants et *Partners*. Il est né du rapprochement, en 2011, de trois sociétés de conseil en *management & IT* (ESPRIT CONSULTING AG, AGENS CONSULTING GMBH et PARICON AG) et figure aujourd'hui parmi les leaders sur le marché germanophone (Allemagne, Suisse, Autriche).

² Au 31 mars 2023



Les principaux secteurs d'activité de la société sont l'assurance, les voyages, les transports et la logistique, l'automobile et l'industrie, la banque, l'énergie, ainsi que les services publics.

La société s'organise autour de trois divisions opérationnelles qui sont :

- Consulting : services de conseil de gestion et d'informatique ;
- Esprit Engineering : services de développement et d'ingénierie de systèmes logiciels embarqués pour les constructeurs automobiles ;
- *Staffing Solutions* : recrutement de spécialistes externes temporaires pour ses clients.

L'activité de conseil de Q_PERIOR met en œuvre une approche hybride qui combine des ressources internes, avec des employés permanents, et des ressources externes, avec le recrutement d'experts et de consultants temporaires.

La société emploie près de 1 400 employés de façon permanente, et est présente dans 11 pays répartis en Europe et en Amérique du Nord.

1.2.3 Les Apporteurs

Figure en annexe A du Traité d'apport la liste des Apporteurs des titres de Q_PERIOR, comprenant 42 actionnaires sur un total de 44, représentés par Monsieur Karsten HÖPPNER et Monsieur Michael GIRKE.

Ils sont constitués de 10 personnes morales et de 32 personnes physiques.

Huit³ de ces actionnaires qui détiennent près de 84% du nombre total d'actions de Q_PERIOR, ainsi que les actionnaires de contrôle de WAVESTONE⁴, agissant de concert (le Concert), ont conclu un pacte d'actionnaires de WAVESTONE dans le cadre de la Transaction.

1.2.4 Liens en capital entre les parties concernées par l'opération

A la date des présentes, WAVESTONE ne détient aucun lien capitalistique avec Q_PERIOR.

1.3 Modalités générales

Les modalités de réalisation de l'Apport, qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité d'apport, auquel il convient de se référer, peuvent se résumer comme suit.

³ Dont l'un est actionnaire via deux holdings distinctes. L'ensemble de ces actionnaires constitue le « groupe 7B ».

⁴ Familles IMBERT et DANCOISNE-CHAVELAS détenant respectivement post-réalisation de l'Apport 23,24% et 20,92% du capital de WAVESTONE.



Régime juridique de l'Apport

Sur le plan juridique, l'Apport est soumis au régime de droit commun des apports en nature prévu par les dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Régime fiscal

Chaque Apporteur déclare se conformer au régime fiscal qui s'applique à lui au titre de l'Apport.

L'Apport sera enregistré gratuitement en application des dispositions de l'article 810, I du Code Général des Impôts.

Date de réalisation de l'Apport

La réalisation de l'Apport interviendra le jour où la dernière des conditions suspensives visées ci-après (§1.6) sera levée, telle que constatée notamment par une décision des actionnaires de WAVESTONE constatant la réalisation définitive de son augmentation de capital en rémunération de l'Apport (ci-après la « **Date de Réalisation** »).

L'Apport prendra également effet, sur le plan fiscal et comptable, à la Date de Réalisation.

1.4 Description et évaluation de l'Apport

L'Apport est constitué de 1 128 195 actions ordinaires de Q_PERIOR représentant 77,9% des actions ordinaires de Q_PERIOR⁵, de 1 € de pair chacune, et entièrement libérées.

Conformément aux termes du Traité d'apport, chaque action ordinaire de Q_PERIOR apportée sera, à la Date de Réalisation, libre de tout nantissement, droit de tiers, charge ou autre sûreté.

L'Apport est réalisé sur la base de la valeur réelle des actions apportées retenue à 254 331 360€.

Cette valeur a été déterminée sur la base d'une approche multicritères fondée sur des méthodes d'évaluation usuelles compte tenu du secteur d'activité et des spécificités de Q_PERIOR.

1.5 Rémunération de l'Apport

La rémunération de l'Apport est effectuée sur la base de la valeur réelle de l'Apport, soit 254 331 360€, et de la valeur réelle de l'action de la Société Bénéficiaire, soit 54€.

La valeur de l'action WAVESTONE a été déterminée sur la base d'une approche d'évaluation multicritères.

Ainsi, le nombre d'actions WAVESTONE à émettre pour chaque action Q_PERIOR apportée ressort à 4,17 (chiffre arrondi), soit un nombre total d'actions WAVESTONE à émettre de 4 709 840.

⁵ Et 79,0% du nombre total d'actions Q_PERIOR retraité des 20 304 auto-détenues par Q_PERIOR.



La Société Bénéficiaire augmentera donc son capital d'une somme de 117 746 €. Ces actions émises en rémunération de l'Apport porteront jouissance à compter de la Date de Réalisation de l'Apport.

La différence entre (i) la valeur globale de l'Apport, soit 254 331 360 € et (ii) le montant total de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire, soit 117 746 €, constituera une prime d'apport dont le montant s'établira à 254 213 614 €.

Apporteurs	Nombre d'actions apportées	Valeur d'apport (en €)	Nombre d'actions Wavestone émises	Augmentation de capital Wavestone (en €)	Prime d'émission Wavestone (en €)
Sous-total personnes morales	873 985	197 024 292	3 648 598	91 215	196 933 077
Sous-total personnes physiques	254 210	57 307 068	1 061 242	26 531	57 280 537
Total	1 128 195	254 331 360	4 709 840	117 746	254 213 614

1.6 Conditions suspensives

La réalisation de l'Apport est soumise à la levée de l'intégralité des conditions suspensives détaillées dans la section 5 du Traité d'apport :

- (i) « la mise à disposition du rapport du Commissaire aux Apports confirmant que (i) la valeur réelle retenue des apports, sur la base des évaluations respectives de Wavestone et de la Société, n'est pas surévaluée, et que (ii) leur rémunération est équitable ;
- (ii) l'autorisation par le Ministère de l'Economie et des Finances de l'opération dans le cadre du contrôle des investissements étrangers ;
- (iii) l'absence d'un événement significatif défavorable concernant la Société ou Wavestone jusqu'à la veille de la convocation de l'assemblée générale mixte de Wavestone ;
- (iv) l'obtention par Wavestone de waivers bancaires auprès des créanciers concernés ;
- (v) l'obtention d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat accordée par l'AMF ;
- (vi) la mise à disposition du document d'exemption à destination des actionnaires de Wavestone et établi en vue de l'admission aux négociations des Actions Nouvelles en rémunération de l'Apport ;
- (vii) l'adoption par l'assemblée générale mixte de Wavestone des résolutions relatives notamment à i) l'approbation de l'Apport et la Rémunération de l'Apport et à ii) l'émission des Actions Nouvelles ;



(viii) *la conclusion d'un Pacte d'actionnaires entre les actionnaires majoritaires de Wavestone et de la Société.* »

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées et aux actions de la Société Bénéficiaire

2.1 Diligences mises en œuvre

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de WAVESTONE sur les valeurs relatives retenues par les parties afin de déterminer le rapport d'échange et d'en apprécier le caractère équitable. En conséquence, elle ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité au sens des normes professionnelles. 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 donc pas être utilisé dans un tel contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, pour apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées à la Société Bénéficiaire.

Dans ce cadre, nous avons mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- Nous nous sommes entretenus avec les représentants de WAVESTONE et de Q_PERIOR, tant pour prendre connaissance de l'opération et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières, juridiques et fiscales envisagées ;
- Nous avons pris connaissance de l'Accord-Cadre intervenu le 31 août 2023 entre WAVESTONE et les représentants des Apporteurs de Q_PERIOR ;
- Nous avons examiné le Traité d'apport et ses annexes ;
- Nous avons pris connaissance des comptes consolidés de Q_PERIOR au 31 décembre 2022 et du rapport d'audit du Commissaire aux comptes sur ces comptes établis en normes allemandes.
- Nous avons pris connaissance des états financiers consolidés de Q_PERIOR établis au 31 mars 2023 selon les règles IFRS et obtenu le rapport de revue limitée du Commissaire aux comptes sur ces comptes ;
- Nous avons examiné les méthodes de valorisation de l'Apport et de la Bénéficiaire retenues par les parties et avons mis en œuvre notre propre évaluation des actions apportées et de la Bénéficiaire selon une approche multicritères ;



- Nous avons obtenu (i) une lettre d'affirmation signée par les représentants de WAVESTONE d'une part et (ii) une lettre d'affirmation signée par les représentants de Q_PERIOR et les Apporteurs d'autre part, nous confirmant l'exhaustivité des informations transmises à l'occasion de la présente opération ainsi que, à leur connaissance, l'absence d'événement significatif (jusqu'à la date de notre rapport) susceptible de remettre en cause la valeur de l'Apport.

2.2 Valeurs relatives retenues par les parties

2.2.1 Valorisation des actions Q_PERIOR

A l'issue de leur négociation, la valeur des actions de Q_PERIOR, apportées et cédées, a été fixée par les parties à 321,9 m€, soit environ 225,43 € par action Q_PERIOR. Sur ces bases, la valeur des 1 128 195 actions Q_PERIOR apportées ressort à 254 331 360 €.

Les parties ont mis en œuvre une évaluation multicritères de Q_PERIOR qui privilégie les méthodes suivantes :

- Méthode intrinsèque de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) ;
- Méthode analogique des comparables boursiers ;
- Méthode de la somme des parties basée sur les comparables boursiers ;
- Méthode analogique des transactions comparables ;
- L'application aux agrégats de Q_PERIOR des multiples induits par l'objectif de cours de WAVESTONE.

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- L'actualisation des flux de dividendes futurs ;
- La valeur nette comptable et l'actif net comptable réévalué.

La valeur de Q_PERIOR a fait l'objet d'une valorisation multicritères présentée dans le Projet de Document d'Exemption. Cette analyse fait ressortir les valeurs de Q_PERIOR suivantes qui encadrent la valeur d'apport retenue par les parties :



Méthodes		Valeur des fonds propres à 100% et en M€	Valeur des fonds propres à 77,9% (titres Q_PERIODIORS apportés) et en M€
Actualisation des flux de trésorerie	Fourchette basse	395	307
	Fourchette haute	442	344
Comparables boursiers	Fourchette basse	271	211
	Fourchette haute	403	314
Somme des parties	Fourchette basse	326	254
	Fourchette haute	377	294
Transactions comparables	Fourchette basse	347	270
	Fourchette haute	386	301
Valorisation extériorisée par les multiples de Wavestone sur un cours moyen de 54 euros	Fourchette basse	344	268
	Fourchette haute	348	271

2.2.2 Valorisation des actions de la Société Bénéficiaire

Pour fixer le nombre d'actions WAVESTONE à émettre en rémunération de l'Apport, les parties ont retenu, à l'issue de leur négociation, une valeur par action de cette société de 54,00 € correspondant à une valeur des fonds propres de 1 090,6 M€.

Dans ce contexte, les parties ont mis en œuvre une approche multicritères d'évaluation privilégiant les approches et références d'évaluation suivantes :

- La référence au cours de bourse de WAVESTONE sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur les différentes périodes précédant l'annonce de la Transaction ;
- La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers ;
- Une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de WAVESTONE.
- Une approche analogique par référence à un échantillon de sociétés comparables cotées ;
- Une approche analogique par les comparables de transaction (retenue à titre secondaire).

Les parties ont écarté l'actualisation des flux de dividendes théoriques, la référence à l'actif net comptable ainsi qu'à l'actif net réévalué.

Pour mémoire, les résultats de valorisation multicritères de WAVESTONE présentés dans le Projet de Document d'Exemption sont les suivants :

Méthodes		Valeur des fonds propres à 100% et en M€
Actualisation des flux de trésorerie	Fourchette basse	999
	Valeur centrale	1 067
	Fourchette haute	1 145
Comparables boursiers - VE/CA	Fourchette basse	943
	Fourchette haute	1 079
Comparables boursiers - VE/EBITDA	Fourchette basse	1 134
	Fourchette haute	1 361
Objectifs de cours de bourse des analystes de recherche		1 099
Référence au cours de bourse historique	Fourchette basse	925
	Fourchette haute	1 008
Transactions comparables	Fourchette basse	1 170
	Fourchette haute	1 277

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

L'appréciation des valeurs relatives retenues par les parties appelle de notre part les commentaires suivants :

- S'agissant de l'appréciation de la rémunération dans un contexte de négociation entre tiers indépendants, les parties et leurs conseils ont apprécié la rémunération au regard de critères que nous considérons usuels et adaptés au regard des activités et des caractéristiques respectives des sociétés concernées ;
- WAVESTONE et Q_PERIOR interviennent sur le même secteur, l'appréciation de la rémunération suppose donc de mettre en œuvre des méthodes de valorisation adaptées sur la base d'hypothèses homogènes ;
- Il convient de préciser que les parties n'attendent pas de nouvelles synergies significatives de la Transaction compte-tenu du succès du partenariat mis en place en 2019 entre WAVESTONE et Q_PERIOR, visant à développer des synergies commerciales ;
- Les valeurs relatives retenues dans le cadre des approches menées par les parties reposent sur des données antérieures à la date de l'annonce de la Transaction, à savoir le 25 juillet 2023. Si cette approche apparaît cohérente au regard des besoins des parties dans le cadre de la fixation de la rémunération, elle ne permet pas néanmoins de tenir compte des éventuels événements intervenus depuis cette date, susceptibles d'avoir un impact sur les valeurs relatives retenues. Le *management* de WAVESTONE et celui de Q_PERIOR nous ont confirmé par des lettres d'affirmation l'absence d'événements, intervenus depuis cette date, qui soient de nature à remettre en cause les paramètres et les données utilisés par les parties dans le cadre de l'approche intrinsèque pour la fixation de la rémunération.

Dans le cadre de notre mission, nous avons par ailleurs mis en œuvre des approches de valorisation alternatives ou similaires à celles des parties avec nos propres paramètres, par référence à des données actualisées à une date récente, et procédé à des analyses de sensibilité.

Aussi, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritères de Q_PERIOR et de WAVESTONE fondée sur les approches suivantes :

- Une approche fondée sur la valorisation intrinsèque de Q_PERIOR et de WAVESTONE par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF). Cette approche, fondée sur nos propres paramètres d'actualisation, déterminés de façon homogène pour WAVESTONE et Q_PERIOR, a été réalisée à partir des prévisions qui nous ont été communiquées par les directions des deux sociétés ;
- WAVESTONE étant une société cotée dont le titre est liquide et faisant l'objet d'un suivi régulier par des analystes, il nous semble que les références de valorisation boursière de WAVESTONE sont incontournables même en l'absence d'un critère équivalent du côté de Q_PERIOR ;
- Une approche fondée sur la méthode analogique des comparables boursiers. Cette méthode consiste à appliquer les multiples boursiers observés sur des sociétés comparables aux agrégats financiers jugés pertinents de la société analysée, afin d'obtenir sa valeur d'entreprise et sa valeur des fonds propres. Concernant Q_PERIOR nous avons effectué l'analyse pour chaque division opérationnelle ;
- Une approche fondée sur la méthode analogique des comparables transactionnels. Cette méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation extériorisés lors d'opérations récentes portant sur une participation majoritaire de sociétés comparables aux agrégats financiers historiques de Q_PERIOR et de WAVESTONE.

Concernant les méthodes d'évaluation écartées, nous n'avons pas d'observation à formuler sur le fait de n'avoir pas retenu l'actif net comptable, l'actif net comptable réévalué ainsi que l'actualisation des flux futurs de dividendes.

2.3.1 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des derniers comptes publiés par les sociétés concernées, à savoir les comptes consolidés au 31 mars 2023 des deux sociétés.

2.3.2 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Cette méthode 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 évaluée et nous paraît adaptée à la situation de Q_PERIOR et de WAVESTONE, ainsi qu'à leur comparaison.

Nos travaux se sont fondés sur les plans d'affaires établis par les directions des deux sociétés :

- Le plan d'affaires de WAVESTONE établi sur la période 2024-2026 présenté au Conseil d'Administration de WAVESTONE du 24 juillet 2023 ;
- Le plan d'affaires de Q_PERIOR établi sur la période 2024-2026 approuvé par le conseil de surveillance de Q_PERIOR du 24 juillet 2023.

Les plans d'affaires des sociétés ont été, le cas échéant, extrapolés et retraités afin de mettre en œuvre l'approche de valorisation sur des flux déterminés de manière homogène et cohérente avec les éléments retenus par ailleurs dans notre passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, déterminé de manière homogène en fonction des caractéristiques de chacune des sociétés. Les taux d'actualisation retenus sont proches (i) des taux mentionnés dans les notes d'analystes de WAVESTONE qui ont été portées à notre connaissance, (ii) et du taux retenu dans le cadre des tests de dépréciation de WAVESTONE.

Nos tests de sensibilité sur (i) le taux d'actualisation, (ii) la croissance normative et (iii) la marge opérationnelle normative, font ressortir un nombre d'actions WAVESTONE à émettre en rémunération de l'Apport compris entre 5,93 et 5,98 millions.

2.3.3 Cours moyen pondéré par les volumes du titre WAVESTONE

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de l'action Wavestone sur les 12 derniers mois (antérieur au 25 juillet 2023, correspondant à la dernière date de cotation avant l'annonce du rapprochement entre WAVESTONE et Q_PERIOR).

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volume échangé (en M)		Capital échangé (en M)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (25/7/2023)	48,20	5	5	239	239	0,02 %	0,02 %	0,06 %	0,06 %
CMPV 1 mois	49,85	5	109	258	5 410	0,03 %	0,54 %	0,06 %	1,23 %
CMPV 60 jours	47,76	6	338	274	16 155	0,03 %	1,70 %	0,06 %	3,83 %
CMPV 3 mois	47,45	6	392	295	18 587	0,03 %	1,96 %	0,07 %	4,43 %
CMPV 6 mois	46,88	8	961	361	45 068	0,04 %	4,82 %	0,09 %	10,86 %
CMPV 12 mois	45,80	9	2 289	410	104 847	0,04 %	11,48 %	0,10 %	25,79 %
CMPV 24 mois	46,96	10	5 367	489	252 041	0,05 %	26,90 %	0,12 %	60,36 %
Plus haut 12 mois (4/7/2023)	52,00								
Plus bas 12 mois (5/1/2023)	41,50								
Plus haut 24 mois (9/12/2021)	54,60								
Plus bas 24 mois (4/3/2022)	40,60								



Q_PERIOR n'étant pas cotée, nous n'avons pu nous appuyer sur une valeur de marché observable pour la valoriser.

A titre d'information, nous avons aussi analysé le cours de bourse de WAVESTONE depuis le 25 juillet 2023 qui a suivi une tendance haussière et fait ressortir des CMPV de 1 à 6 mois se situant entre 49,3€/par action et 51,3€/par action, au 29 septembre 2023, légèrement supérieurs aux CMPV calculés au 25 juillet 2023.

2.3.4 Approche analogique des comparables boursiers

L'approche par les comparables boursiers consiste à évaluer la société en appliquant à ses agrégats financiers les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables. Nous avons constitué deux échantillons de sociétés présentant des caractéristiques comparables respectivement à WAVESTONE et à Q_PERIOR.

L'échantillon d'acteurs du conseil comparables à WAVESTONE comprend les sociétés suivantes : ALAN ALLMAN ASSOCIATES, ALPHA FINANCIAL MARKETS CONSULTING PLC, BOOZ ALLEN HAMILTON HOLDING CORPORATION, CRA INTERNATIONAL INC et HURON CONSULTING GROUP INC.

Concernant Q_PERIOR, nous avons retenu l'analyse de la somme des parties au niveau de chaque division opérationnelle de la société. L'échantillon retenu est ainsi élargi et comprend les sociétés complémentaires suivantes : ASSYSTEM SA, BERTRANDT AKTIENGESELLSCHAFT, RICARDO PLC, EDAG ENGINEERING GROUP AG, BRUNEL INTERNATIONAL NV, PAGEGROUP PLC, ROBERT WALTERS PLC, STHREE PLC et FDM GROUP (HOLDINGS) PLC.

Nos analyses par l'approche des comparables boursiers font ressortir un nombre d'actions WAVESTONE à émettre en rémunération de l'Apport compris entre 4,79 et 5,58 millions.

2.3.5 Approche analogique des transactions comparables

L'approche analogique des transactions comparables consiste à appliquer les multiples d'évaluation extériorisés par un échantillon de transactions majoritaires récentes sur des sociétés comparables à la société évaluée.

Sur les sept dernières années, nous avons retenu 9 transactions majoritaires dont les sociétés cibles présentent des caractéristiques comparables à WAVESTONE, et 16 transactions majoritaires pour Q_PERIOR.

Notre analyse par l'approche des transactions comparables fait ressortir un nombre d'actions WAVESTONE à émettre en rémunération de l'Apport compris entre 4,19 et 5,25 millions.

2.3.6 Synthèse des valeurs relatives

Les valeurs relatives obtenues à partir de nos travaux d'évaluation selon une approche multicritères sont proches de celles déterminées par les parties.



3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération

3.1 Rémunération de l'Apport retenue par les parties

La parité proposée est de 4,17 (chiffre arrondi) actions nouvelles WAVESTONE pour une action Q_PERIOR apportée, déterminée d'après la valeur de l'Apport d'une part, et celle de l'action de WAVESTONE d'autre part, présentées en §2.2. Elle se traduit par l'émission de 4 709 840 actions WAVESTONE au bénéfice des Apporteurs.

Cette rémunération a été déterminée sur la base des négociations menées entre les parties et qui ont abouti à retenir une valeur de référence de 1 090,6 M€ pour 100% des titres de WAVESTONE et de 321,9 M€ pour 100% des titres apportés et cédés de Q_PERIOR.

3.2 Diligences mises en œuvre

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération de l'Apport.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits (§2.3), à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées et aux actions de la Société Bénéficiaire.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée notamment au travers

- De l'analyse du positionnement de la rémunération par rapport aux valeurs jugées pertinentes ;
- De l'appréhension de l'incidence de la rémunération sur la situation future des actionnaires de WAVESTONE.

3.3 Appréciation et positionnement de la rémunération de l'apport

Afin d'apprécier la rémunération retenue par les parties, nous avons déterminé le nombre d'actions WAVESTONE à émettre en rémunération de l'Apport, en considérant une approche multicritères.

Les valeurs relatives examinées déterminées à partir des critères que nous considérons comme pertinents, conduiraient à émettre un nombre de titres WAVESTONE compris entre 4,19 millions et 5,98 millions, comme résumé dans le tableau qui suit :



	Nombre implicite d'actions Wavestone à émettre en rémunération des Apports (en millions)	
	Fourchette basse	Fourchette haute
Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF)	5,93	5,98
Comparables boursiers	4,79	5,58
Transactions comparables	4,19	5,25
Nombre d'actions à émettre retenu	4,71	

Le nombre d'actions WAVESTONE qui doivent être émises en rémunération, soit 4 709 840, ressort dans la fourchette de notre analyse multicritères et apparaît donc équitable pour les actionnaires actuels de WAVESTONE.

3.4 Incidence de l'opération pour les différents groupes d'actionnaires

A l'issue de l'Apport, les actionnaires de WAVESTONE détiendront une participation au capital et aux droits de vote de WAVESTONE égale à 80,09% du capital social du groupe combiné, soit une dilution de l'ordre de 18,91%.

WAVESTONE accédera en revanche au contrôle de Q_PERIOR.

Par ailleurs, pour les actionnaires de Q_PERIOR qui seront désormais actionnaires d'une société cotée, l'Apport leur permet l'accès à la liquidité différée :

- En application du Pacte d'actionnaires, tel que décrit dans le Projet de Document d'Exemption, les membres du Concert formé par les actionnaires de contrôle de WAVESTONE et les huit principaux actionnaires parmi les Apporteurs, sont soumis à un engagement de conservation de leurs actions WAVESTONE d'une durée de 4 ans à compter de la date de réalisation de la transaction. Cet engagement de conservation est dégressif et permet aux membres du Concert de transférer jusqu'à 20%⁶ de leurs actions WAVESTONE.
- Les autres Apporteurs se sont engagés à conserver leur participation pendant une période de 2 ans à compter de la date de réalisation, sauf accord préalable des membres du Concert. Il est toutefois précisé que ces Apporteurs seront autorisés à transférer jusqu'à 5% de leurs actions WAVESTONE pendant cette période de 2 ans.

⁶ Et dans certains cas particuliers, jusqu'à 40% pour les huit principaux actionnaires de Q_PERIOR.



4. Synthèse – Points clés

En synthèse de notre appréciation, nous souhaitons attirer votre attention sur les points suivants :

- La présente Transaction vise à créer un cabinet de conseil de premier plan d'envergure mondiale, et offrira au groupe WAVESTONE une présence renforcée en Europe continentale (en France, en Allemagne et en Suisse notamment), complétée d'une présence en Amérique du Nord et en Asie ;
- Les parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement et la gouvernance du nouveau groupe, et sont parvenues à un accord annoncé le 25 juillet 2023, qui se traduira par une détention par les actionnaires de WAVESTONE de l'ensemble combiné à hauteur de 80,1% ;
- La rémunération proposée a été déterminée d'après une valeur des titres Q_PERIOR apportés et cédés de 321,9 M€ et d'une valeur de l'action WAVESTONE de 54,00 €, se traduisant par l'émission de 4 709 840 actions WAVESTONE en rémunération de l'Apport. Les travaux d'évaluation qui nous ont été présentés et qui figurent dans le Projet de Document d'Exemption ont été revus par nos soins et nous paraissent appropriés, pour déterminer la valeur des actions de Q_PERIOR apportées, d'une part, et celle de WAVESTONE, d'autre part. Nous avons en outre procédé à nos propres travaux d'évaluation dont les résultats ne remettent pas en cause ceux présentés par les parties. La rémunération retenue par les parties s'inscrit dans la fourchette de valorisation de notre approche multicritères ;
- Enfin, l'opération procure le contrôle de Q_PERIOR à WAVESTONE et permet un accès différé à la liquidité pour les actionnaires de Q_PERIOR, à horizon de quatre ans pour les huit principaux actionnaires de Q_PERIOR et à horizon de deux ans pour les autres actionnaires apporteurs.



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 arrêtée par les parties, qui conduit à émettre 4 709 840 actions WAVESTONE, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 27 octobre 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier PERONNET

Le Commissaire aux apports



GREFFE DU TRIBUNAL DE
COMMERCE DE NANTERRE
SERVICE DES REQUETES
4 RUE PABLO NERUDA
92020 NANTERRE CEDEX

Vos références : 2023008328 / SA Wavestone

ATTESTATION SUR L'HONNEUR D'INDEPENDANCE ET D'IMPARTIALITE

Je soussigné, **FINEXSI Monsieur Olivier Peronnet 14 rue de Bassano 75116 Paris**

Nommé commissaire aux apports par ordonnance du président du tribunal de commerce de Nanterre :

- ✓ certifie n'avoir aucun lien direct ou indirect de nature juridique, financier ou autres avec les dirigeants et les entreprises concernées par cette mission,
- ✓ m'engage à exécuter cette mission conformément à notre code de déontologie professionnelle en respectant les principes fondamentaux de comportement relatifs à l'intégrité, l'objectivité, la compétence, l'indépendance, le secret professionnel et le respect des règles professionnelles.

Fait à Paris....., le 28 août 2023

Signature :