

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT SES ACTIONS INITIEE PAR LA SOCIETE

K EAGLE INVESTMENT

Agissant de concert avec Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement, Holding Linest, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman, Severs & Associés Holding, Madame Valérie Frankiel, Monsieur Jean-François Bonnechère, Keyrus NV, Monsieur Bruno Dehouck et Madame Rebecca Meimoun



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'Offre en date du 18 juillet 2023, apposé le visa n° 23-322 en date du 18 juillet 2023 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Cette Note en Réponse a été établie par K Eagle Investment et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I. du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe HAF, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

La Note de Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Keyrus (<https://keyrus.com/fr>) et peut être obtenue sans frais au siège social de Keyrus, 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret.

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

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
1.2.1. Contexte de l'Offre	5
1.2.2. Motifs de l'Offre	7
1.2.3. Information	7
1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	7
1.3.1. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	7
1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre	8
1.3.3. Procédure de présentation des actions à l'Offre	8
1.3.4. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre	9
1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre	9
1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	10
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	12
2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
2.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
3. INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	19
4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	19
5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	19
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
7. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	19
7.1. PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT	20
7.2. TRAITES D'APPORT	21
7.3. PACTE D'ASSOCIES RELATIF A L'INITIATEUR	22
8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	25
8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	25
8.2. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES	25
8.3. RESTRICTIONS STATUTAIRES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE	26
8.4. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINDER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	26
8.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE	27
8.6. LISTE DES DETENEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	27
8.7. MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	
27	
8.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS	27
8.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration	27
8.8.2. Modification des statuts	28
8.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	28

8.10. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE.....	31
8.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	31
8.12. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MIS EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE	31
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	31
10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	32
ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	33

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, K Eagle Investment, société par actions simplifiée de droit français ayant un capital social de 1 euro, dont le siège social est situé 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 951 729 524 (« **K Eagle Investment** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec (i) Monsieur Eric Cohen (l'« **Actionnaire Majoritaire** »), (ii) BNP Paribas Développement, société anonyme au capital de 128.190.000 euros, dont le siège social est situé 1 boulevard Haussmann, 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348 540 592 (« **BNP Paribas Développement** »), (iii) Holding Linest, société de droit belge dont le siège social est situé 45 rue Edouard Gersis, 1150 Woluwe-Saint-Pierre (Belgique), immatriculée sous le numéro 0656.758.888¹, (iv) Holding KeyTrust, société de droit belge dont le siège social est situé 114 Sterrewachtlaan 1180 Uccle (Belgique), immatriculée sous le numéro 0658.825.483², (v) Monsieur Nicolas Camerman, (vi) Severs & Associés Holding, société de droit belge dont le siège social est situé 2 rue des Palettes, 21400 Nivelles (Belgique), immatriculée sous le numéro 0668.529.344³, (vii) Madame Valérie Frankiel, (viii) Monsieur Jean-François Bonnechère, (ix) Keyrus NV, société de droit belge dont le siège social est situé 3 bte 2 Nijverheidslaan, 1853 Grimbergen (Belgique), immatriculée sous le numéro 0458.237.106⁴, (x) Monsieur Bruno Dehouck et (xi) Madame Rebecca Meimoun (les « **Managers** ») (ensemble, le « **Concert** »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de Keyrus, société anonyme au capital social de 4.319.467,50 euros, dont le siège social est situé 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 400 149 647 et dont les actions sont inscrites aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0004029411 et le mnémonique ALKEY (« **Keyrus** » ou la « **Société** »), d'acquiescer l'intégralité de leurs actions de la Société au prix de 7,0 euros par action (le « **Prix d'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature du Protocole d'Investissement le 6 juin 2023 (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la Note en Réponse).

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, à la connaissance de la Société, l'Initiateur a acquis les actions de la Société ci-dessous au Prix d'Offre :

- 401.376 actions le 12 juin 2023 ;
- 135.857 actions le 13 juin 2023 ;
- 78.043 actions le 14 juin 2023 ;
- 11.219 actions le 15 juin 2023 ;
- 28.572 actions le 16 juin 2023 ;
- 11.071 actions le 19 juin 2023 ;
- 4.562 actions le 20 juin 2023 ;
- 856 actions le 21 juin 2023 ;
- 6.395 actions le 22 juin 2023 ;
- 41.521 actions le 23 juin 2023 ;
- 44.843 actions le 26 juin 2023 ;
- 66.176 actions le 27 juin 2023 ;
- 1.682 actions le 28 juin 2023 ;
- 3.116 actions le 29 juin 2023 ;
- 104.535 actions le 30 juin 2023 ;
- 5.417 actions le 3 juillet 2023 ;
- 2.839 actions le 4 juillet 2023 ; et
- 21.612 actions le 5 juillet 2023.

¹ Holding patrimoniale de Monsieur Marc Stukkens.

² Holding patrimoniale de Monsieur Nicolas Camerman.

³ Holding patrimoniale de Monsieur Christophe Severs.

⁴ Filiale de la Société détenue à 100%.

En tenant compte des acquisitions, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse⁵, l'Initiateur (i) détient, à titre individuel, 11.327.935 actions et droits de vote théoriques de la Société, représentant 65,56% du capital social et 64,67% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) détient, de concert avec les autres membres du Concert, 11.657.459 actions et 11.763.743 droits de vote théoriques de la Société, représentant 67,47% du capital social et 67,16% des droits de vote théoriques de la Société.⁶

L'Offre porte sur la totalité des actions Keyrus qui sont d'ores et déjà émises à la date de la Note en Réponse, soit un nombre de 17.277.870 actions Keyrus, à l'exclusion (i) des 11.327.935 actions Keyrus détenues par l'Initiateur à la date de la Note en Réponse, (ii) des 284.524 actions détenues par certains Managers⁷ et (iii) des 1.379.626 actions Keyrus auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre⁸.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre total de 4.285.785 actions de la Société et 4.462.198 droits de vote théoriques de la Société, représentant 24,81% du capital et 25,48% des droits de vote théoriques de Keyrus (sur la base d'un nombre total de 17.277.870 actions et de 17.515.567 droits de vote théoriques au 18 juillet 2023).

Le Prix d'Offre est de 7,0 euros par action Keyrus. Il est précisé qu'au cours des douze derniers mois, à la connaissance de la Société, l'Initiateur et les autres membres du Concert n'ont procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition d'actions de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Banque Degroof Petercam (l'« **Établissement Présentateur** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre, qui revêt un caractère obligatoire, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF, et sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation.

L'Offre sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Keyrus ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 1.3 de la Note en Réponse.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'Offre

La Société poursuit, avec ses filiales directes et indirectes, une activité de services numériques consistant notamment en la fourniture de conseils informatiques et électroniques, la conception,

⁵ Il est précisé qu'à la date de la Note en Réponse, 10.358.243 actions Keyrus, représentant 59,95% du capital de la Société, ont été apportées à l'Initiateur (se référer à la section 7.1 de la Note en Réponse).

⁶ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 17.277.870, et d'un nombre total de droits de vote théoriques s'élevant à 17.515.567, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 18 juillet 2023.

⁷ Conformément aux termes de l'avenant au Protocole d'Investissement conclu le 17 juillet 2023, Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman et Severs & Associés Holding se sont respectivement engagés à apporter en nature, au plus tard le 30 septembre 2023, 77.024, 100.000, 7.500 et 100.000 actions Keyrus qu'ils détiennent au bénéfice de l'Initiateur.

⁸ Il est précisé que Madame Valérie Frankiel (i) a apporté, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, 40.000 actions Keyrus à l'Initiateur par voie d'apport en nature à la date de la Note en Réponse et (ii) a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 45.000 actions Keyrus assorties de droits de vote double, de sorte que ces 45.000 actions Keyrus sont visées par l'Offre.

production, réalisation commercialisation et distribution de produits informatiques, l'installation, la maintenance et l'exploitation de matériels, de logiciels ou de systèmes informatiques ou de transport ou de traitement de données.

Monsieur Eric Cohen, fondateur, président directeur général et actionnaire majoritaire de Keyrus, a décidé de constituer la société K Eagle Investment le 17 avril 2023 dans le cadre du projet d'acquisition de l'intégralité du capital social de Keyrus par voie d'offre publique d'achat simplifiée initiée par K Eagle Investment suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et de la radiation des actions Keyrus du marché Euronext Growth Paris.

L'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers ont conclu le 6 juin 2023 un protocole d'investissement relatif à l'Offre et aux conditions de leur investissement dans la société K Eagle Investment (le « **Protocole d'Investissement** »).

La signature du Protocole d'Investissement a été constitutive d'une mise en concert déclarée entre les membres du Concert et a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 6 juin 2023 et d'un avis AMF en date du 6 juin 2023.

Pour les besoins du financement de l'Offre :

- l'Initiateur a obtenu, concomitamment à la signature du Protocole d'Investissement, la mise en place d'un financement bridge d'un montant total en principal de 27 millions d'euros consenti par la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Brie Picardie (le « **Prêt Relais** ») au titre d'un contrat de crédit relais conclu le 6 juin 2023 entre l'Initiateur et la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Brie Picardie (le « **Contrat de Crédit** ») ; et
- BNP Paribas Développement a consenti, le 6 juin 2023, une avance en compte courant d'associé auprès de l'Initiateur pour un montant de 14 millions d'euros (l' « **Avance en Compte Courant** ») après avoir fait l'acquisition de 1 action de l'Initiateur auprès de Monsieur Eric Cohen à un prix égal à sa valeur nominale (i.e., 0,10 euro).

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur a acquis, entre le 12 juin 2023 et le 17 juillet 2023, 969.692 actions Keyrus sur le marché au prix de 7,0 euros par action, conformément aux conditions posées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

À la suite de ces acquisitions et à la date de la Note en Réponse⁹, l'Initiateur (i) détient, à titre individuel, 11.327.935 actions et 11.327.935 droits de vote théoriques de la Société, représentant 65,56% du capital social et 64,67% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) détient, de concert avec les autres membres du Concert, 11.657.459 actions et 11.763.743 droits de vote théoriques de la Société, représentant 67,47% du capital social et 67,16% des droits de vote théoriques de la Société

A la date de la Note en Réponse¹⁰, le capital et les droits de vote de l'Initiateur sont répartis comme suit sur une base diluée :

Associés	Nombre d'actions ordinaires	Nombre d'actions ordinaires gratuites	% du capital et des droits de vote
Monsieur Eric Cohen	351.109.509	0	80,11%
BNP Paribas Développement	70.000.001	0	15,97%
Managers du groupe Keyrus	11.429.005	5.740.000	3,92%

⁹ Il est précisé qu'à la date de la Note en Réponse, 10.358.243 actions Keyrus, représentant 59,95% du capital de la Société, ont été apportées à l'Initiateur (se référer à la section 7.1 de la Note en Réponse).

¹⁰ Il est précisé qu'à la date de la Note en Réponse, plusieurs opérations concernant le capital de l'Initiateur ont été réalisées (se référer à la section 7.1 de la Note en Réponse).

Total	432.538.515	5.740.000	100%
--------------	--------------------	------------------	-------------

Le conseil d'administration de la Société a constitué, le 19 janvier 2023, un comité *ad hoc* composé de trois membres dont deux indépendants (au sens du code de gouvernement d'entreprise Middledent) :

- Monsieur Philippe Lansade, administrateur indépendant, président du comité *ad hoc*,
- Monsieur Claude Benmussa, administrateur indépendant, et
- Monsieur Eric Cohen, administrateur.

Le comité *ad hoc* a été constitué avec pour mission (i) de proposer au conseil d'administration la désignation de l'expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et (iii) de préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre.

Sur recommandation du comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a désigné, le 20 février 2023, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4°, II et III du règlement général de l'AMF.

1.2.2. Motifs de l'Offre

Dans la mesure où la liquidité du titre Keyrus reste limitée, que les contraintes réglementaires et administratives ainsi que les coûts liés à la cotation pèsent de plus en plus lourd pour Keyrus, l'opération permettrait aux équipes de direction de Keyrus de se concentrer sur la stratégie et le développement du groupe Keyrus tout en offrant une liquidité immédiate aux actionnaires de Keyrus à un prix attractif.

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime de 58,7% sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Keyrus au 5 juin 2023 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Offre) et de respectivement 60,5% et 62,4% sur les moyennes des cours des 20 et 60 derniers jours pondérés par les volumes précédant l'annonce de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre sont détaillés à la section 3 de la note d'information de l'Initiateur.

1.2.3. Information

L'information faisant l'objet de la présente Note en Réponse permet de rétablir, en tous points significatifs et en tant que de besoin, l'égalité d'accès entre les différents actionnaires et investisseurs à l'information relative à la Société.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse¹¹, l'Initiateur (i) détient, à titre individuel, 11.327.935 actions et 11.327.935 droits de vote théoriques de la Société, représentant 65,56% du capital social et 64,67% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) détient, de concert avec les autres membres du Concert, 11.657.459 actions et 11.763.743 droits de vote théoriques de la Société, représentant 67,47% du capital social et 67,16% des droits de vote théoriques de la Société.¹²

L'Offre porte sur la totalité des actions Keyrus qui sont d'ores et déjà émises à la date de la Note en Réponse, soit un nombre de 17.277.870 actions Keyrus, à l'exclusion (i) des 11.327.935 actions Keyrus détenues par l'Initiateur à la date de la Note en Réponse, (ii) des 284.524 actions détenues par certains

¹¹ Il est précisé qu'à la date de la Note en Réponse, 10.358.243 actions Keyrus, représentant 59,95% du capital de la Société, ont été apportées à l'Initiateur (se référer à la section 7.1 de la Note en Réponse).

¹² Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 17.277.870, et d'un nombre total de droits de vote théoriques s'élevant à 17.515.567, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 18 juillet 2023.

Managers¹³ et (ii) des 1.379.626 actions Keyrus auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre¹⁴.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre total de 4.285.785 actions de la Société.

Il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre ainsi que le projet de note d'information de l'Initiateur relatif à l'Offre auprès de l'AMF le 8 juin 2023.

L'AMF a publié ce même jour un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 233-1, 1° du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réalisée suivant la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société les actions Keyrus qui seront apportées à l'Offre, au prix de 7,0 euros par action, pendant une période de 10 jours de négociation.

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

L'AMF a publié sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note en Réponse. L'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre.

La Note en Réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui la Société et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents a été diffusé par la Société

1.3.3. Procédure de présentation des actions à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat de l'Offre.

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

¹³ Conformément aux termes de l'avenant au Protocole d'Investissement conclu le 17 juillet 2023, Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman et Severs & Associés Holding se sont respectivement engagés à apporter en nature, au plus tard le 30 septembre 2023, 77.024, 100.000, 7.500 et 100.000 actions Keyrus qu'ils détiennent au bénéfice de l'Initiateur.

¹⁴ Il est précisé que Madame Valérie Frankiel (i) a apporté, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, 40.000 actions Keyrus à l'Initiateur par voie d'apport en nature à la date de la Note en Réponse et (ii) a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 45.000 actions Keyrus assorties de droits de vote double, de sorte que ces 45.000 actions Keyrus sont visées par l'Offre.

Les actionnaires qui souhaitent apporter leurs actions Keyrus à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions Keyrus un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre des actions Keyrus, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre selon les modalités décrites aux sections ci-dessous.

Les actions de la Société détenues au nominatif devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre qui sera réalisée par achats sur le marché Euronext Growth Paris.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions Keyrus à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

Banque Degroof Petercam, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pendant la période d'Offre, pour le compte de l'Initiateur, des actions Keyrus qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.3.4. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre

À compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur a procédé à des acquisitions d'actions Keyrus conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF. Ces acquisitions ont été déclarées à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement des avis annonçant la date d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

8 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information de l'Initiateur.
30 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant) ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF du projet de note en réponse de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
10 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Signature des traités d'apport relatifs aux Apports en Nature ; - Signature du rapport du commissaire aux apports relatif aux Apports en Nature.

18 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de l'Initiateur de la note d'information de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la Note en Réponse de la Société ; - Dépôt auprès de l'AMF des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société ; - Réalisation des Apports en Nature au bénéfice de l'Initiateur ; - Réalisation de l'Investissement en Numéraire ; - Attribution Gratuite des AO au niveau de l'Initiateur ; - Signature du Pacte d'Associés.
19 juillet 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur et de l'AMF du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document « Autres Informations » de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la Note en Réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société ; - Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ; - Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
20 juillet 2023	Ouverture de l'Offre.
2 août 2023	Clôture de l'Offre.
3 août 2023	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
Dès que possible après la publication des résultats	Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des actions Keyrus du marché Euronext Growth Paris, le cas échéant.

1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La Note en Réponse n'est pas destinée à être distribué dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Les actionnaires de Keyrus en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne le leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la Note en Réponse peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la Note en Réponse doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question. La Société rejette toute responsabilité en cas de violation par toute personne de

restrictions qui lui sont applicables. La Note en Réponse ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, enregistrement ou visa en dehors de France. La Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone ou courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire de la Note en Réponse, aucun autre document lié à la Note en Réponse ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'est pas une « US Person » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie de la Note en Réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses actions et (v) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de l'Initiateur, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion). En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date de la Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Eric Cohen, président du conseil d'administration ;
- Madame Rebecca Meimoun, administratrice ;
- Madame Laetitia Adjadj, administratrice ;
- Monsieur Philippe Lansade, administrateur indépendant ; et
- Monsieur Claude Benmussa, administrateur indépendant.

Il est par ailleurs précisé que la direction de la Société est assurée par Monsieur Eric Cohen en qualité de président directeur général de la Société.

2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a constitué, le 19 janvier 2023, un comité *ad hoc* (le « **Comité ad hoc** »), composé de trois membres dont deux indépendants (au sens du code de gouvernement d'entreprise Middlenext) :

- Monsieur Philippe Lansade, administrateur indépendant, président du Comité *ad hoc*,
- Monsieur Claude Benmussa, administrateur indépendant, et
- Monsieur Eric Cohen, administrateur.

Le Comité *ad hoc* a été constitué avec pour mission (i) de proposer au conseil d'administration la désignation de l'expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et (iii) de préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre.

Sur recommandation du Comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a désigné, le 20 février 2023, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4°, II et III du règlement général de l'AMF.

Les membres du Comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 29 juin 2023, sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour Keyrus, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Eric Cohen, en sa qualité de président du conseil d'administration.

L'avis motivé du conseil d'administration de la Société a été adopté à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris les membres indépendants, étant précisé que Monsieur Eric Cohen et Madame Rebecca Meimoun ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

L'avis motivé du conseil d'administration de la Société rendu le 29 juin 2023 est reproduit *in extenso* ci-après :

« Le conseil d'administration de Keyrus (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 7,0 euros par action (l'« **Offre** »), initié par K Eagle Investment (l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement, Holding Linest, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman, Severs & Associés Holding, Madame Valérie Frankiel, Monsieur Jean-François Bonnechère, Keyrus NV, Monsieur Bruno Dehouck et Madame Rebecca Meimoun (le « **Concert** »).

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Président rappelle également que, conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de Keyrus a décidé, le 19 janvier 2023, de constituer un comité *ad hoc* (le « **Comité ad hoc** »), composé de trois membres dont deux indépendants (au sens du code de gouvernement d'entreprise Middlenext) :

- Monsieur Philippe Lansade, administrateur indépendant, président du Comité *ad hoc*,
- Monsieur Claude Benmussa, administrateur indépendant, et
- Monsieur Eric Cohen, administrateur.

Le Comité *ad hoc* a été constitué avec pour mission (i) de proposer au conseil d'administration la désignation de l'expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et (iii) de préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre.

Le Président rappelle ensuite que le conseil d'administration, réuni le 20 février 2023, a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, étant précisé que Monsieur Eric Cohen a souhaité ne pas prendre part au vote compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel il se trouve, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF.

Il est également rappelé que l'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature d'un protocole d'investissement le 6 juin 2023 dont les principaux termes sont détaillés au sein de la section 7.1 du projet de note en réponse établi par la Société (le « **Protocole d'Investissement** »).

L'Offre sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Keyrus ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans la mesure où la liquidité du titre Keyrus reste limitée, que les contraintes réglementaires et administratives ainsi que les coûts liés à la cotation pèsent de plus en plus lourd pour Keyrus, l'opération permettrait aux équipes de direction de Keyrus de se concentrer sur la stratégie et le développement du groupe Keyrus tout en offrant une liquidité aux actionnaires de Keyrus à un prix attractif.

Monsieur Eric Cohen et Madame Rebecca Meimoun indiquent ensuite que compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent dans la mesure où ils agissent de concert avec l'Initiateur, ils ne s'exprimeront pas en laissant les autres membres du conseil d'administration débattre, et voteront sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

Préalablement à la réunion de ce jour, les administrateurs ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé concernant le projet d'Offre :

- le communiqué de presse de la Société publié le 6 juin 2023 relatif à l'annonce du projet d'Offre ;

- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 8 juin 2023, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur et garant, Banque Degroof Petercam ;
- l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 7,0 euros par action de la Société ;
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société devant être déposé auprès de l'AMF le 30 juin 2023, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Crowe HAF et de l'avis motivé du conseil d'administration.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 20 février 2023, sur recommandation du Comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre. Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés par le Comité *ad hoc* lors de la présentation de ses diligences.

Le Président indique que le Comité *ad hoc* a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, résume alors les conclusions de ses travaux au conseil d'administration :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes / Décotes offertes par le prix de l'Offre de 7,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	5,89 €	6,41 €	6,97 €	6,73 €	4,0%
Méthode des comparables boursiers	3,51 €	n.a.	6,34 €	6,55 €	6,8%
Méthode des transactions comparables	5,64 €	n.a.	6,08 €	7,07 €	-0,9%
Méthode des transactions significatives sur le capital	n.a.	7,00 €	n.a.	7,00 €	0,0%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 5 juin 2023)		4,41 €		4,41 €	58,7%
Cours moyen pondéré 20 jours**		4,36 €		4,36 €	60,6%
Cours moyen pondéré 60 jours**		4,31 €		4,31 €	62,4%
<i>Cours moyen pondéré 120 jours**</i>		4,44 €		4,44 €	57,7%
<i>Cours moyen pondéré 180 jours**</i>		4,28 €		4,28 €	63,6%
<i>Cours moyen pondéré 250 jours**</i>		4,23 €		4,23 €	65,5%
Autre critère de référence :					
Actif net comptable au 31/12/2022	n.a.	2,51 €	n.a.	n.a.	n.a.

n.a. : non applicable

***calcul des cours moyen pondérés au 05/06/2023*

Il est rappelé que Monsieur Eric Cohen, fondateur, président directeur général et actionnaire majoritaire de Keyrus, a décidé de constituer la société K Eagle Investment le 17 avril 2023 dans le cadre du projet d'acquisition de l'intégralité du capital social de Keyrus par voie d'offre publique d'achat simplifiée initiée par K Eagle Investment.

L'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers ont conclu le 6 juin 2023 un protocole d'investissement relatif à l'Offre et aux conditions de leur investissement dans la société K Eagle Investment.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les opérations en capital suivantes seront réalisées à la date de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre (ou, au plus tard, dans les deux jours ouvrés suivant la date de ladite décision) :

- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital par l'émission d'actions ordinaires K Eagle Investment au bénéfice de Monsieur Eric Cohen et des Managers en rémunération d'apports en nature d'actions Keyrus valorisées au Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus ;*
- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital de K Eagle Investment en numéraire au profit de BNP Paribas Développement pour un montant total de 14 millions d'euros, réalisée aux mêmes conditions que la rémunération des apports en nature ci-dessus par transparence avec le Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus.*

Le prix d'offre de 7,00€ aujourd'hui proposé aux actionnaires minoritaires est similaire à celui qui découle par transparence de ces augmentations de capital.

L'Offre revêt un caractère obligatoire, en raison du franchissement par les membres du Concert du seuil de détention de 30% du capital et des droits de vote de Keyrus résultant de la signature, le 6 juin 2023, du Protocole d'Investissement constitutive d'une action de concert. Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires minoritaires.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 7,00€ par action, égale au Prix d'Offre.

En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Keyrus. Elle permet aux actionnaires de Keyrus qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Keyrus fait ressortir des valeurs :

- de 6,73€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- de 6,55€ pour la méthode des comparables boursiers ;*
- de 7,07€ pour la méthode des transactions comparables ;*
- de 7,00€ pour la méthode des transactions significatives sur le capital ;*
- de 4,31€ (cours moyen 60 jours) à 4,36€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 4,41€ pour le cours spot au 5 juin 2023, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.*

Le prix offert de 7,00€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 4,0% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- présente une prime de 6,8% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;*
- présente une décote de 0,9% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;*
- présente une prime nulle sur la valeur issue de la méthode des transactions significatives sur le capital ;*
- présente des primes de 58,7% (cours de clôture au 5 juin 2023) à 62,4% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse.*

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime importante sur les différentes moyennes de cours de bourse calculées ainsi que le dernier cours avant l'annonce de l'opération (5 juin 2023). Le prix offert présente par ailleurs de légères primes sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et par la méthode analogique des comparables boursiers mises en œuvre. Il extériorise une très légère décote suivant la méthode des transactions comparables. Par ailleurs, le prix est similaire à celui découlant des opérations décrites ci-avant, conclues à la Date de Réalisation au bénéfice de Monsieur Eric Cohen, des Managers ainsi que de BNP Paribas Développement.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 7,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie du Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Keyrus. »

Travaux et recommandation du Comité ad hoc

Monsieur Philippe Lansade, en sa qualité de président du Comité *ad hoc*, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

Le Comité *ad hoc* indique que quatre cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces quatre experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité *ad hoc* sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle de Crowe HAF.

Le cabinet Crowe HAF a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le conseil d'administration s'est réuni le 20 février 2023 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, étant précisé que Monsieur Eric Cohen a souhaité ne pas prendre part au vote compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel il se trouve, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivilers, en qualité d'expert indépendant.

Travaux du Comité ad hoc et interactions avec l'expert indépendant

- Le 14 avril 2023, le Comité *ad hoc* a tenu sa première réunion par visioconférence avec l'expert indépendant qui a présenté au Comité *ad hoc* son programme de travail. Le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui pouvaient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. Une liste des documents nécessaires à la bonne réalisation de la mission de l'expert indépendant a été revue.
- Entre le 29 avril et le 8 juin 2023, plusieurs échanges ont eu lieu entre les membres du Comité *ad hoc* et l'expert indépendant pour faire le point sur l'avancement des travaux de ce dernier. L'expert indépendant a présenté ses résultats préliminaires et a discuté avec les membres du Comité *ad hoc* des différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'expert indépendant. L'expert indépendant a fait un point sur les entretiens déjà réalisés et sur les informations et documents nécessaires à l'exécution de ses travaux.
- Le 29 juin 2023, le Comité *ad hoc* s'est réuni, en amont du conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, avec l'expert indépendant pour faire un point sur les travaux de ce dernier et notamment sur les différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'expert indépendant, les entretiens réalisés et les informations et documents qui ont été nécessaires à l'exécution de ses travaux. Le Comité *ad hoc* a procédé à la revue du rapport définitif de l'expert indépendant et a finalisé ses recommandations au conseil d'administration afin qu'il puisse émettre un avis motivé sur l'Offre.
- Le Comité *ad hoc* s'est notamment assuré que l'expert indépendant a pu mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et qu'il a eu en sa possession l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission.

- Le Comité *ad hoc* s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant correspondait au dernier plan d'affaires présenté au conseil d'administration.
- Le Comité *ad hoc* a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Le Comité *ad hoc* a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information. Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, il recommande au conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du conseil d'administration

Le conseil d'administration prend acte des travaux du Comité *ad hoc* et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, eu égard notamment aux intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois (telles que détaillées dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur), le conseil d'administration relève que :

- dans la mesure où la liquidité du titre Keyrus reste limitée, que les contraintes réglementaires et administratives ainsi que les coûts liés à la cotation pèsent de plus en plus lourd pour Keyrus, l'opération permettrait aux équipes de direction de Keyrus de se concentrer sur la stratégie et le développement du groupe Keyrus ;
- l'opération permettrait aux équipes de direction de Keyrus de se concentrer sur la stratégie et le développement du groupe Keyrus tout en offrant une liquidité aux actionnaires de Keyrus à un prix attractif. Dans ce cadre, le Concert a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Keyrus telles que décrites dans le plan d'affaires de la Société et n'a pas l'intention de modifier le modèle opérationnel de Keyrus, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;
- l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, au plan financier, le conseil d'administration relève que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;
- les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime de 58,7% sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Keyrus au 5 juin 2023 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Offre) et de respectivement 60,5% et 62,4% sur les moyennes des cours des 20 et 60 derniers jours pondérés par les volumes précédant l'annonce de l'Offre ;
- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 7,0 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre. Le Comité *ad hoc* partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières proposées dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;
- en matière de dividendes, l'Initiateur indique que « *la Société n'a pas procédé à des distributions de dividendes depuis plusieurs années. Sans préjudice des engagements pris par la Société au titre d'un contrat de subordination conclu le 20 décembre 2022, la politique de distribution de*

dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction de ses capacités distributives, de sa situation financière et de ses besoins financiers. »

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

- l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit « *dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi. Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société. »*

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux administrateurs de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent.

Monsieur Eric Cohen et Madame Rebecca Meimoun ont indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Keyrus qu'ils détiennent dans la mesure où ils se sont engagés, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, à apporter l'ensemble des actions Keyrus qu'ils détiennent à l'Initiateur par voie d'apports en nature à la Date de Réalisation.

Par ailleurs, Madame Laetitia Adjadj, Monsieur Philippe Lansade et Monsieur Claude Benmussa ont indiqué qu'ils ne détiennent aucune action Keyrus de sorte qu'aucun administrateur de la Société n'apportera d'actions Keyrus à l'Offre.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur Banque Degroof Petercam, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) des conclusions et recommandations du Comité *ad hoc* et (v) des éléments figurant ci-dessus, le conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, étant précisé que Monsieur Eric Cohen et Madame Rebecca Meimoun ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité *ad hoc*, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- de ne pas apporter à l'Offre les 1.379.626 actions auto-détenues par la Société, conformément aux stipulations du Protocole d'Investissement ;
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président Directeur Général à l'effet de :
 - i. finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - ii. préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - iii. signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - iv. plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

3. INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

La signature du Protocole d'Investissement a donné lieu à une information du comité social et économique de la Société le 6 juin 2023, étant toutefois précisé que conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure d'information-consultation d'un comité social et économique en cas d'offre publique d'achat n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la société cible.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Monsieur Eric Cohen et Madame Rebecca Meimoun ont indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Keyrus qu'ils détiennent dans la mesure où ils se sont engagés, conformément aux termes du Protocole d'Investissement, à apporter l'ensemble des actions Keyrus qu'ils détiennent à l'Initiateur par voie d'apports en nature à la Date de Réalisation (se référer à la section 7.1 de la Note en Réponse).

Par ailleurs, Madame Laetitia Adjadj, Monsieur Philippe Lansade et Monsieur Claude Benmussa ont indiqué qu'ils ne détiennent aucune action Keyrus, de sorte qu'aucun administrateur de la Société n'apportera d'actions Keyrus à l'Offre.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, 1.379.626 actions sont auto-détenues par la Société.

Il est précisé que la Société a procédé à la suspension de l'exécution du contrat de liquidité confié à CIC Market Solutions à compter du 6 juin 2023 et pendant toute la durée de l'Offre.

Le conseil d'administration de la Société réuni en date du 29 juin 2023 a décidé que les 1.379.626 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre, et ne seront donc par conséquent pas visées par l'Offre.¹⁵

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 11 janvier 2023, le conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du Comité *ad hoc*, et conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 29 juin 2023, est reproduit dans son intégralité en Annexe, et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

7. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Sous réserve des différents accords mentionnés à la présente section 7 de la Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Ces différents accords ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix, ni aucune clause de prix de sortie garanti.

¹⁵ Conformément aux stipulations du Protocole d'Investissement.

7.1 PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT

Comme indiqué à la section 1.2.1 de la Note en Réponse, le Protocole d'Investissement a été signé le 6 juin 2023 entre les membres du Concert dans le cadre du projet d'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité du capital social de la Société.

Conformément aux termes de l'avenant au Protocole d'Investissement conclu le 17 juillet 2023, Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman et Severs & Associés Holding se sont respectivement engagés à apporter en nature, au plus tard le 30 septembre 2023, 77.024, 100.000, 7.500 et 100.000 actions Keyrus qu'ils détiennent au bénéfice de l'Initiateur.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement (tel que modifié par l'avenant susvisé), la réalisation des opérations suivantes décrites ci-dessous est intervenue à la date de la Note en Réponse, à la suite de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre (la « **Date de Réalisation** ») :

1. L'Initiateur a procédé à une augmentation de capital en nature par l'émission d'un nombre total de 362.538.505 actions ordinaires K Eagle Investment au bénéfice de Monsieur Eric Cohen et des Managers (à l'exclusion de Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, de Monsieur Nicolas Camerman et de Severs & Associés Holding) en rémunération d'apports en nature d'actions Keyrus portant sur un nombre total de 10.358.243 actions Keyrus, représentant 59,95% du capital de la Société, au Prix d'Offre, soit 7,0 euros par action Keyrus selon la répartition ci-dessous (les « **Apports en Nature** »)¹⁶.

Apporteurs	Nombre d'actions Keyrus apportées	Valeur des actions Keyrus apportées	Nombre d'actions de l'Initiateur émises en rémunération des Apports en Nature
Monsieur Eric Cohen	10.031.700	70.221.900 €	351.109.500
Managers du groupe Keyrus (à l'exclusion de Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, de Monsieur Nicolas Camerman et de Severs & Associés Holding)	326.543	2.285.801 €	11.429.005
TOTAL	10.358.243	72.507.701 €	362.538.505

2. L'Initiateur a procédé à une augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription par l'émission d'un nombre total de 70.000.000 actions ordinaires K Eagle Investment au profit de BNP Paribas Développement pour un montant total de 14 millions d'euros, au Prix d'Offre, soit 7,0 euros par action Keyrus, étant précisé que le prix de souscription a été libéré par voie de compensation de créances avec le montant de l'Avance en Compte Courant (l' « **Investissement en Numéraire** »).

¹⁶ Il est précisé que 4.924.193 actions Keyrus détenues par Monsieur Eric Cohen avaient été données en nantissement au profit de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Brie Picardie au titre du Contrat de Crédit (le « **Nantissement** »), étant précisé que la mainlevée du Nantissement a eu lieu préalablement à la réalisation des Apports en Nature à la Date de Réalisation.

3. L'Initiateur a procédé à l'attribution gratuite, au profit de dirigeants et cadres de Keyrus, d'un nombre total de 5.740.000 actions ordinaires K Eagle Investment (l' « **Attribution Gratuite des AO** »).¹⁷
4. Les associés de l'Initiateur ont autorisé son Président à émettre et à attribuer gratuitement 35.000.000 actions ordinaires et 1.000.000 actions de préférence (les « **ADP** »)¹⁸ au profit des Managers ou de certains d'entre eux, ainsi que d'autres managers du Groupe Keyrus pour une durée de trente-six (36) mois à compter de la Date de Réalisation.
5. Un pacte d'associés relatif à l'Initiateur a été conclu entre Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers, conformément au projet de pacte d'associés annexé au Protocole d'Investissement (le « **Pacte d'Associés** »).

À la suite de ces opérations, et à la Date de Réalisation, le capital et les droits de vote de l'Initiateur sont répartis comme suit sur une base diluée :

Associés	Nombre d'actions ordinaires	Nombre d'actions ordinaires gratuites	% du capital et des droits de vote
Monsieur Eric Cohen	351.109.509	0	80,11%
BNP Paribas Développement	70.000.001	0	15,97%
Managers du groupe Keyrus	11.429.005	5.740.000	3,92%
Total	432.538.515	5.740.000	100%

7.2. TRAITES D'APPORT

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les opérations suivantes ont été réalisées le 10 juillet 2023 pour les besoins de la réalisation des Apports en Nature :

- l'Initiateur (en qualité de bénéficiaire) et Monsieur Eric Cohen (en qualité d'apporteur) ont signé un traité d'apports en nature portant sur un nombre de 10.031.700 actions Keyrus¹⁹ ;
- l'Initiateur (en qualité de bénéficiaire) et les Managers (en qualité d'apporteurs) ont signé un traité d'apports en nature portant sur un nombre de 611.067 actions Keyrus ;
- le commissaire aux apports a signé son rapport concernant les Apports en Nature.

¹⁷ Il est précisé que les bénéficiaires des actions gratuites ordinaires émises par K Eagle Investment sont des membres du management du groupe Keyrus. Les actions gratuites ordinaires émises par K Eagle Investment à la Date de Réalisation ont été attribuées à ces bénéficiaires afin de compenser l'annulation des actions gratuites Keyrus en cours d'acquisition dont ils étaient bénéficiaires. Les actions gratuites ordinaires émises par K Eagle Investment consistent en des actions ordinaires de K Eagle Investment, portant les mêmes droits que les autres actions ordinaires émises par K Eagle Investment. Elles sont soumises à une période d'acquisition de 1 année et à une période de conservation de 1 année (soit 2 années au total).

¹⁸ Les actions de préférence K Eagle Investment attribuées gratuitement conféreront à leurs titulaires un droit préférentiel afin de recevoir un montant ne pouvant excéder 6% de la plus-value réalisée par les Associés de l'Initiateur en cas de Sortie (tel que ce terme est défini dans le Pacte d'Associés). Elles seront assorties d'une période d'acquisition de 1 année et d'une période de conservation de 1 année (soit 2 années au total). Y sont rattachés des mécanismes usuels de promesses de vente et d'achat en cas de départ des bénéficiaires avec l'application d'une décote en cas de départ dans certaines conditions.

¹⁹ Il est rappelé que 4.924.193 actions Keyrus détenues par Monsieur Eric Cohen faisaient l'objet du Nantissement, étant précisé que la mainlevée du Nantissement a eu lieu préalablement à la réalisation des Apports en Nature à la Date de Réalisation.

Les Apports en Nature ont été valorisés au Prix d'Offre, soit 7,0 euros par action apportée. Il n'existe aucun mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre des Apports en Nature.

7.3. PACTE D'ASSOCIES RELATIF A L'INITIATEUR

Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers (à l'exclusion de Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, de Monsieur Nicolas Camerman et de Severs & Associés Holding)²⁰ ont signé, à la Date de Réalisation, le Pacte d'Associés.

Le Pacte d'Associés a notamment pour vocation de décrire la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres de l'Initiateur.

Les principaux termes du Pacte d'Associés sont les suivants :

Gouvernance de l'Initiateur

L'Initiateur sera dirigé par un Président, au sens de l'article L. 227-6 du Code de commerce (le « **Président** »), ainsi que d'un ou plusieurs directeurs généraux pouvant être nommés sur proposition du Président (les « **Directeurs Généraux** ») qui assureront la gestion de l'Initiateur sous le contrôle d'un comité stratégique (le « **Comité Stratégique** »).

Le premier Président nommé pour une durée indéterminée sera Monsieur Eric Cohen.

Le premier Directeur Général nommé pour une durée indéterminée sera Monsieur Marc Stukkens.

Le Comité Stratégique sera composé d'un nombre maximum de huit (8) membres avec voix délibérative, dont sept (7) membres nommés à la demande et sur proposition de Monsieur Eric Cohen (les « **Membres EC** »).

Monsieur Eric Cohen sera, en qualité de Président de l'Initiateur, désigné président du Comité Stratégique à la Date de Réalisation.

L'associé unique, ou la collectivité des associés par une décision collective ordinaire, peut nommer et révoquer, jusqu'à deux (2) censeurs, personne physique ou morale, associé ou non (les « **Censeurs** »), dont un (1) censeur sera nommé sur proposition de BNP Paribas Développement. Le premier Censeur sera BNP Paribas Développement.

Le Comité Stratégique est un organe consultatif d'échange sur le développement et la stratégie de l'Initiateur et de la Société. A titre d'ordre interne, il autorise toute décision importante (les « **Décisions Importantes** ») ou structurante (les « **Décisions Structurantes** ») portant sur l'Initiateur ou l'une de ses filiales avant que celle-ci ne soit décidée ou mise en œuvre par le Président ou le/les Directeurs Généraux. Sa composition initiale à la Date de Réalisation sera la suivante :

- Monsieur Eric Cohen, membre et Président du Comité Stratégique ;
- Monsieur Claude Benmussa, membre ;
- Monsieur Philippe Lansade, membre ;
- Madame Rebecca Meimoun, membre ;
- Monsieur Marc Stukkens, membre ;
- Monsieur Johann Temim, membre ; et
- BNP Paribas Développement, représentée indifféremment par Monsieur Jean-Charles Moulin, Madame Frederique Cassagnol ou Monsieur Julien Lemaire, Censeur du Comité Stratégique.

²⁰ Monsieur Jean-François Bonnechère, Holding KeyTrust, Monsieur Nicolas Camerman et Severs & Associés Holding se sont engagés à adhérer au Pacte d'Associés à compter de la date de réalisation des apports en nature des actions Keyrus qu'ils détiennent au bénéfice de l'Initiateur.

Les décisions suivantes soumises au Comité Stratégique devront être préalablement autorisées par le Comité Stratégique, lequel statue dans les conditions de quorum et de majorité suivantes :

- Les Décisions Importantes seront valablement adoptées à la majorité simple des membres du Comité Stratégique présents ou représentés, et
- Les Décisions Structurantes seront valablement adoptées à la majorité simple des membres du Comité Stratégique présents ou représentés et devront faire préalablement l'objet d'un avis non contraignant de la part du censeur nommé par BNP Paribas Développement,

étant précisé que le président du Comité Stratégique bénéficiera d'une voix prépondérante en cas de partage des voix.

Les Décisions Importantes incluent notamment (i) l'adoption et la modification du budget annuel, (ii) l'arrêté des comptes consolidés de l'Initiateur et des comptes annuels de l'Initiateur et des filiales, (iii) tout projet de réduction de capital et d'émission de valeurs mobilières donnant droit, immédiatement ou à terme, à une quotité du capital ou des droits de vote de l'Initiateur ou de l'une des filiales (iv) la mise en œuvre d'un projet non prévu au budget dont l'investissement financier pour l'Initiateur ou l'une des filiales excède cinq millions (5.000.000) d'euros, (v) l'embauche de tout salarié dont le salaire fixe brut annuel excède cinq cent mille (500.000) euros par l'Initiateur ou l'une des filiales.

Les Décisions Structurantes incluent notamment (i) toute acquisition, cession ou transfert d'éléments d'actifs de ou par l'Initiateur ou de l'une des filiales représentant (x) un montant unitaire ou une valeur comptable unitaire excédant dix millions (10.000.000) d'euros ou (y) un montant cumulé par exercice excédant quinze millions (15.000.000) d'euros, (ii) la mise en place de tous prêts, emprunts, facilités de crédit, la conclusion d'un contrat de crédit-bail ou l'octroi d'une sûreté excédant dix millions (10.000.000) d'euros ou, sur une base cumulée par exercice, un montant excédant quinze millions (15.000.000) d'euros, non prévus au budget annuel, (iii) l'abandon de l'activité telle qu'actuellement poursuivie.

Gouvernance de la Société

Jusqu'à la date de retrait de cotation de Keyrus, Monsieur Eric Cohen demeurera président du conseil d'administration et directeur général de Keyrus.

A compter de la date de retrait de cotation de Keyrus, le président de Keyrus sera l'Initiateur ou Monsieur Eric Cohen.

A défaut de retrait de cotation de Keyrus, Monsieur Eric Cohen s'engage à faire ses meilleurs efforts afin qu'un représentant de BNP Paribas Développement soit nommé censeur au conseil d'administration de Keyrus.

Transferts des titres émis par l'Initiateur

Le Pacte d'Associés prévoit les principaux mécanismes de liquidité suivants portant sur les titres de l'Initiateur :

- un principe d'inaliénabilité des titres de l'Initiateur détenus par les signataires du Pacte d'Associés d'une période de quatre (4) ans à compter de la Date de Réalisation ;
- certains cas de transferts libres, en ce compris (i) tout transfert de titres de l'Initiateur par Monsieur Eric Cohen n'excédant pas dix pour cent (10%) du capital de l'Initiateur à la Date de Réalisation et n'entraînant pas de changement de contrôle au sens des stipulations du Pacte, (ii) tout transfert de titres par un Manager qui aura fait l'objet d'une autorisation préalable écrite de Monsieur Eric Cohen (en ce compris des rachats-annulations de titres sous certaines conditions), (iii) tout transfert de titres par une des Parties au Pacte (tel que défini ci-dessous) à une holding personnelle, sous certaines conditions ou encore (iv) tout transfert de titres d'un Manager au profit de Monsieur Eric Cohen ou de BNP Paribas Développement en application de tout accord contractuel conclu entre les parties concernées ;
- sous réserve de la période d'inaliénabilité précitée, dans l'éventualité où Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et/ou les Managers (les « **Parties au Pacte** ») souhaitera(ient)

transférer leurs titres de l'Initiateur au profit d'un tiers ou d'une Partie au Pacte, l'intégralité des titres cédés feront l'objet d'un droit de préemption qui bénéficiera aux Parties au Pacte selon les principes suivants :

- si le cédant est Monsieur Eric Cohen, le droit de préemption sera exercé par les autres associés de l'Initiateur, au prorata de leur participation respective dans l'Initiateur ;
 - si le cédant est BNP Paribas Développement, le droit de préemption sera exercé (i) prioritairement par Monsieur Eric Cohen, et (ii) en deuxième rang par les autres associés au prorata de leur participation respective dans l'Initiateur ; et
 - si le Cédant est un Manager, le droit de préemption sera exercé (i) prioritairement par Monsieur Eric Cohen, (ii) en deuxième rang par les autres Managers au prorata de leur participation respective dans la Société, et (iii) en troisième rang par BNP Paribas Développement.
- sans préjudice des dispositions précitées relatives au droit de préemption, dans l'éventualité où les Parties au Pacte souhaiteraient transférer leurs titres de l'Initiateur, à l'issue de la période d'inaliénabilité, au profit d'un tiers ou d'une Partie au Pacte, de sorte qu'un tel transfert entraînerait un changement de contrôle de l'Initiateur au sens des stipulations du Pacte, les autres Parties au Pacte bénéficieront d'un droit de cession conjointe totale ;
- un processus de cession en vue d'aboutir à un transfert portant :
- au choix de Monsieur Eric Cohen, sur l'intégralité (i) des titres de l'Initiateur ou (ii) de la participation de BNP Paribas Développement pourra être initié par Monsieur Eric Cohen à tout moment à compter de la fin de la période d'inaliénabilité précitée sous certaines conditions (la « **Cession Totale** ») ;
 - sur la participation totale de BNP Paribas Développement pourra être initiée par BNP Paribas Développement à tout moment (i) à compter du septième (7ème) anniversaire de la Date de Réalisation, sauf si un processus de cession est déjà en cours à cette date ou (ii) à l'expiration d'un délai de six (6) mois à compter de la date d'invalidité, d'incapacité ou de décès de Monsieur Eric Cohen.
- dans l'éventualité où :
- à tout moment à compter de la Date de Réalisation, Monsieur Eric Cohen et BNP Paribas Développement acceptent ensemble une offre d'un ou plusieurs acquéreurs portant sur l'intégralité du capital et des droits de vote de l'Initiateur ;
 - à tout moment à compter du quatrième (4ème) anniversaire de la Date de Réalisation, Monsieur Eric Cohen accepte une offre d'un ou plusieurs acquéreurs tiers indépendant portant sur cent pourcent (100%) du capital et des droits de vote de l'Initiateur ;
 - Monsieur Eric Cohen accepte une offre portant, directement ou indirectement, sur cent pourcent (100%) du capital social de l'Initiateur dans le cadre du processus de Cession Totale,
- les autres associés seront assujettis à une obligation de sortie conjointe sous certaines conditions.

Faculté d'investissement additionnel de BNP Paribas Développement

BNP Paribas Développement aura la possibilité, mais non l'obligation, de réaliser un investissement additionnel dans l'Initiateur d'un montant maximum de trois (3) millions d'euros sur la base d'un prix par action K Eagle Investment égal au Prix d'Offre pendant 24 mois à compter de la Date de Réalisation (l' « **Investissement Additionnel Long Terme** »). L'Investissement Additionnel Long Terme sera réalisé, le cas échéant, (i) par voie d'augmentation de capital en numéraire de l'Initiateur entièrement réservée à BNP Paribas Développement et/ou (ii) par l'exercice d'une promesse de vente de Monsieur Eric Cohen, selon le choix de ce dernier.

BNP Paribas Développement aura en outre la possibilité, mais non l'obligation, de réaliser un investissement additionnel dans l'Initiateur d'un montant maximum d'un (1) million d'euros sur la base d'un prix par action K Eagle Investment égal au Prix d'Offre jusqu'au 30 septembre 2023 (l' « **Investissement Additionnel Court Terme** »). L'Investissement Additionnel Court Terme sera réalisé, le cas échéant, par l'exercice d'une promesse de vente de Monsieur Eric Cohen.

Action de concert

Les Parties au Pacte réitèrent agir de concert à l'égard de Keyrus au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce.

8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 4.319.467,50 euros et est composé de 17.277.870 actions, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote (théoriques) de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
K Eagle Investment	11.327.935	65,56%	11.327.935	64,67%
Monsieur Eric Cohen	0	0%	0	0%
Managers	329.524	1,91%	435.808	2,49%
BNP Paribas Développement	0	0%	0	0%
Sous-total Concert	11.657.459	67,47%	11.763.743	67,16%
Flottant	4.240.785	24,54%	4.372.198	24,96%
Auto-détention	1.379.626	7,98%	1.379.626	7,88%
Total	17.277.870	100%	17.515.567	100%

8.2. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES

La répartition du capital et des droits de vote de la Société est décrite à la section 8.1 (« *Structure du capital de la Société* ») de la Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant la date de la Note en Réponse :

- Le Concert a déclaré par courrier auprès de l'AMF et de la Société, en date du 7 juin 2023, avoir franchi à la hausse, le 6 juin 2023, les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 des droits de vote de la Société en conséquence de la signature du Protocole d'Investissement constitutive d'une action de concert, et a déclaré ses intentions concernant la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 7 juin 2023 sous le numéro 223C0837.
- Le Concert a déclaré par courrier auprès de la Société, en date du 7 juin 2023, avoir franchi à la hausse, le 6 juin 2023, les seuils statutaires de 1%, 2%, 3% et 4% du capital et des droits de vote de la Société en conséquence de la signature du Protocole d'Investissement constitutive d'une action de concert.
- L'Initiateur a déclaré par courrier auprès de la Société, en date du 16 juin 2023, avoir franchi à la hausse, directement et individuellement :
 - le 12 juin 2023, les seuils statutaires de 1% et 2% du capital et 1% des droits de vote de la Société ;
 - le 13 juin 2023, le seuil statutaire de 3% du capital de la Société ;
 - le 14 juin 2023, le seuil statutaire de 2% des droits de vote de la Société.Ces franchissements de seuils statutaires résultent de l'acquisition par l'Initiateur d'actions Keyrus sur le marché.
- L'Initiateur a déclaré par courrier auprès de la Société, en date du 28 juin 2023, avoir franchi à la hausse, directement et individuellement :
 - le 23 juin 2023, le seuil statutaire de 4% du capital de la Société ;
 - le 27 juin 2023, le seuil statutaire de 3% des droits de vote de la Société.Ces franchissements de seuils statutaires résultent de l'acquisition par l'Initiateur d'actions Keyrus sur le marché.
- L'Initiateur a déclaré par courrier auprès de l'AMF et de la Société, en date du 6 juillet 2023, avoir franchi individuellement à la hausse, le 30 juin 2023, le seuil légal de 5% du capital de la Société. A cette occasion, le Concert a franchi à la hausse le seuil de 2/3 du capital de la Société. Ces franchissements de seuils légaux résultent de l'acquisition par l'Initiateur d'actions Keyrus sur le marché.

8.3. RESTRICTIONS STATUTAIRES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L' EXERCICE DU DROIT DE VOTE

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 10 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de Commerce qui viendrait à détenir directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote égale ou supérieure à 1%, 2%, 3% ou 4% du capital ou des droit de vote de la Société, a l'obligation d'en informer la Société par lettre recommandée avec avis de réception dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil statutaire.

L'obligation d'informer la Société s'applique également lorsque la participation de l'actionnaire en capital ou en droits de vote devient inférieure à chacun des seuils mentionnés ci-dessus.

Les sanctions de privation de droit de vote prévues par la loi en cas d'inobservation de l'obligation de franchissement des seuils légaux s'appliqueront également en cas de non-déclaration du franchissement des seuils prévus par les statuts, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital ou des droits de vote de la Société, consignées dans le procès-verbal de l'assemblée générale.

8.4. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L' EXERCICE DES DROITS DE VOTE

A la date de la Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Associés qui a été conclu à la Date de Réalisation, plus amplement détaillé à la section 7 (« *Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* ») de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

8.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Associés qui a été conclu à la Date de Réalisation, plus amplement détaillé à la section 7 (« *Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* ») de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

8.6. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Conformément à l'article 9 des statuts de la Société, un droit de vote double, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions nominatives, entièrement libérées, inscrites au nom d'un même actionnaire depuis quatre (4) ans au moins, ainsi que, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le transfert d'action par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.

8.7. MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

8.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS

8.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 12 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

La durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Le renouvellement des mandats se fait par roulement de telle sorte qu'un renouvellement régulier des membres du conseil d'administration se fasse par fractions aussi égales que possible. Par exception, l'assemblée générale ordinaire peut désigner un administrateur pour une durée inférieure.

Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de soixante-quinze ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est

réputé démissionnaire d'office. Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-quinze ans, sa nomination aurait pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire qui seront soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Dans le cas où le nombre d'administrateurs serait inférieur au minimum légal, l'assemblée générale ordinaire devra être convoquée immédiatement par le ou les administrateurs demeurés en fonction à l'effet de compléter l'effectif du conseil.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Une personne physique ou morale peut être nommée administrateur sans être actionnaire de la Société.

8.8.2. Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

8.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs du conseil d'administration sont décrits à l'article 15 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs relevant de la compétence des assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Montant nominal maximum autorisé ou pourcentage du capital social	Durée	Utilisation
8 juin 2023 (12 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration d'opérer sur les actions de la Société	Montant global maximum que la Société serait susceptible de payer : 20.733.444 euros	18 mois	Non utilisée

8 juin 2023 (13 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles de la Société	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 3.000.000 euros*	26 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (14 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles de la Société dans le cadre d'une offre au public, conformément à l'article L. 225-136 du Code de commerce	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 3.000.000 euros* 20% du capital social par an pour les offres au public visées à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier	26 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (15 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription, conformément à l'article L. 225 -135- 1 du Code de commerce	15% du montant de l'émission initiale*	26 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (16 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au conseil d'administration en vue d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes conformément à l'article L. 225-138 du Code de commerce	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 3.000.000 euros*	18 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (19 ^{ème} résolution)	Délégation de pouvoirs donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à une	L'augmentation de capital pourra être réalisée en une ou plusieurs fois et dans la proportion et aux	26 mois	Non utilisée

	augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves ou bénéfiques ou autres sommes dont la capitalisation serait admise, conformément à l'article L. 225-130 du Code de commerce	époques que le conseil d'administration appréciera		
8 juin 2023 (20 ^{ème} résolution)	Délégation de pouvoirs donnée au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles de la Société, sans droit préférentiel de souscription, dans le cadre d'un échange de titres financiers	Le montant nominal maximum des augmentations de capital social pourront conduire la Société à doubler son capital (plafond autonome et individuel)	18 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (21 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions aux salariés et/ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées conformément aux articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce	Le nombre total des options ne pourra donner droit à souscrire ou à acheter un nombre d'actions supérieur à 850.000 actions, étant précisé que ce nombre devra en tout état de cause être conforme aux limites fixées aux articles L. 225-182 et R. 225-143 du Code de commerce, sous réserve de toute autre limitation légale.	38 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (22 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce	Les attributions gratuites d'actions ne pourront porter sur un nombre d'actions existantes ou nouvelles supérieur à plus de 5% du capital social de la Société à la date de la décision de leur attribution par le conseil d'administration	38 mois	Non utilisée
8 juin 2023 (23 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence octroyée au conseil d'administration à l'effet d'émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, des bons autonomes de souscription d'actions au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux du groupe, conformément à l'article	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 375.000 euros	18 mois	Non utilisée

	L. 225-138 du Code de commerce			
--	--------------------------------	--	--	--

** le montant nominal maximum des augmentations de capital, immédiates ou à terme, susceptibles d'être réalisées s'impute sur la limitation globale des autorisations d'émission en numéraire de 3.000.000 € (18^{ème} résolution de l'assemblée générale du 8 juin 2023).*

8.10. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant.

8.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

8.12. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MIS EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Keyrus

Représentée par Monsieur Eric Cohen, en qualité de Président Directeur Général

ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Keyrus

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Keyrus initiée par la société K Eagle Investment suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	3
1.1.2.1 - Activité de Keyrus	3
1.1.2.2 - Historique de Keyrus	4
1.1.2.3 - Actionnariat de Keyrus.....	4
1.1.2.4 - Description du marché.....	4
1.1.2.5 - Comptes consolidés de Keyrus	7
1.1.2.6 - Performance financière historique	8
1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	13
1.2 - Contexte et opération envisagée	16
1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre	16
1.2.2 - Termes de l'Offre	17
2 - Présentation de l'expert indépendant	19
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	19
2.1.1 - Présentation générale	19
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	19
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	20
2.3 - Déclaration d'indépendance	21
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	21
2.5 - Rémunération.....	21
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	21
2.6.1 - Programme de travail.....	22
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	23
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	24
2.6.4 - Informations utilisées	24
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	25
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	26
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	26
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	26
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	26
3.1.3 - Plan d'affaires	28
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	28
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon.....	28
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)	28
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	29
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	29

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	29
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes	29
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	30
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	30
3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	30
3.3.1.1 - Définition de la méthode	30
3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires de Keyrus	30
3.3.1.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	33
3.3.1.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	34
3.3.1.5 - Calcul de la valeur terminale	35
3.3.1.6 - Résultats chiffrés	35
3.3.1.7 - Analyse de sensibilité	36
3.3.2 - Méthode des comparables boursiers.....	36
3.3.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	36
3.3.2.2 - Analyse des comparables boursiers.....	39
3.3.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	40
3.3.2.4 - Application de la méthode	41
3.3.2.5 - Résultats	42
3.3.3 - Méthode des transactions comparables	42
3.3.3.1 - Choix des transactions	43
3.3.3.2 - Analyse des transactions.....	43
3.3.3.3 - Multiples obtenus.....	45
3.3.3.4 - Application de la méthode	46
3.3.3.5 - Résultats	46
3.3.4 - Référence au cours de bourse	47
3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	47
3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse	48
3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	50
3.3.5 - Référence aux transactions significatives sur le capital	50
4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	51
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	51
4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :	51
4.2.1 - Référence au cours de bourse	52
4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	52
4.2.2.1 - Distinction entre le taux d'actualisation Grands Comptes et Mid Market	53
4.2.2.2 - Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale	53
4.2.2.3 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	53
4.2.2.4 - Détermination du nombre d'actions.....	54
4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	54

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers.....	54
4.2.3.1 - Choix de l'échantillon.....	54
4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie.....	55
4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers.....	55
4.2.4 - Méthode des transactions comparables.....	56
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon.....	56
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie.....	56
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables.....	56
5 - Analyse des accords connexes à l'Offre.....	58
5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	58
5.1.1 - Protocole d'Investissement conclu entre les membres du Concert en date du 6 juin 2023.....	58
5.1.2 - Analyse des traités d'apport.....	60
5.1.3 - Analyse du pacte d'associés relatif à l'Initiateur.....	60
5.1.4 - Conclusion.....	61
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires.....	62
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations.....	62
6.2 - Analyse et appréciation des observations.....	62
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	63
Annexe 1 : Lettre de mission.....	66

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Keyrus SA le 20 février 2023 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire. Un Comité *ad hoc* a été constitué par le Conseil d'Administration de Keyrus SA, comprenant trois administrateurs dont deux indépendants.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE KEYRUS
INITIEE PAR LA SOCIETE K EAGLE INVESTMENT
SUIVIE LE CAS ECHEANT D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») portant sur les actions de la société Keyrus SA (ci-après « Keyrus », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société K Eagle Investment, nous avons été nommés le 20 février 2023 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article :

- 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la Société étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre ; et l'initiateur ayant conclu des accords avec les dirigeants de la société visée d'une part et d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix d'Offre d'autre part.
- 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire »).

Le prix proposé aux actionnaires de Keyrus dans le cadre de l'Offre s'établit à 7,00€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Keyrus, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Monsieur Eric Cohen, fondateur, président directeur général et actionnaire majoritaire de Keyrus, a décidé de constituer la société K Eagle Investment (ci-après « l'Initiateur ») le 17 avril 2023 dans le cadre du projet d'acquisition de l'intégralité du capital social de Keyrus par voie d'offre publique d'achat simplifiée initiée par K Eagle Investment suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et de la radiation des actions Keyrus du marché Euronext Growth Paris.

La société K Eagle Investment est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 951 729 524.

L'Initiateur agit de concert avec :

- Monsieur Eric Cohen (l'« Actionnaire Majoritaire ») ;
- BNP Paribas Développement, société anonyme au capital de 128.190.000 euros, dont le siège social est situé 1 boulevard Haussmann, 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348 540 592 (« BNP Paribas Développement ») ;
- Holding Linest, société de droit belge dont le siège social est situé 45 rue Edouard Gersis, 1150 Woluwe-Saint-Pierre (Belgique), immatriculée sous le numéro 0656.758.8881 ;
- Holding KeyTrust, société de droit belge dont le siège social est situé 114 Sterrewachtlaan 1180 Uccle (Belgique), immatriculée sous le numéro 0658.825.4832 ;
- Monsieur Nicolas Camerman ;
- Severs & Associés Holding, société de droit belge dont le siège social est situé 2 rue des Palettes, 21400 Nivelles (Belgique), immatriculée sous le numéro 0668.529.3443 ;
- Madame Valérie Frankiel ;
- Monsieur Jean-François Bonnechère ;
- Keyrus NV, société de droit belge dont le siège social est situé 3 bte 2 Nijverheidslaan, 1853 Grimbergen (Belgique), immatriculée sous le numéro 0458.237.106 4 ;
- Monsieur Bruno Dehouck ; et
- Madame Rebecca Meimoun (ensemble, les « Managers »).

L'Offre est consécutive à la mise en concert (ci-après le « Concert ») déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature d'un protocole d'investissement (ci-après le « Protocole d'Investissement ») le 6 juin 2023.

À la date du dépôt de l'offre, l'Initiateur ne détenait, à titre individuel, aucune action de la Société, et détenait, de concert avec les autres membres du Concert, 10.687.767 actions et 20.855.751

droits de vote de la Société, représentant 61,86% du capital social et 75,63% des droits de vote de la Société¹.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Keyrus est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 155 rue Anatole France, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 400 149 647, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0004029411.

1.1.2.1 - Activité de Keyrus

Créée en 1996, Keyrus est une Entreprise de Services Numériques (ESN) spécialisée dans la transformation IT et digitale. Elle accompagne ses clients au travers de quatre domaines d'expertise que sont :

- la data : cette activité consiste en la construction de socles technologiques et d'architecture, le déploiement de solutions dans l'entreprise, ainsi que la maintenance et l'évolution quotidienne de ces solutions ;
- le digital : les offres apportent une offre de conseil métier orienté Data aux organisations. Elles les aident à accélérer leur transformation digitale pour conquérir de nouveaux marchés, trouver de nouveaux gisements de croissance et améliorer leur performance ;
- le management : cette activité propose une veille du marché, le développement d'écosystèmes digitaux et de startups, l'élaboration et la mise en œuvre de plateformes de services, ainsi que des modèles économiques pour différents secteurs tels que la finance, le marketing et les ressources humaines ;
- la life science : la Société propose une solution qui couvre tous les aspects de la recherche clinique, se subdivisant en deux parties : l'offre Digital Patient, qui offre des services aux patients, et l'offre Smart Study, qui optimise le lancement des études cliniques.

Keyrus distingue son activité selon deux segments principaux : Grands Comptes (79% du chiffre d'affaires 2022, 77% du ROC²), et Mid Market (21% du chiffre d'affaires 2022, 23% du ROC), ce dernier segment correspondant à l'activité Absys-Cyborg. Cette filiale, à destination des ETI et PME, intègre notamment des solutions leaders du marché (Sage, Microsoft et Kyriba), ainsi que des solutions propres d'Absys Cyborg et un hébergement des clients dans son cloud privé.

La mission de Keyrus consiste à accompagner la transformation IT de ses clients tout en garantissant la fiabilité et le contrôle des nouveaux outils ainsi que leurs coûts. La Société accompagne ainsi les entreprises sur la globalité de leurs projets (conseil, développement, intégration, infogérance et conduite du changement).

En croissance depuis sa création et confortée par son introduction en bourse en 2000, Keyrus s'est également appuyée sur ses partenaires pour développer son activité notamment Google, IBM, Microsoft et Salesforce.

Keyrus est implantée dans vingt-six pays. En 2022, la Société a réalisé 49% de son chiffre d'affaires en France, 21% ailleurs en Europe, et 30% dans le reste du monde. Au sein de son réseau international, Keyrus emploie plus de 3.500 collaborateurs en 2022.

¹ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 17.277.870, et d'un nombre total de droits de vote théoriques s'élevant à 27.577.267, au 5 juin 2023.

² Résultat Opérationnel Courant

1.1.2.2 - Historique de Keyrus

En 1996, Eric Cohen fonde Keyrus, une entreprise spécialisée dans la Business Intelligence et l'e-Business. Dès 2000, Keyrus est introduite en bourse à Paris.

Entre 2000 et 2007, Keyrus se développe à l'international et commence à ouvrir des bureaux à l'étranger. Par la suite, jusqu'en 2011, Keyrus consolide et fait évoluer son modèle d'affaires en élargissant sa stratégie et ses offres, notamment en lançant une activité de conseil dans les domaines du digital et du management et transformation. La Société renforce également sa présence à l'international avec l'implantation de Keyrus en Chine.

De 2012 à 2014, Keyrus élargit ses expertises en Business Intelligence et Digital en se concentrant sur le Big Data, l'Analytics et la Data Science. La Société réalise une opération de croissance externe en Israël avec l'acquisition de Vision.bi dans le domaine du Big Data. Keyrus crée également la chaire Data Scientist à l'école Polytechnique en collaboration avec Thalès et Orange.

De 2015 à 2018, Keyrus développe une proposition de valeur unique centrée sur la Data Intelligence et le Digital. La Société capitalise sur l'ensemble de ses actifs (Management consulting & Transformation, Data Intelligence et Digital Experience) et renforce sa présence dans l'écosystème des start-ups via sa plateforme d'innovation, Keyrus Innovation Factory, et la création de son studio corporate, Younicorns.

De 2018 à 2020, Keyrus renforce son leadership en France et à l'international dans le domaine de la Data et du Digital. La Société réalise plusieurs acquisitions pour renforcer ses offres de conseil en France, notamment en direction de programmes de transformation, en marketing et en architecture Data, ainsi qu'en Amérique du Nord pour ses offres Cloud et EPM.

En 2021, Keyrus refond sa plateforme de marque avec une nouvelle signature, "Make Data Matter", qui place la donnée au cœur des enjeux économiques, environnementaux et sociétaux, accélérés par la pandémie de Covid-19. La Société développe également sa présence à l'international et réalise deux acquisitions stratégiques au Mexique et en Colombie.

1.1.2.3 - Actionnariat de Keyrus

Au 8 juin 2023, soit la date du projet de note d'information, l'actionnariat de Keyrus se présente comme suit :

Keyrus - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (non dilué)	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Eric Cohen	10 031 700	58,1%	20 063 400	72,8%
Managers	656 067	3,8%	792 351	2,9%
Public	5 210 477	30,2%	5 341 890	19,4%
Auto détention	1 379 626	8,0%	1 379 626	5,0%
Total des actions	17 277 870	100,0%	27 577 267	100,0%

1.1.2.4 - Description du marché

L'industrie informatique peut être divisée en trois grandes familles :

- Les services numériques, qui incluent le conseil informatique, l'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, l'infogérance, et la maintenance ;

- Les logiciels, qui incluent des solutions de traitement de texte aux logiciels de planification des ressources ;
- Le matériel (*hardware*) : ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux, périphériques (imprimantes, etc.).

Keyrus se positionne sur le segment des services numériques. Le segment des services numériques est constitué de cinq sous-catégories :

- Le conseil informatique, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;
- L'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, ces missions correspondant à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information ;
- L'infogérance, correspondant à la prise en charge totale ou partielle, par le prestataire, du système d'information du client, dans un cadre généralement pluriannuel et forfaitaire. Le client reste responsable de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;
- La maintenance (applicative ou matérielle), l'assistance et la formation informatique. Deux catégories de maintenance et assistance technique peuvent être définies selon les prestations fournies : la tierce maintenance matérielle (TMM) qui concerne les services liés au matériel informatique (*hardware*), la maintenance étant dite tierce lorsque le prestataire est différent du constructeur de matériel ; et la tierce maintenance applicative (TMA) qui correspond à des services de maintenance d'applications (*software*) proposés par une société indépendante de l'éditeur ;
- D'autres services informatiques qui existent comme la récupération de données à partir d'un disque dur (ou d'un autre support de stockage) endommagé ou la mise à disposition d'installations informatiques et la duplication logicielle pour permettre la reprise des traitements par le personnel du client en cas de sinistre informatique.

Keyrus est une Entreprise de Services du Numérique (ci-après « ESN ») se situant notamment dans les quatre premières catégories et qui propose des services de traitement de données, de management et transformation, d'infrastructure et *de data*, d'intégration de solutions métiers ainsi que diverses solutions à destination des entreprises afin de les accompagner dans leur transformation IT et digitale.

Le secteur des services numériques est caractérisé par une forte présence d'acteurs indépendants, près de la moitié des acteurs du secteur en France étant des entreprises unipersonnelles. Néanmoins, bien qu'elles répondent au besoin de proximité exprimé par les clients, le poids des petites structures en matière de chiffre d'affaires reste relativement faible face aux principaux acteurs qui captent les projets des Grands Comptes. Les principaux acteurs du secteur peuvent être classés en quatre catégories :

- Les « Big ESN », qui proposent des offres intégrées couvrant l'ensemble des besoins du client, du conseil à la maintenance de systèmes informatiques en passant par l'infogérance et l'intégration de solutions applicatives. Ces géants mondiaux des services numériques n'hésitent pas à se séparer de certains actifs jugés non stratégiques (comme l'infogérance) pour mieux investir dans des domaines de pointe (*cloud computing*, intelligence artificielle, etc.). Les cinq acteurs principaux en France sont Capgemini, Atos, IBM, Sopra Steria et Orange Business Services. Ces entreprises, de dimension internationale, assistent principalement les multinationales dans la transformation digitale de leurs métiers et s'appuient largement sur l'*offshoring* ;
- Les ESN et intégrateurs technologiques européens et nationaux. Ces derniers agissent principalement dans le déploiement de solutions technologiques fournies par des

prestataires externes. Comme Keyrus, les services proposés incluent la transformation IT et digitale. Parmi les acteurs principaux figurent des groupes français et européens tels que Econocom (société belge), Devoteam, Aubay, Infotel, Neurones et Keyrus ;

- Les ESN spécialisées, qui incluent des acteurs comme Orange Business Services. Ce dernier dispose de plusieurs filiales proposant des services divers : intégration de solutions en réseaux, communications unifiées et mobilité, *Big Data*, objets connectés et cybersécurité ;
- Les acteurs du conseil en technologie et en R&D, qui proposent des services d'ESN mais qui réalisent également des opérations de conception et d'industrialisation de produits et d'équipements à dominante industrielle. Ces acteurs ciblent notamment le secteur de l'automobile, l'aéronautique et la défense, l'énergie et l'industrie mécanique. Les acteurs principaux sont Altran (acquise par Capgemini en 2019), Alten et Assystem.

Les principaux déterminants de l'activité des ESN en France sont les suivants :

- Les dépenses dans les technologies de l'information (TI), qui sont considérées comme stratégiques par les entreprises et les organismes publics. Cependant, ils sont très dépendants de la conjoncture économique et des perspectives d'activité des entreprises, ces dernières pouvant retarder certaines dépenses ou investissements pour disposer d'une meilleure visibilité.
- Le degré d'externalisation des services IT, les entreprises confiant de plus en plus la gestion de leur parc informatique à un prestataire externe et spécialisé. L'infogérance permet notamment à l'entreprise de se concentrer sur son cœur d'activité et de réduire son budget IT alloué à l'amélioration de la qualité de ses systèmes d'informations.
- La digitalisation de l'économie, dont les cinq principaux leviers sont regroupés sous l'acronyme des « SMACS » (réseaux sociaux, mobilité, analytique, *cloud computing*, cybersécurité), fait émerger de nouvelles attentes du côté des donneurs d'ordres. Or, une majorité de DSI reconnaissent ne pas détenir les compétences nécessaires pour profiter de l'ensemble des possibilités offertes par ces nouvelles solutions.
- La montée en puissance du *cloud computing* qui agit comme le principal facilitateur de la transformation numérique de l'économie, en rendant possible le déploiement rapide et sans investissements lourds de solutions innovantes. Les ESN ont ainsi tendance à se transformer en fournisseurs globaux de solutions *cloud* et de services associés, à la fois en matière de conseil, d'intégration des nouvelles applications, de formation à leur utilisation, etc. Néanmoins, l'essor du *cloud computing* exerce une incidence sur l'infogérance, dans la mesure où il entraîne moins d'interventions sur site et une extension des contrats de maintenance à distance.
- La concurrence des opérateurs étrangers et l'*offshoring* qui s'intensifie dans les services informatiques. Elle est notamment le fait des filiales françaises des grandes ESN indiennes, qui bénéficient de coûts fixes plus faibles en recourant massivement à l'*offshore*, et exercent donc une forte concurrence sur les prix sur le marché national. Soucieux de conserver leur niveau de compétitivité, les grands groupes français réagissent à cette concurrence en transférant également une part croissante de leur activité dans des centres de services détenus à l'étranger, ce qui entretient les tensions sur les prix pratiqués sur le marché français et pèse sur l'activité sectorielle. Keyrus n'ayant pas développé cette pratique, vectrice de profitabilité, sa marge opérationnelle s'établit à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux de ses concurrents directs ;
- Le rapport de forces avec les clients, du fait de l'augmentation du nombre d'acteurs sur le marché incitant les opérateurs à mettre en place des stratégies commerciales agressives, adjointes de baisses de tarifs pour rester compétitifs. Cette tendance est confortée par la standardisation des prestations « basiques » comme l'infogérance tirant

les prix vers le bas, ainsi que par l'amélioration des capacités des clients à déterminer le juste prix des nouvelles prestations comme sur le segment SMACS.

- La capacité à proposer des solutions innovantes avec l'intensification de la concurrence, dans un contexte de forte mutation technologique dans le domaine informatique. Le niveau d'activité des ESN est intrinsèquement lié à leur capacité à offrir des solutions innovantes et appropriées aux évolutions de la demande des clients (*cloud computing*, *big data*, cybersécurité, etc.). Cette obligation de positionnement sur les nouvelles technologies se traduit par des signatures de partenariats entre opérateurs mettant en commun leurs compétences pour offrir des solutions innovantes à leurs clients.

Après avoir connu des croissances de 8,9% en 2018 et 8,3% en 2019, le chiffre d'affaires des services numériques a augmenté de « seulement » 0,6% en 2020, subissant les effets de la crise sanitaire, restant maîtrisés compte tenu de la baisse du PIB en France la même année (-8,0%). La croissance retrouve en 2021 un niveau légèrement supérieur à l'historique récent, s'établissant à 9,4%.

Le chiffre d'affaires des ESN a ensuite progressé de manière record en 2022 (+15%), grâce à la prise de conscience des dirigeants français de l'importance du numérique, accentuée par la crise sanitaire. La digitalisation des parcours clients ou la création de produits et services liés à la donnée ont dopé la demande, incitant les clients à faire appel à des fournisseurs extérieurs. Les ESN ont réussi à répercuter les hausses de rémunérations consenties aux employés, malgré la pénurie de profils qui contraignait parfois les opérateurs à refuser des missions.

Selon la même étude Xerfi, en 2023, la hausse des revenus des ESN devrait être moins importante mais demeurerait très dynamique (+9%), grâce à la sanctuarisation des budgets IT et aux nouvelles revalorisations tarifaires (+2%). Malgré une conjoncture économique incertaine, les organisations resteront engagées dans leur révolution digitale.

En outre, concernant la rentabilité du secteur, les marges d'exploitation des opérateurs sont fortement impactées en raison d'une concurrence importante entre les ESN, très nombreuses et faiblement différenciées, qui s'observe également sur le recrutement des collaborateurs.

Les ESN sont conjointement confrontées à un manque de main-d'œuvre, entravant leur croissance et leur capacité à répondre aux besoins des clients. Le taux de turn-over des leaders a également atteint des niveaux records en 2021 en raison de la crise sanitaire. Les ESN doivent donc redoubler d'efforts pour recruter. Selon une enquête de KPMG, les objectifs de recrutement des acteurs du secteur à l'horizon 2025 représentent jusqu'à 3,6 fois leurs effectifs actuels, les compétences les plus recherchées étant en conseil en transformation digitale, conception d'outils technologiques et cloud. Les salaires doivent être revus à la hausse pour satisfaire les revendications salariales des employés et éviter les départs. Les frais de personnel des ESN devraient augmenter en 2023, dépassant alors légèrement la progression de l'activité. Cependant, les performances financières des ESN devraient demeurer à un niveau satisfaisant grâce à une bonne maîtrise des charges externes.

1.1.2.5 - Comptes consolidés de Keyrus

Le périmètre de consolidation du groupe Keyrus, dont la société tête de groupe est Keyrus SA, comprend 77 sociétés (contre 64 sociétés à fin 2021). Au 31 décembre 2022, le périmètre de consolidation comprenait des sociétés majoritairement consolidées par la méthode de l'intégration globale (72) ainsi que 5 sociétés intégrées par la méthode de la mise en équivalence.

Du fait de sa cotation sur Euronext Growth Paris, la Société a choisi d'appliquer le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2022.

La Société applique notamment depuis le 1er janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau

des immobilisations (droits d'utilisation venant s'additionner à ces dernières) et de la dette financière au bilan ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués qui intègrent les effets de la norme IFRS 16 (notamment les comptes consolidés 2020, 2021 et 2022) et que nous avons retraités afin de s'appuyer sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de notre valorisation.

1.1.2.6 - Performance financière historique

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

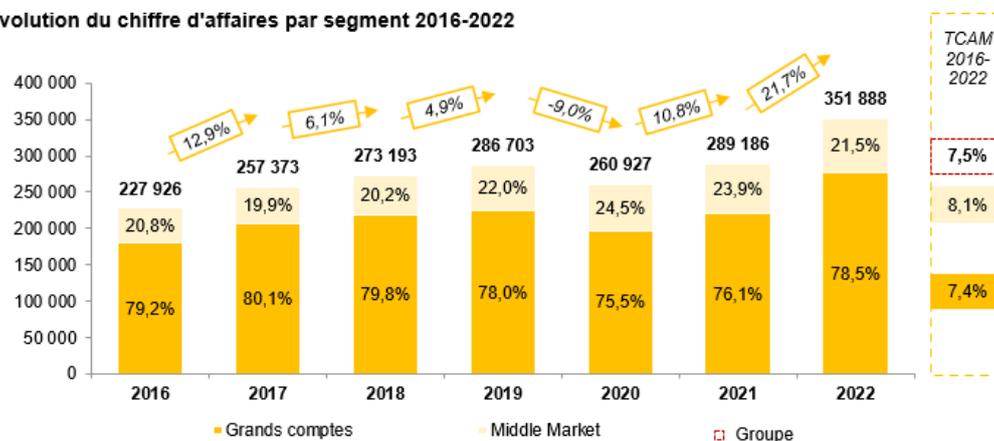
Keyrus - Compte de résultat			
En k€	31/12/2020*	31/12/2021	31/12/2022
Chiffre d'affaires	260 927	289 186	351 888
<i>Croissance (%)</i>	<i>-9,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>21,7%</i>
Autres produits de l'activité	291	779	1 495
Achats consommés	-82 707	-98 739	-125 770
Charges de personnel	-153 497	-170 295	-198 389
Impôts et taxes	-2 476	-2 679	-2 549
Autres produits et charges opérationnels courants	-891	288	-1 287
Charges opérationnelles	-239 571	-271 425	-327 995
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-91,8%</i>	<i>-93,9%</i>	<i>-93,2%</i>
EBITDA courant	21 647	18 540	25 388
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>8,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,2%</i>
Dotations aux amortissements et reprises aux provisions	-12 499	-8 307	-9 298
Résultat opérationnel courant	9 148	10 233	16 090
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,6%</i>
Autres produits et charges opérationnels	-2 212	-1 916	-4 464
Résultat opérationnel	6 936	8 317	11 626
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,3%</i>
Résultat financier	194	2 124	-662
Impôt sur le résultat	-4 130	-4 016	-4 453
Quote-part des sociétés mises en équivalences	-319	618	-1 376
Résultat net	2 681	7 043	5 135
<i>dont :</i>			
<i>Part du Groupe</i>	<i>776</i>	<i>3980</i>	<i>3827</i>
<i>Part des minoritaires</i>	<i>1905</i>	<i>3063</i>	<i>1309</i>
<i>Source : Comptes annuels consolidés au 31 décembre 2020, 2021 et 2022 de Keyrus</i>			
<i>*Publié, et non retraité du changement de méthode relatif à la norme IAS38</i>			
Charges en % du chiffre d'affaires			
Chiffre d'affaires	260 927	289 186	351 888
Charges de personnel	-58,8%	-58,9%	-56,4%
Achats consommés	-31,7%	-34,1%	-35,7%
Impôts et taxes	-0,9%	-0,9%	-0,7%
Autres produits et charges opérationnels	-0,8%	-0,7%	-1,3%
Autres produits et charges opérationnels courants	-0,3%	0,1%	-0,4%
Dotations aux amortissements et reprises aux provisions	-4,8%	-2,9%	-2,6%
EBIT pré-IFRS 16	9 373	10 264	15 381
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,4%</i>
EBITDA pré-IFRS 16	14 783	11 443	18 528
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,3%</i>

Chiffre d'affaires

Entre 2016 et 2022, le chiffre d'affaires de Keyrus extériorise un taux de croissance annuel moyen (TCAM) s'établissant à 7,5% sur la période.

En 2022, Keyrus a renforcé sa présence en Amérique latine en acquérant une participation majoritaire dans PartnersByu Participações, une entreprise brésilienne spécialisée dans la formation, le conseil et la vente d'applications personnalisées pour le marché du commerce électronique. En France, Keyrus a également pris une participation majoritaire dans CMG Consulting, un cabinet de conseil spécialisé dans les secteurs de la banque, de la finance, de l'assurance et de l'immobilier, ainsi que dans Kernel 42, une entreprise spécialisée dans les projets Web, mobiles et de Big Data. De plus, Absys Cyborg a acquis la totalité des actions d'Iprogest, une entreprise basée à Asnières et spécialisée dans les outils de gestion de la paie et des ressources humaines. Pour simplifier l'organisation juridique du groupe, Keyrus a également effectué plusieurs opérations de fusion. Keyrus Brésil a absorbé la filiale Qconsulting basée à São Paulo, tandis que les filiales françaises CloudJungle, Keyrus Management Régions, Livingston, Up Génération et C17 Engineering ont été dissoutes sans liquidation et leurs actifs transférés à Keyrus SA.

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2016-2022



La croissance 2017, s'établissant à 12,9% (11,8% de croissance organique) est portée par la croissance des activités Grands Comptes (14,3%). Cette performance s'explique par un marché mieux orienté et une demande alignée avec le portefeuille de solutions et services du Groupe.

La croissance ralentit en 2018, s'élevant à 6,1%. Elle est également portée par la croissance des activités Grands Comptes (+5,8%), qui a cependant été pénalisée par un quatrième trimestre en fort ralentissement en France et au Brésil, du fait notamment de la hausse du taux de rotation des effectifs et des difficultés de recrutement.

La croissance est moins dynamique en 2019 (+4,9%), notamment en vision organique (0,8% de croissance). Cette faiblesse est due à un ralentissement conjoncturel des activités en France, en Europe et au Brésil, malgré une croissance soutenue du Groupe dans les autres régions du monde, en particulier aux USA et en Afrique.

L'année 2020, marquée par la pandémie de Covid-19, a été en repli avec une baisse de 9,0% de l'activité (-9,8% sur la part organique). Ce repli a été entièrement porté par l'activité Grands Comptes, en recul de 11,9% en raison d'un ralentissement brutal des investissements des grandes entreprises. La reprise significative des activités de prestations de services en fin d'année a permis au segment Mid Market d'enregistrer une croissance de 1,5%.

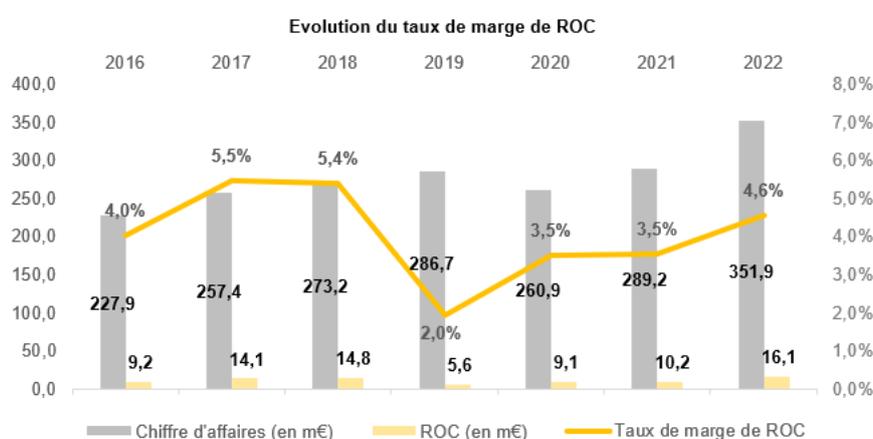
En 2021, un rattrapage a été observé grâce à la reprise économique consécutive à la sortie de la crise sanitaire, avec une augmentation du chiffre d'affaires de 10,8% (+7,8% de croissance

organique). Cette dynamique positive est en partie due à une bonne reprise de l'activité des Grands Comptes (+11,7%) ainsi qu'à la poursuite de la croissance du Mid Market (+8,0%).

L'année 2022 a connu une forte croissance (+21,7%), portée par une part organique de 14% (+15% en organique pour l'activité Grands Comptes et +9% en organique pour l'activité Mid Market). L'importante contribution de l'activité Grands Comptes s'explique principalement par une croissance soutenue en Amérique du Nord, ainsi qu'un retour à la croissance en Europe. Les activités de prestations de services sont restées à un niveau stable tandis que les revenus récurrents (contrats de support, contrats de souscription, abonnements Cloud Privé...) progressent, en phase avec la stratégie de la Société.

Le résultat opérationnel courant (ROC)

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de Keyrus sur la période 2016-2022 est présentée ci-dessous :



La marge opérationnelle s'apprécie au regard d'indicateurs clés de performance de la Société tels que le Taux d'Activité Congés Exclus (TACE), le Taux Journalier Moyen (TJM) et le Coût Journalier Moyen (CJM).

Les charges opérationnelles courantes de Keyrus comprennent principalement les charges de personnel (plus de 56% du chiffre d'affaires en 2022) et les achats consommés (36% du chiffre d'affaires). Ces derniers correspondent majoritairement à de la sous-traitance, en particulier en Amérique Latine et en Belgique, ainsi qu'à des achats de licences pour revente et des loyers. Les charges opérationnelles courantes (et notamment les charges de personnel) intègrent par ailleurs le produit de Crédit Impôt Recherche (ci-après « CIR »). On y retrouve enfin des impôts et taxes ainsi que d'autres produits et charges opérationnels courants.

Le résultat opérationnel courant (ROC) pour l'année 2018 s'élève à 14,8m€, soit 5,4% du chiffre d'affaires, contre 9,2m€, soit 4,0% du chiffre d'affaires en 2016. L'amélioration du taux de marge opérationnelle est le résultat d'une meilleure rationalisation des coûts et de l'intégration de plusieurs entreprises dans le groupe.

La détérioration de la rentabilité de Keyrus en 2019 (2,0% du chiffre d'affaires) est principalement due à des difficultés managériales ainsi qu'à une chute importante du taux d'occupation dans l'activité Grands Comptes en France, en particulier au premier semestre.

Le ralentissement brutal des investissements des grands comptes fin 2018 et début 2019, associé à un retard dans la prise de décision de ralentir les recrutements, ont entraîné la dégradation du taux d'occupation. Néanmoins, le taux d'occupation a été sensiblement amélioré au second

semestre, parallèlement à une réduction importante des coûts de structure afin de circonscrire les foyers de pertes.

Concernant l'activité Mid Market, la baisse de rentabilité doit être lue à l'aune d'une année 2018 affectée positivement par des changements de réglementation. Par ailleurs, une diminution de la demande des PME est observée en 2019. Enfin, la transition du mode de commercialisation des solutions (de la vente de licences au contrat de souscription) s'est rapidement amorcée, et implique dans ses premières années un volume insuffisant ne permettant pas de compenser la baisse du prix unitaire du contrat.

Dès l'année 2020, les actions mises en place au second semestre 2019, notamment concernant l'activité Grands Comptes, ont porté leurs fruits et ont permis une amélioration du taux de marge opérationnelle global (3,5% du chiffre d'affaires).

L'exercice 2021 extériorise un maintien du taux de marge de ROC (3,5% du chiffre d'affaires). Le ROC Grands Comptes est stable par rapport à l'an dernier, tandis que le ROC Mid Market affiche une légère progression, avec un carnet de commandes en hausse.

L'amélioration de la marge opérationnelle courante se poursuit en 2022, atteignant 4,6% du chiffre d'affaires, grâce à la poursuite de la reprise post-Covid. Pour l'activité Grands Comptes, l'augmentation de la marge est principalement due à l'amélioration du taux d'occupation en particulier en France et en Amérique Latine, mais aussi à une rentabilité en forte croissance sur les activités anglo-saxonnes. En revanche, l'activité Mid Market enregistre une baisse du ROC pour l'exercice 2022, principalement liée à des investissements dans les fonctions ressources et marketing.

Le résultat opérationnel (RO)

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s'effectue par le poste intermédiaire « Autres produits et charges opérationnels » qui est constitué d'éléments non récurrents.

Les autres produits et charges opérationnels s'élèvent respectivement à -2,2m€ en 2020, -1,9m€ en 2021 et -4,5m€ en 2022. Ils sont principalement constitués de charges de réorganisation, comprises entre 1,2m€ (2021) et 2,4m€ (2022), en hausse sur la période concernée.

Il en découle des taux de marge opérationnelle respectifs pour les années 2020, 2021 et 2022 de 2,7%, 2,9% et 3,3%.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société a connu une diminution entre l'exercice 2021 et 2022, évoluant de 2,1m€ à -0,7m€. Cette évolution est notamment portée par celle du coût de l'endettement (hausse des taux d'intérêt et augmentation de l'encours de la dette financière). L'activité en Amérique du Sud a également occasionné des pertes de change plus importantes.

Le résultat net

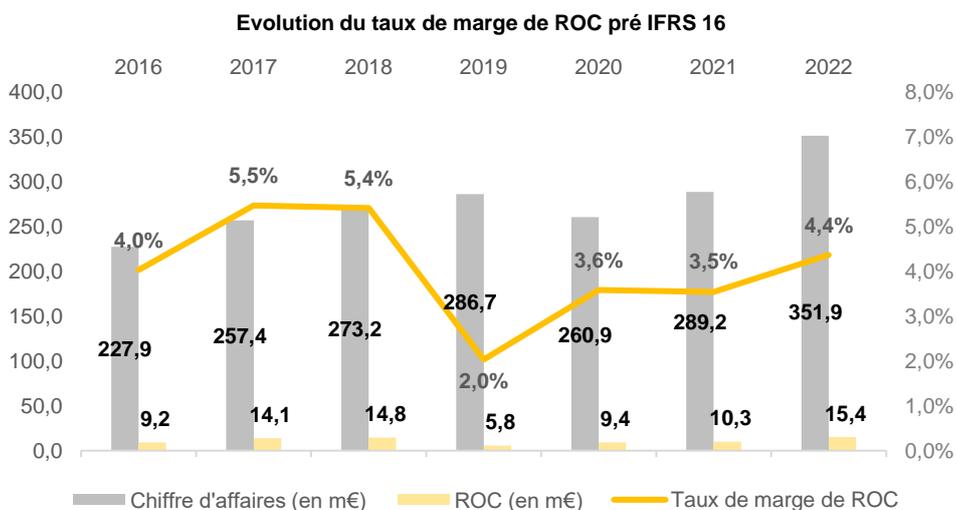
Le résultat net, résultant principalement des éléments décrits ci-avant, s'élève à 9,6m€ en 2022. Il intègre une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 4,4m€, qui comprend la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France pour 0,6m€. Le groupe considère que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12.

EBIT³

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin de valoriser la Société par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par Keyrus et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant comme étant l'EBIT. En effet, le ROC de Keyrus est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels avant prise en compte des éléments non normatifs de l'activité tels que des honoraires et coûts d'acquisition non récurrents affectant la comptabilité et la performance financière du Groupe.

Nous avons par ailleurs réintégré à l'agrégat la charge d'intérêts liée aux dettes de location communiquée par la Société, afin d'obtenir un EBIT pré-IFRS 16.



L'EBIT pré-IFRS 16 s'élève ainsi à 15,4m€ en 2022, soit un taux de marge d'EBIT de 4,4%.

³ Earnings Before Interest & Tax

1.1.2.7 - Equilibre bilancier et trésorerie

Bilan économique

Keyrus - Bilan économique			
En k€	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Goodwill	68 881	75 575	89 710
Immobilisations incorporelles	6 228	2 992	3 145
Immobilisations corporelles	5 636	5 725	5 472
Droits d'utilisation (IFRS 16)	35 708	28 688	25 381
Titres mis en équivalence	1 181	1 628	714
Autres actifs non courants	29 292	31 390	28 386
Actif immobilisé	146 926	145 998	152 808
Actif courant	106 776	122 552	141 286
Passif courant	-125 118	-130 963	-145 067
Besoin en Fonds de Roulement	-18 342	-8 411	-3 781
Impôts différés (nets)	4 949	4 894	6 568
Capitaux Employés	133 533	142 481	155 595
Capital	4 241	4 241	4 241
Primes d'émissions	20 942	20 942	20 942
Réserves consolidées	17 685	9 730	11 290
Résultat consolidé	776	3 980	3 827
Capitaux Propres - part du Groupe	43 644	38 893	40 300
Intérêts minoritaires	3 351	6 844	5 735
Capitaux Propres	46 995	45 737	46 035
Provisions pour IDR	3 086	3 268	3 868
Provisions pour risques et charges	11 286	9 186	10 643
Provisions	14 372	12 454	14 511
Dette financière	134 055	132 814	157 252
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-61 887	-48 525	-62 204
Dette financière nette (+)	72 168	84 289	95 048
Capitaux Investis	133 533	142 481	155 595

Source : Comptes annuels consolidés au 31 décembre 2020, 2021 et 2022 de Keyrus

Au 31 décembre 2022, l'actif immobilisé de Keyrus s'élève à 152,8m€ et se compose essentiellement de goodwill, des droits d'utilisation et des autres actifs non courants.

Le goodwill du groupe, qui résulte des acquisitions historiques et de la stratégie de croissance externe déployée, s'élève à 89,7m€ au 31 décembre 2022, et représente l'essentiel des capitaux employés. Son évolution sur la période 2020-2022 s'explique par les écarts d'acquisition enregistrés en 2022 pour 13,5m€ dans le cadre de l'acquisition CMG.

Les immobilisations incorporelles de la Société s'établissent à 3,1m€ au 31 décembre 2022. Elles se composent principalement de concessions, brevets et logiciels.

Les droits d'utilisation concernent essentiellement les locaux de l'entreprise dont le groupe n'est pas propriétaire. Ces droits d'utilisation, liés aux contrats de location, s'élèvent à 25,4m€ au 31 décembre 2022 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1er janvier 2019. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle sont désormais traités comme des contrats de location-financement et doivent être inclus au bilan sous forme de droits d'utilisation et de dette locative.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 5,5m€ au 31 décembre 2022, se composent essentiellement d'aménagement de locaux ainsi que de matériels informatiques, d'équipements, et de mobilier.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (6,6m€ au 31 décembre 2022) issus essentiellement de reports déficitaires activables.

Les capitaux propres (part du groupe) de Keyrus s'élèvent à 40,3m€ au 31 décembre 2022. Leur évolution depuis le 31 décembre 2020 découle principalement des résultats du Groupe.

Les provisions s'élèvent à 14,5m€ au 31 décembre 2022 contre 12,5m€ au 31 décembre 2021. Elles se composent principalement au 31 décembre 2022 de provisions pour litiges prud'homaux pour 7,8m€ et de provisions pour indemnités de départ à la retraite pour 3,9m€.

La dette financière nette comptable de Keyrus s'élève à 95,0m€ au 31 décembre 2022. Elle est constituée de dettes financières pour 157,3m€ et de trésorerie pour 62,2m€.

Les dettes financières comprennent notamment un crédit syndiqué divisé en deux tranches, une tranche A de 28,3m€ et une tranche B de 18,8m€, ainsi qu'une ligne de crédit renouvelable RCF de 15,0m€ et des obligations de relance pour un montant de 17,0m€. La dette financière nette comptable inclut également les dettes de location conformément à la norme IFRS 16 pour un montant de 26,0m€, des dettes financières liées au financement des créances pour 14,3m€, d'autres passifs financiers correspondant essentiellement à des options d'achat des minoritaires des acquisitions du Groupe pour 26,0m€, ainsi qu'un montant réintégré d'affacturage déconsolidant pour 10,3m€.

L'augmentation de la dette financière nette comptable sur la période s'explique principalement par deux facteurs :

- en 2021, par la diminution de la trésorerie nette (48,5m€ contre 61,9m€ en 2020);
- en 2022, par l'augmentation des emprunts bancaires (80,5m€ contre 59,5m€ en 2021), à la suite notamment de la mise en place en décembre 2022 des obligations de relance pour un montant de 17,0m€.

Keyrus - Dette financière nette	
En m€	31/12/2022
Crédit syndiqué	47,1
Obligation relance	17,0
Crédit renouvelable	15,0
Autres	1,4
Emprunts bancaires	80,5
+ Financements de créances	14,3
+ Réintégration affacturage déconsolidant	10,3
+ Découverts bancaires	0,1
+ Autres passifs financiers	26,0
= Dette financière hors dettes de locations	157,3
- Obligations locatives	-26,0
= Dette financière hors dettes de locations	131,3
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-62,2
= Dette financière nette (+)	69,1

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2022 de Keyrus

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Keyrus - Besoin en Fonds de Roulement			
En k€	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Stocks et en cours	12	12	21
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>
Créances clients	75 066	78 014	90 043
<i>en jours de CA</i>	<i>105 jours</i>	<i>98 jours</i>	<i>93 jours</i>
Créances clients - affect. déconsolidant		6 400	10 300
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>8 jours</i>	<i>11 jours</i>
Instruments financiers dérivés actifs	118	197	4
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>
Autres débiteurs nets	18 701	23 988	25 444
<i>en jours de CA</i>	<i>26 jours</i>	<i>30 jours</i>	<i>26 jours</i>
Charges constatées d'avance	12 879	13 941	15 474
<i>en jours de CA</i>	<i>18 jours</i>	<i>18 jours</i>	<i>16 jours</i>
Actif courant	106 776	122 552	141 286
<i>en jours de CA</i>	<i>149 jours</i>	<i>155 jours</i>	<i>147 jours</i>
Fournisseurs et comptes rattachés	-33 153	-38 197	-49 337
<i>en jours de CA</i>	<i>-46 jours</i>	<i>-48 jours</i>	<i>-51 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-58 825	-55 606	-57 012
<i>en jours de CA</i>	<i>-82 jours</i>	<i>-70 jours</i>	<i>-59 jours</i>
Autres passifs courants	-33 140	-37 160	-38 718
<i>en jours de CA</i>	<i>-46 jours</i>	<i>-47 jours</i>	<i>-40 jours</i>
Passif courant	-125 118	-130 963	-145 067
<i>en jours de CA</i>	<i>-175 jours</i>	<i>-165 jours</i>	<i>-150 jours</i>
BFR	-18 342	-8 411	-3 781
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>260 927</i>	<i>289 186</i>	<i>351 888</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>-26 jours</i>	<i>-11 jours</i>	<i>-4 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>-7,0%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-1,1%</i>

Source : Comptes annuels consolidés au 31 décembre 2020, 2021 et 2022 de Keyrus

La Société dégage un excédent en fonds de roulement en diminution sur la période considérée de 2020 à fin 2022.

Le BFR de Keyrus se compose principalement de créances clients, de dettes fiscales et sociales⁴ et de dettes fournisseurs.

Les créances clients s'élèvent à 90,0m€ au 31 décembre 2022. Les autres débiteurs nets, d'un montant de 25,4m€ au 31 décembre 2022, comprennent principalement des créances fiscales et sociales à recevoir, notamment la part courante des créances de Crédit d'Impôt Recherche (CIR).

L'actif courant est en légère diminution en jours de chiffre d'affaires entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2022 (respectivement 149 jours de CA et 147 jours de CA), après une hausse au 31 décembre 2021 (155 jours). La diminution est portée par celle des créances clients sur la période, évoluant de 105 jours de CA à 93 jours de CA. Néanmoins, l'actif courant après réintégration de l'affacturage déconsolidant apparaît stable, évoluant de 105 jours de CA à 104 jours de CA. Les autres débiteurs nets ainsi que les charges constatées d'avance restent tendanciellement stables en jours de chiffre d'affaires entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2022.

Le passif courant a connu une baisse entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2022, passant de 175 jours de chiffre d'affaires à 150 jours de chiffre d'affaires. Cette diminution s'est produite de manière linéaire sur les trois années. Elle est principalement due à la diminution en valeur relative des dettes fiscales et sociales, passant de 82 jours de CA à fin 2020 à 59 jours de CA à

⁴ Principalement des dettes sociales correspondant aux salaires des employés de Keyrus SA payés en début de mois suivant

fin 2022, du fait notamment d'un remboursement pour 13m€ de reports de charges sociales et fiscale, passif constitué pendant la crise sanitaire de la Covid-19.

La diminution de l'excédent en fonds de roulement sur la période s'explique ainsi principalement par l'évolution à la baisse du passif courant, de 175 jours de CA en 2020 à 150 jours de CA en 2022, attribuable à la diminution des dettes fiscales et sociales en valeur relative.

D'après les informations communiquées par le management, le BFR se caractérise par une saisonnalité ; nous comprenons que le niveau de BFR observé en fin d'année est inférieur au niveau observé en moyenne sur l'année et n'est pas jugé normatif.

Toutefois, nous ne procéderons pas à un ajustement du BFR dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la différence entre le BFR qui pourrait être jugé normatif et le BFR observé au 31 décembre 2022, l'hypothèse retenue maximisant la valeur de l'action Keyrus par les méthodes analogiques. Un ajustement de BFR a cependant été retenu dans la méthode des flux de trésorerie actualisés sur la première année de flux au regard des hypothèses retenues dans le plan d'affaires.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre

Monsieur Eric Cohen, fondateur, président directeur général et actionnaire majoritaire de Keyrus, a décidé de constituer la société K Eagle Investment le 17 avril 2023 dans le cadre du projet d'acquisition de l'intégralité du capital social de Keyrus par voie d'offre publique d'achat simplifiée initiée par K Eagle Investment suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et de la radiation des actions Keyrus du marché Euronext Growth Paris.

L'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers ont conclu le 6 juin 2023 un protocole d'investissement relatif à l'Offre et aux conditions de leur investissement dans la société K Eagle Investment.

La signature du Protocole d'Investissement a été constitutive d'une mise en concert déclarée entre les membres du Concert et a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 6 juin 2023 et d'un avis de l'AMF à cette même date.

Pour les besoins du financement de l'Offre :

- l'Initiateur a obtenu, concomitamment à la signature du Protocole d'Investissement, la mise en place d'un financement bridge d'un montant total en principal de 27 millions d'euros consenti par la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Brie Picardie au titre d'un contrat de crédit relais conclu le 6 juin 2023 entre l'Initiateur et la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Brie Picardie ; et
- BNP Paribas Développement a consenti, le 6 juin 2023, une avance en compte courant d'associé auprès de l'Initiateur pour un montant de 14 millions d'euros après avoir fait l'acquisition de 1 action de l'Initiateur auprès de Monsieur Eric Cohen à un prix égal à sa valeur nominale (0,10 euro).

A la date du Projet de Note d'Information, le capital social de l'Initiateur était composé de 10 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune, étant précisé que Monsieur Eric Cohen et BNP Paribas Développement détenaient respectivement 9 actions et 1 action de l'Initiateur.

Il est précisé que l'Initiateur et les autres membres du Concert n'ont procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition de titres de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre au cours des douze derniers mois.

C'est dans ce contexte que K Eagle Investment a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital de Keyrus, à l'exclusion (i) des actions Keyrus auto-détenues et (ii) des actions Keyrus devant être apportées à l'Initiateur dans le cadre des Apports en Nature (voir ci-dessous).

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par les membres du Concert du seuil de détention de 30% du capital et des droits de vote de Keyrus résultant de la signature, le 6 juin 2023, du Protocole d'Investissement constitutive d'une action de concert. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Si les conditions réglementaires sont remplies à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, K Eagle Investment a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions Keyrus qui n'auraient pas été apportées à l'Offre, aux mêmes conditions financières que celles de l'offre publique d'achat simplifiée.

1.2.2 - Termes de l'Offre

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement signé le 6 juin 2023, les opérations décrites en §5 seront réalisées à la date de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre ou, au plus tard, dans les deux jours ouvrés suivant la date de ladite décision.

Le capital social de l'Initiateur, à la suite de ces opérations, sera composé de 442.496.855 actions ordinaires.

A notre connaissance, le capital social de l'Initiateur sera réparti comme suit postérieurement aux opérations :

K Eagle Investment - Détail des actions postérieurement à l'opération			
Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre d'actions gratuites	% du capital et des droits de vote
Monsieur Eric Cohen	351 109 509	-	78,33%
BNP Paris Développement	70 000 001	-	15,62%
Management	21 387 345	5 740 000	6,05%
Total des actions	442 496 855	5 740 000	100,0%

Source: *Projet de note d'information*

L'Offre porte sur la totalité des actions Keyrus qui étaient d'ores et déjà émises à la date du Projet de Note d'Information, à savoir, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre de 17.277.870 actions Keyrus, à l'exclusion :

- des 1.379.626 actions Keyrus auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre, et ;
- des 10.642.767 actions Keyrus devant être apportées à l'Initiateur dans le cadre des Apports en Nature.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre total de 5.255.477 actions de la Société.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société⁵.

⁵ Il est précisé que chaque titulaire d'actions gratuites attribuées par la Société dont la période d'acquisition est en cours a donné son accord ferme et irrévocable afin de renoncer à ses droits de recevoir la quote-part d'actions qui lui a été

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Keyrus les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre, au prix de 7,00 euros par action.

Dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Keyrus ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de Keyrus, l'Initiateur demandera à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Keyrus non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 7,00 euros par action.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions du marché Euronext Growth Paris.

gratuitement attribuée par la Société, sous réserve de, et avec effet à compter de, l'Attribution Gratuite des AO par l'Initiateur audit titulaire d'actions gratuites attribuées par la Société, étant précisé que la date d'Attribution Gratuite des AO par l'Initiateur devra être antérieure à la date d'acquisition des actions gratuites attribuées par la Société pour chacun des titulaires concernés.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 38.200 associés et collaborateurs dans plus de 145 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre

d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et qui sera actualisé d'ici fin 2023.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, SFEV, Ordre des experts comptables...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Maxime Hazim est associé du cabinet Crowe HAF, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®) et disposant de 14 ans d'expérience en évaluation et en audit, d'abord chez EY puis chez Crowe HAF. Maxime Hazim est membre de l'APEI ;
- Inès Meflah, Superviseur, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a rejoint Crowe HAF en novembre 2021 après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure ;
- Hugo Pereira, Analyste, diplômé du Master d'Ingénierie Financière de la Sorbonne (Paris 1) a rejoint Crowe HAF en juillet 2022 où il a effectué de nombreuses missions d'évaluation financière ;
- Quentin Pinon, Analyste, diplômé du Master Grande Ecole de Kedge Business School (spécialisation Finance).

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société ADA par la société Groupe Rousselet (Juin 2022, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Umanis initiée par la société CGI France (Mai 2022, Etablissement présentateur : Société Générale) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Tivoly initiée par la société Holding Tivoly, contrôlée par Peugeot Frères Industrie (Avril 2022, Etablissement présentateur : Société Générale) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société S.T. Dupont initiée par la société D and D International BV (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Etablissements Fauvet-Girel initiée par la société Advanced Biological Laboratories (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Banque Delubac & Cie).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Keyrus au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 60.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 320 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Keyrus, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de Keyrus et le comité *ad hoc* ;
- analyse du plan d'affaires de Keyrus ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (contrôles de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Keyrus ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ainsi qu'à une variation du taux d'actualisation et de la marge d'EBIT.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Keyrus ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Keyrus (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Keyrus par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre principal)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Keyrus ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Keyrus ;
- évaluation des transactions en matière de multiples sur la base des prix d'acquisition ;
- évaluation de Keyrus par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Transaction significative intervenue sur le capital de société (méthode retenue à titre principal)

- référence au Protocole d'Investissement signé le 6 juin 2023 conclu par l'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Keyrus ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Analyse des accords connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de Keyrus sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'évaluation

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de Keyrus

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de Keyrus a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 20 février 2023.

Notre mission s'est déroulée du 20 février 2023 au 30 juin 2023. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 20 février au 14 avril 2023 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echange avec la direction générale de Keyrus et son comité ad hoc le 14 avril 2023 (kick-off).
- du 15 avril au 28 avril 2023 : Préparation de l'évaluation. Echange avec la direction financière de Keyrus sur les états financiers et les données prévisionnelles le 26 avril 2023. Analyse des données historiques et prévisionnelles. Echange avec l'établissement présentateur le 28 avril 2023.
- du 29 avril au 8 juin 2023 : Analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation.

- Réunions intermédiaires de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration ;
 - Echanges avec la direction de Keyrus et l'établissement présentateur ;
 - Réunion physique avec la direction financière de Keyrus et l'établissement présentateur (12 mai 2023) ;
 - Analyse du Protocole d'Investissement et des accords connexes à l'Offre ;
 - Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 9 juin au 29 juin 2023 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité ad hoc (29 juin 2023) et au Conseil d'Administration de Keyrus.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Keyrus (Société objet de l'Offre)

- M. Eric Cohen, Président Directeur Général de Keyrus et administrateur
- M. Johann Temim, Directeur Financier de Keyrus (*Executive VP Finance & Strategy*)
- M. Philippe Lansade, Administrateur et membre du comité ad hoc
- M. Claude Benmussa, Administrateur et membre du comité ad hoc

Degroof Petercam (Etablissement présentateur)

- M. Philippe Personne, M&A Managing Director
- M. Cyril Temin, M&A Executive Director
- M. Franck Fournier, M&A Vice President
- M. Alexandre Douillet, M&A Associate

Jeantet (Conseil juridique de Keyrus)

- M. Cyril Deniaud, Avocat associé
- M. Benjamin Cohu, Avocat *Counsel*
- M. Guillaume Soulé, Avocat collaborateur

2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN) réalisée par Xerfi et publiée en septembre 2022,
- les informations publiques sur la société Keyrus, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques de la Société au 31 décembre 2019, 2020, 2021 et 2022,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2019, 2020, 2021 et 2022,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2023-2027 de la Société établi par la direction générale et financière de Keyrus et approuvé par le Comité d'audit du 15 décembre 2022,

- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et les droits de vote au 31 décembre 2022,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Keyrus,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Degroof Petercam intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- le protocole d'Investissement relatif à l'Offre, en date du 6 juin 2023,
- les projets de traités d'apport, relatifs à des apports en nature devant être réalisés conformément au Protocole d'Investissement à la date de réalisation des opérations prévues aux termes du Protocole d'Investissement,
- le projet de pacte d'associés relatif à l'Initiateur qui sera conclu entre Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers à la date de réalisation des opérations prévues aux termes du Protocole d'Investissement, conformément au projet de pacte d'associés annexé audit Protocole d'Investissement.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 17.277.870.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Keyrus correspond au nombre d'actions émises à la date du projet de note d'information diminué de l'auto-détention (1.379.626 actions auto-détenues par la Société), augmenté du nombre d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs émis par la Société (164.000 actions qui correspondent aux AGA attribuées en période d'acquisition, issues des plans d'AGA).

Nous n'avons pas retenu le nombre d'actions résultant de l'exercice des AGA attribuées en période d'acquisition, dans la mesure où chaque titulaire d'actions gratuites attribuées par la Société dont la période d'acquisition est en cours a donné son accord ferme et irrévocable afin de renoncer à ses droits de recevoir la quote-part d'actions qui lui a été gratuitement attribuée par la Société.⁶

Keyrus - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	17 277 870
- Autodétention	-1 379 626
Nombre d'actions pleinement dilué	15 898 244

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 15.898.244 actions.

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

En cohérence avec le plan d'affaires qui nous a été transmis qui intègre le budget de l'année 2023 et le niveau de besoin en fonds de roulement de la Société observé au 31 décembre 2022, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation d'endettement financier net de Keyrus au 31 décembre 2022 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La dette nette ajustée de Keyrus repose ainsi sur des données bilanciellées récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant (§1.1.2.7), la dette financière nette comptable retenue dans nos travaux s'élève à 69,1m€ au 31 décembre 2022. Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation qui n'inclut pas l'impact de la norme IFRS 16, l'endettement financier retenu n'inclut pas la dette de location de 26,0m€ au 31 décembre 2022, comptabilisée au passif du bilan en application de la norme comptable IFRS 16.

⁶ Sous réserve de, et avec effet à compter de, l'Attribution Gratuite des AO par l'Initiateur d'actions gratuites attribuées par la Société, étant précisé que la date d'Attribution Gratuite des AO par l'Initiateur devra être antérieure à la date d'acquisition des actions gratuites attribuées par la Société pour chacun des titulaires concernés.

Keyrus - Dette financière nette	
En m€	31/12/2022
= Dette financière incluant les dettes de locations	157,3
- Obligations locatives	-26,0
= Dette financière hors dettes de locations	131,3
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-62,2
= Dette financière nette (+)	69,1

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2022 de Keyrus

Par ailleurs, nous avons intégré à la trésorerie nette des éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2022 et des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Keyrus - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En m€	31/12/2022
Dette financière nette (+)	69,1
- Titres de participation et MEE	-7,0
- Actualisation des puts d'actionnaires minoritaires	-4,2
+ Debt faire value (IFRS - coûts de levée de la dette)	2,7
+ Intérêts minoritaires hors puts	3,0
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	2,9
+ Provisions pour risques et charges*	10,6
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée	77,1

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2022 de Keyrus

* Nets d'impôts

A ce titre, nous avons considéré les titres de participation (6,3m€) ainsi que les titres mis en équivalence (0,7m€) comme porteurs de valeur économique additionnelle, et les avons déduits de la dette financière nette retenue. Ces titres étant comptabilisés en juste valeur, nous considérons leur valeur économique proche de la valeur comptable enregistrée au bilan.

Nous avons actualisé les *puts* (options de vente que détiennent des actionnaires minoritaires) inclus dans les autres passifs financiers en fonction de leurs échéances au coût du capital. A la suite de cette actualisation, le montant des autres passifs financiers, de 26m€ en valeur comptable, s'établit à 21,8m€ en valeur actualisée, correspondant à une diminution de -4,2m€ de la dette nette ajustée.

Nous avons par ailleurs augmenté le montant des emprunts bancaires du montant des coûts de levée de la dette de 2,7m€, non comptabilisés en normes IFRS, les considérant cette fois comme des éléments décaissables.

Les intérêts minoritaires, dont nous avons déduit les valeurs associées aux actionnaires minoritaires détenant des *puts* (options de vente que détiennent des actionnaires minoritaires), ont été ajoutés à la dette financière nette retenue pour un montant de 3,0m€.

Nous avons également considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables et avons intégré celles-ci au calcul de la dette nette. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 31 décembre 2022, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés) s'élève à 2,9m€.

Enfin, suivant la même logique, nous avons considéré les provisions pour risques et charges comme réputées décaissables et avons intégré celles-ci au calcul de la dette nette, pour un montant de 10,6m€ au 31 décembre 2022.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 77,1m€.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de Keyrus a été élaboré initialement début 2022, puis affiné en octobre 2022, dans le cadre de négociations avec les banques auprès desquelles Keyrus souhaitait obtenir un financement.

Il a été revu et approuvé en comité d'audit le 15 décembre 2022.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires de Keyrus est un business plan consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2023 au 31 décembre 2027) et tient compte de l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel et notamment des effectifs productifs (ETP facturables), du TACE, du TJM ainsi que du nombre de jours ouvrés par an,
- au niveau de marge brute qui évolue selon le TJM, le CJM ainsi que selon le TACE,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) tenant compte des frais généraux (charges externes) ainsi que des coûts de ventes,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également des prévisions liées au CIR et à la CVAE.

Les prévisions ont été établies dans un premier temps début 2022, sur la base des budgets 2022 ou des plans à horizon 2-3 ans (lorsque disponibles) remontés par les filiales, suivant un processus « *bottom-up* ». Le plan global a ensuite été affiné sur le printemps-été 2022, puis en octobre 2022, avec un réajustement réalisé au regard des comptes semestriels 2022 et de l'atterrissage 2022 remonté par les filiales. Les estimations sur la période 2024-2027 ont pu être inférées de façon plus tendancielle au regard des réalisations et du budget. Il n'a par la suite pas été jugé utile d'amender le plan, qui a servi pour les tests de dépréciation réalisés en décembre 2022 et a été approuvé lors d'un comité d'audit du 15 décembre 2022.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques de la Société (incluant les impacts de la pandémie de Covid-19 sur l'activité de la Société).

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)

Un test de dépréciation (« *impairment test* ») a été effectué au 31 décembre 2022 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) Grands Comptes et Mid Market, étant précisé que les prévisions propres à ces UGT ont été extraites du même plan d'affaires que celui qui a été utilisé dans le cadre de nos travaux.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Keyrus. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2022 s'élève à 40.300k€, soit une valeur de 2,51€ par action⁷. Le prix d'Offre proposé de 7,00€ extériorise une prime de 179% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Keyrus dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été utilisée car la valeur de Keyrus ne fait pas l'objet d'un suivi régulier par un analyste financier.

⁷ Sur la base du nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2022

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il n'a pas été versé de dividendes par la société Keyrus au cours des derniers exercices.

Cette méthode n'est donc pas applicable.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des comparables boursiers,
- méthode des transactions comparables,
- référence au cours de bourse,
- référence aux transactions significatives sur le capital.

3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.1.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2027 d'après le plan d'affaires, qui n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16, puis revus et validés en comité d'audit le 15 décembre 2022.

3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires de Keyrus

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Le plan d'affaires extériorise une croissance organique budgétée à près de 9% en 2023, puis une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 7% sur la période 2022-2027. Cette dynamique traduit la poursuite des stratégies de développement du groupe, dans la continuité de la croissance historique sur le périmètre organique hors années exceptionnelles (+7,9% en 2018, +7,8% en 2021).

Cette croissance repose pour partie sur un meilleur taux d'occupation et un effet prix (hausse du TJM), notamment en France, qui devrait bénéficier d'un effet rattrapage (+4% de taux journalier en moyenne annuelle sur 2022-2027, hors Absys Cyborg). L'effet prix est également marqué en Amérique du Nord et en Europe, représentant ensemble autour de 30% du chiffre d'affaires moyen prévisionnel, avec des hausses attendues comprises entre +3% et +4%. Ces hausses sont notamment portées par le phénomène d'inflation salariale, répercuté avec un décalage sur le prix des prestations.

La croissance projetée repose également sur un effet volume, avec une croissance annuelle moyenne des ETP⁸ 2022-2027 de 3% en France (+4% en Amérique du Nord, +2% en Europe). Cette hypothèse anticipe une dynamique de recrutement réussie, dans un contexte particulièrement concurrentiel pour les ESN marqué par une pénurie des ressources.

Analyse de la marge brute

La marge brute de Keyrus correspond au chiffre d'affaires minoré des coûts directs et indirects variables, ces derniers étant constitués à hauteur d'environ 75% de la masse salariale chargée des effectifs productifs (hors effectif commercial et administratif), ainsi que de coûts d'achats de licences et des loyers. Cet indicateur, non publié par la Société, sera seulement commenté sur ses évolutions tendanciennes en tant que composante clé de la marge d'EBIT.

La marge brute est essentiellement liée aux indicateurs de performance que sont le TJM, le CJM et le TACE.

Les prévisions de marge brute du plan témoignent d'une volonté de poursuite d'une maîtrise du contexte salarial inflationniste de la Société et d'une répercussion de la hausse du CJM sur le TJM, avec une hausse marquée du taux de marge brute en 2023 (près de 100 points de base), puis une très légère hausse du taux de marge brute global sur l'horizon prévisionnel.

L'augmentation de la marge brute est portée par certaines zones fortement contributrices en chiffre d'affaires (France ainsi qu'Absys Cyborg notamment, représentant plus de la moitié du chiffre d'affaires prévisionnel), tandis que d'autres devraient constater une diminution (Amérique du Nord).

Le plan d'affaires pose ainsi l'hypothèse forte d'un redressement de la marge brute France, supposant d'une part la répercussion des hausses de salaires pratiquées, et d'autre part un rattrapage sur des prix inférieurs au marché, tout en maîtrisant les coûts de production.

Une légère amélioration du taux d'occupation est par ailleurs anticipée, notamment sur le périmètre Absys Cyborg et Amérique du Nord.

Analyse de la marge d'EBIT (ROC) hors IFRS 16

Porté notamment par l'augmentation du taux de marge brute, le taux de marge d'EBIT devrait s'améliorer progressivement sur la durée du plan d'affaires pour atteindre environ 7,3% à l'horizon 2027 (supérieur au taux de marge d'EBIT maximum observé depuis 2016, soit 5,5% en 2017).

Outre l'effet marge brute, cette évolution découle également d'une maîtrise des frais administratifs et des frais généraux (coûts de personnels de structure et de vente, loyers, coûts informatiques). Leur croissance s'établit respectivement de 5,6% et 5,1% sur la période 2022-2027 en moyenne annuelle, soit des niveaux de croissance inférieurs à celui du chiffre d'affaires du fait de leur nature fixe.

⁸ Equivalents Temps Plein

Les dotations aux amortissements (hors impact de la norme IFRS 16) devraient quant à elles rester relativement stables en valeur relative et représenter 0,7% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires contre 0,9% en 2022.

CVAE, CIR et impôt retenu

La Société anticipe un niveau de CVAE représentant environ 0,3% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires, prévision apparaissant cohérente au regard du niveau de CVAE observé en 2022 pour Keyrus (0,2%).

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), d'un niveau net estimé s'établissant en moyenne à 3,9m€ sur la période 2023-2027, a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires, en le déduisant de la base imposable (produit non imposable fiscalement), tout en prenant en compte le flux de trésorerie qu'il représente. Nous avons par ailleurs tenu compte du flux de CIR long terme actualisé non intégré à la suite de la dernière année du plan d'affaires, en respectant le cadencement de sa perception.

Keyrus opérant dans plusieurs zones géographiques, une estimation de l'impôt sur la période du plan a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent notamment sur le taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2023⁹), mais également sur les taux d'impôt projetés pour les autres zones par le Management¹⁰, tous pondérés par leur EBIT prévisionnel sur la période.

Les calculs de base imposable tiennent également compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices¹¹ en réintégrant également l'impact de la CVAE (réduisant la base imposable).

Le taux d'impôt théorique pondéré après ajout de la contribution additionnelle et de la CVAE s'élève ainsi à 32,5% en 2023 pour atteindre 31,3% à l'horizon du plan.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur d'entreprise, de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables (8,1m€), qui a été calculée en actualisant au coût du capital l'économie d'impôt générée par l'apurement des déficits sur la durée du plan d'affaires.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique constatée dans le marché des ESN (Entreprises de Services Numériques). Sur les deux dernières années écoulées, les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles représentaient entre 0,9% et 0,8% du chiffre d'affaires.

Les données historiques apparaissent en cohérence avec les niveaux d'investissements projetés autour de 0,7% sur la période du plan d'affaires. Ces investissements concernent principalement l'aménagement de locaux ainsi que du matériel informatique.

⁹ Pour les sociétés dont le chiffre d'affaires est supérieur à 250m€ : 25% à compter de 2022

¹⁰ A partir de 2023 : 25% pour le reste de l'Europe, 34% pour l'Amérique Latine, 28% pour l'Amérique du Nord, 15% pour l'Afrique et le Moyen-Orient ainsi que pour l'Asie.

¹¹ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en §1.1.2.7 de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux empiriques observés, obtenus dans le cadre d'une Vendor Due Diligence réalisée en 2022. Ces niveaux empiriques, auxquels ont été réintégrées les créances déconsolidées, ont également été ajustés d'un constat actuel par le Management d'une augmentation sensible des délais de paiement (+10 jours prévus par le Management entre 2022 et 2024). Le calcul ainsi réalisé aboutit à une prévision de BFR normatif d'environ 4% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

Sur cette base, l'excédent en fonds de roulement observé à fin décembre 2022 et représentant -5 jours de chiffre d'affaires devrait se transformer en besoin de fonds de roulement dès 2023, induisant une consommation de trésorerie importante sur le premier flux. Cette consommation est ensuite de l'ordre de 1m€ sur la durée résiduelle du plan d'affaires.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois raisonnables et cohérentes en termes de chiffre d'affaires.

Ces hypothèses reposent sur une croissance soutenue en 2023 et 2024, cohérente avec les prévisions 2023-2024 des analystes suivant les ESN françaises.

Quand bien même un ralentissement de la croissance serait observé dès 2024, les hypothèses de croissance du plan d'affaires post 2023 restent volontaristes, le déterminant principal de la croissance résidant dans la capacité à atteindre les objectifs fixés de croissance des effectifs d'une part et de hausse du taux journalier moyen d'autre part. Elles sont néanmoins cohérentes avec la croissance organique moyenne que Keyrus a pu réaliser historiquement entre 2016 et 2022 (environ +5,5%, incluant des périodes fortement affectées par la Covid-19).

Le plan d'affaires apparaît toutefois plus volontariste sur les hypothèses de rentabilité. D'une part, il s'inscrit dans un contexte inflationniste (notamment sur les salaires) au sein d'un marché particulièrement compétitif pour le recrutement des effectifs ; d'autre part, la dynamique du plan d'affaires traduit une hypothèse forte de redressement de la rentabilité France, portant la progression de l'EBIT consolidé. Le niveau de profitabilité globale anticipé par la Société à compter de 2023 n'a, par ailleurs, jamais été réalisé par la Société au cours des sept dernières années.

Son caractère volontariste, reflété par un taux de marge opérationnelle de plus de 7% à l'horizon 2027, reste ambitieux au regard des marges opérationnelles observées sur les performances historiques des sept dernières années (entre 2,0% et 5,5% de taux de marge opérationnelle courante hors IFRS 16).

3.3.1.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2023 – 2027, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Keyrus - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT*	Résultat Opérationnel Courant
- Impôt normatif théorique pondéré	Sur résultat opérationnel**
= NOPAT hors IFRS 16	Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16
+ Amortissements	Hors amortissements liés à IFRS 16
- Investissements	
+/- Variation du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

*Hors effets de la norme IFRS 16, hors CVAE

**Hors CIR, réintégrant la CVAE

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés au 6 juin 2023.

3.3.1.4 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		Keyrus
Taux sans risque	(1)	2,90%
Prime de risque pays	(2)	0,75%
Prime de risque du marché	(3)	5,56%
Beta désendetté	(4)	0,97
Gearing	(5)	10%
Beta endetté	(6)	1,04
Prime de taille	(7)	4,91%
Coût des capitaux propres	(8)	14,34%
Coût de la dette	(9)	5,8%
Taux d'IS	(10)	25,8%
Coût de la dette après impôts		4,3%
D/(D+CP)		9%
CP/(D+CP)		91%
Coût moyen pondéré du capital	(11)	13,43%

(1) OAT 10 ans - moy. 2 ans au 06/06/23

(2) Prime de risque pays Damodaran

(3) Fairness Finance - moy. 2 ans à fin mai 2023

(4) Médiane 2 ans des comparables

(5) Gearing cible de la Société

(6) Formule de Hamada

(7) Moyenne Ibbotson/CCEF

(8) Formule du modèle CAPM

(9) Coût de la dette de la Société

(10) Taux d'impôt sur les sociétés

(11) Formule $1 - D/(D+E) = E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 13,43%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque basé sur la moyenne 3 mois au 6 juin 2023 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 2,90% ;
- une prime de risque pays (0,75%) fondée sur les primes de risques pays calculées par Damodaran, pondérées par leur poids dans l'EBITDA de Keyrus issu du contributif par pays 2021 ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,56%, basée sur le TRI calculé par Fairness Finance à fin mai 2023¹²;
- un *gearing* cible de 10% se rapprochant du *gearing* cible (ratio dette nette / capitalisation boursière) de Keyrus à l'horizon du plan d'affaires ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,97 retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans d'un échantillon élargi de sociétés cotées comparables à

¹² Dont a été soustrait notre propre calcul du taux sans risque (basé sur une moyenne 3 mois et non sur un niveau spot en fin de mois).

Keyrus affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 15%, excluant les sociétés comparables à Absys (R² inférieur à 15%). Il regroupe les sociétés Neurones S.A., Aubay S.A., mais également Wavestone SA, Sopra Steria Group S.A., Capgemini SE et Atos SE (ayant été ajoutées à l'échantillon pour l'analyse des bêtas) ;

- la prime de taille retenue (4,91%) est fondée sur la moyenne de la prime extériorisée par l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps¹³ en 2021, et celle de la CCEF¹⁴ publiée en 2023. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ; et
- un coût de la dette moyen pondéré après impôt de 5,8%, transmis par le Management.

3.3.1.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2027) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de Keyrus ;
- Un niveau de marge d'EBIT (ROC hors CVAE) de 6,9% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge opérationnelle anticipé par Keyrus à l'horizon du plan d'affaires (2027) diminué de la moitié du CIR¹⁵ ;
- Un taux d'impôt normatif de 31,5% (y compris contribution additionnelle et CVAE) équivalent à celui retenu à l'horizon de la période explicite (2027) et intégrant le calcul d'un taux d'impôt pondéré par pays anticipé par le management ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 0,7% du chiffre d'affaires correspondant au niveau observé sur la dernière année de la période explicite (2027) ;
- Un besoin en fonds de roulement calculé à hauteur de 4,2% du chiffre d'affaires induisant une variation de BFR de l'ordre de -0,3m€ à l'horizon normatif.

3.3.1.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Valeur d'entreprise	184,0
Dette financière nette ajustée (-)	-77,1
Valeur des capitaux propres	107,0
Nombre d'actions (en milliers)	15 898
Valeur par action (€)	6,73 €
Prix d'Offre (€)	7,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>4,0 %</i>

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 107,0m€.

La valeur unitaire de l'action Keyrus s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 6,73€.

¹³ Calculée par interpolation linéaire entre le résultat issu de la matrice des déciles et des fractiles

¹⁴ Compagnie des Conseils et Experts Financiers

¹⁵ La posture managériale consiste à maintenir le CIR à échéance du mandat présidentiel actuel avec des durcissements sur l'éligibilité pris en compte, mais de ne pas considérer ce dispositif comme pérenne à long terme. En l'absence d'éléments tangibles permettant de soutenir cette vision, nous avons adopté une posture intermédiaire en le prenant en compte, en valeur terminale, à hauteur de la moitié de son niveau en fin de période explicite.

Le prix d'Offre de 7,00€ induit une prime de 4,0% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.1.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

		Analyse de sensibilité (en €)		
		Croissance à l'infini		
		1,00%	1,50%	2,00%
CMPC	13,18%	6,67 €	6,98 €	7,32 €
	13,43%	6,43 €	6,73 €	7,05 €
	13,68%	6,20 €	6,48 €	6,79 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 6,43€ (taux de croissance à l'infini de 1,0% et taux d'actualisation de 13,43%) et 7,05€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 13,43%).

		Analyse de sensibilité (en €)		
		EBIT normatif (%)		
		6,64%	6,89%	7,14%
CMPC	13,18%	6,71 €	6,98 €	7,26 €
	13,43%	6,46 €	6,73 €	7,00 €
	13,68%	6,22 €	6,48 €	6,74 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT sur le flux normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur comprise entre 6,46€ (taux d'EBIT normatif de 6,64% et taux d'actualisation de 13,43%) et 7,00€ (taux d'EBIT normatif de 7,14% et taux d'actualisation de 13,43%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 6,73€.

3.3.2 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Keyrus les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celles de Keyrus et cette méthode étant une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

3.3.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un premier échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité Grands Comptes, ainsi qu'un second échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité Mid Market (activité Absys Cyborg).

Les échantillons de sociétés comparables retenues pour l'activité Grands Comptes et Mid Market incluent des sociétés évoluant dans le secteur des entreprises de services du numérique (ESN) et réalisant comme Keyrus des prestations de conseil en transformation IT et digitale, mais également des éditeurs et intégrateurs de logiciels pour l'échantillon Mid Market.

Afin de tenir compte des spécificités de Keyrus (activité, taille, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents (sociétés disposant d'une certaine liquidité), nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- dont le chiffre d'affaires est inférieur ou égal à 1 milliard d'euros ;
- opérant en France et à l'international comme Keyrus ;
- possédant un capital flottant d'un niveau minimum de 20%.

Les critères décrits ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés Capgemini, Atos et Sopra Steria, car celles-ci présentent une taille (entre 5,1 milliards d'euros et 21,9 milliards d'euros de chiffres d'affaires en 2022) sensiblement supérieure à celle de Keyrus.

Nous avons par ailleurs identifié la société Micropole, qui n'a pas été retenue en raison d'un suivi trop limité (1 seul analyste identifié). La société SQLI, qui a fait l'objet d'une offre publique en septembre 2021, a aussi été exclue de l'échantillon.

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables à l'activité Grands Comptes retenu inclut les sociétés françaises présentes dans le secteur des ESN suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2022 (en m€)
Neurones S.A.	France	946	665
SII S.A.	France	977	1 011
Aubay Société Anonyme	France	595	514
Infotel SA	France	387	300
Médiane		770	590

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 06/06/2023

Nous avons retenu quatre sociétés comparables à Keyrus opérant sur le marché des ESN :

- Neurones est une société de conseil (management, organisation et digital) et de services informatiques qui accompagne ses clients dans le cadre de leur transformation et dans la gestion de leur système d'information. Neurones s'inscrit comme un acteur national dont la totalité du chiffre d'affaires est réalisée en France notamment auprès d'entreprises du secteur de la banque et assurance (32% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'établissait à 665m€ en 2022.
- SII (Société pour l'Informatique Industrielle) est une société de services informatiques spécialisée en conseil en développement de systèmes d'information ainsi que dans l'intégration et la maintenance des systèmes d'information notamment auprès de grandes entreprises du secteur de la banque et assurance (20% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'élevait à 1.011m€ au titre de l'exercice clos au 31/03/2023 dont près de 50% en France.
- Aubay est une société de services informatiques proposant des prestations de conseil technologique, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance majoritairement auprès d'acteurs de la banque (38% du chiffre d'affaires 2022) et de l'assurance (20% du chiffre d'affaires). Les prestations couvrent l'ensemble du cycle des projets (du conseil métier et technique à la prise en charge d'applications dans des centres de services dédiés). La

société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'établissait à 514m€ en 2022 dont 51% en France¹⁶.

- Infotel est une société de services informatiques intervenant majoritairement auprès de Grands Comptes du secteur bancaire (41% du chiffre d'affaires) et de l'industrie (27% du chiffre d'affaires) dans le cadre de prestations de services (conseil, études et audit de systèmes d'informations, infogérance, maintenance etc.). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'élevait à 300m€ en 2022 dont 90% en France.

L'échantillon de sociétés comparables à l'activité Mid Market retenu inclut des sociétés françaises présentes dans le secteur de l'édition et l'intégration de logiciels et se présente comme suit :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2022 (en m€)
Linedata Services S.A.	France	234	173
Cegedim SA	France	265	555
Comarch S.A.	Pologne	262	397
Médiane		262	397

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 06/06/2023

Nous avons retenu trois sociétés comparables à l'activité Mid Market opérant sur le marché de l'édition et l'intégration de logiciels :

- Linedata Services est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels à destination de l'industrie financière. Le groupe propose également des prestations de conseil, d'infogérance et de maintenance. Linedata Services s'inscrit comme un acteur international de l'édition et l'intégration de logiciels avec une présence en Amérique du Nord ainsi qu'en Europe principalement auprès d'une clientèle de gestionnaires d'actifs (Asset Management). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'élevait à 173m€ en 2022.
- Cegedim est une société de solutions logicielles spécialisée dans la gestion de flux numériques pour l'industrie de la santé et des assurances. Le groupe accompagne ses clients dans la digitalisation et l'informatisation de leurs processus. Présent dans plus de 10 pays, Cegedim réalise la majeure partie de son chiffre d'affaires en France (90% du chiffre d'affaires en 2022). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'élevait à 555m€ en 2022.
- Comarch est une société polonaise d'éditions de solutions logicielles et d'intégration de systèmes. Le groupe accompagne ses clients dans leur transformation digitale et leur développement à travers des solutions logicielles de gestion, ou encore l'automatisation des processus métiers. Le groupe est implanté dans une centaine de pays dont la France, bien qu'il réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires en Pologne. La société est cotée à la bourse de Varsovie et son chiffre d'affaires s'élevait à 397m€ en 2022.

Nous avons écarté la société Prodware en raison de l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes.

¹⁶ Incluant une partie mineure au Royaume-Uni

3.3.2.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires de 2019 à 2024 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Echantillon Grands Comptes :

Analyse des sociétés comparables Grands Comptes					
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires				
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
Neurones S.A.	2,8%	10,6%	14,7%	10,7%	5,0%
SII S.A.*	3,6%	26,7%	23,4%	10,9%	7,6%
Aubay Société Anonyme	2,1%	10,5%	9,2%	6,0%	5,0%
Infotel SA	-5,3%	12,0%	14,0%	9,2%	7,0%
Médiane	2,4%	11,3%	14,4%	9,9%	6,0%
Grand Comptes	-12,0%	11,8%	25,5%	8,1%**	

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

* Clôture au 31/03, les chiffres N+1 correspondent aux agrégats N

** Moyenne de la période 2023/2024

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires de l'activité Grands Comptes est supérieure à celle des sociétés comparables de l'échantillon pour l'année 2022 (25,5% contre 14,4%), bien que leur niveau ait été proche en 2021.

Les croissances de chiffres d'affaires historiques s'affichent donc en hausse depuis l'année 2020. Il convient de noter que l'année 2020 a été fortement impactée par la crise sanitaire du Covid-19 et ses conséquences, bien qu'inégales, sur l'activité du secteur des ESN se traduisent par un taux de croissance du chiffre d'affaires médian des comparables de 2,4% contre une baisse de 12% pour l'activité Grands Comptes de Keyrus.

Le chiffre d'affaires de l'activité Grands Comptes sur la période prévisionnelle devrait connaître une croissance légèrement plus forte que celle des comparables sur la période 2022 – 2024.

Echantillon Mid Market :

Analyse des sociétés comparables Mid Market					
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires				
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24
Linedata Services S.A.	-5,1%	-0,5%	7,8%	1,7%	2,2%
Cegedim SA	-1,4%	5,6%	5,8%	10,3%	4,8%
Comarch S.A.	-0,5%	5,5%	11,9%	14,4%	5,0%
Médiane	-1,4%	5,5%	7,8%	10,3%	4,8%
Mid Market	1,6%	8,0%	9,4%	1,8%*	

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

*Moyenne de la période 2023/2024

La croissance des chiffres d'affaires des sociétés comparables de l'échantillon Mid Market apparaît légèrement moins élevée que celle de l'échantillon Grands Comptes sur la période historique 2019 – 2022.

Cette tendance s'inverse sur la période prévisionnelle, avec une relative stabilité du chiffre d'affaires de l'activité Mid Market entre 2022 et 2024 (1,8%) par rapport aux niveaux de croissance médian observés sur les sociétés comparables (10,3% en 2023 et 4,8% en 2024).

Les taux de marge d'EBIT de 2020 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Echantillon Grands Comptes :

Analyse des sociétés comparables Grands Comptes					
Comparables boursiers	Marge d'EBIT				
	2020	2021	2022	2023	2024
Neurones S.A.	9,8%	10,5%	10,7%	10,3%	10,5%
SII S.A.*	5,7%	9,6%	9,8%	9,6%	9,9%
Aubay Société Anonyme	9,4%	10,3%	10,0%	10,1%	10,0%
Infotel SA	7,5%	8,4%	9,6%	9,6%	9,1%
Médiane	8,5%	9,9%	9,9%	9,8%	9,9%
Grand Comptes	2,6%	2,5%	4,5%	5,9%**	

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

* Clôture au 31/03, les chiffres N+1 correspondent aux agrégats N

** Moyenne de la période 2023/2024

Les taux de marge d'EBIT générés par l'activité Grands Comptes tant sur la période historique que prévisionnelle sont sensiblement inférieurs aux taux de marge médians des sociétés comparables, ceci tenant notamment au modèle particulier de la Société, n'ayant pas recours à l'*offshoring*, affectant négativement sa rentabilité.

Nous constatons en revanche une progression de la marge d'EBIT de l'activité Grands Comptes sur la période, en particulier entre 2021 et 2024 tandis que le taux de marge d'EBIT médian des comparables reste stable sur la même période (compris entre 9,8% et 9,9%).

Les marges d'EBIT prévisionnelles de la Société restent inférieures au taux de marge d'EBIT médian des comparables, traduisant un niveau de profitabilité légèrement en-deçà de celui des sociétés de l'échantillon retenu.

Echantillon Mid Market :

Analyse des sociétés comparables Mid Market					
Comparables boursiers	Marge d'EBIT				
	2020	2021	2022	2023	2024
Linedata Services S.A.	20,7%	24,5%	20,2%	17,4%	18,7%
Cegedim SA	9,0%	7,0%	3,8%	5,2%	6,0%
Comarch S.A.	12,1%	11,4%	8,0%	5,6%	5,9%
Médiane	12,1%	11,4%	8,0%	5,6%	6,0%
Mid Market	6,3%	6,8%	5,0%	7,0%*	

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

*Moyenne de la période 2023/2024

Les taux de marge d'EBIT médians des sociétés comparables de l'échantillon Mid Market sont inférieurs à ceux extériorisés par l'activité Mid Market sur la période historique.

Néanmoins, nous constatons une dégradation de ces taux de marge d'EBIT médians des sociétés comparables sur la période prévisionnelle, lorsque parallèlement ceux de l'activité Mid Market s'améliorent. L'écart de rentabilité entre les sociétés de l'échantillon et l'activité Mid Market se résorbe et s'inverse (moyenne de 7,0% entre 2023 et 2024 pour l'activité Mid Market contre 5,6% et 6,0% pour l'échantillon en 2023 et 2024). Les acteurs concurrents sur ce marché étant essentiellement régionaux, Keyrus devrait tirer parti de sa taille et son exposition supérieures.

3.3.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu

des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats prévisionnels de la Société sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Keyrus présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Les tableaux suivants récapitulent les multiples d'EBIT de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables des échantillons retenus.

Echantillon Grands Comptes :

Multiples des sociétés comparables Grands Comptes			
Comparables boursiers	VE/EBIT *		
	2022	2023	2024
Neurones S.A.	9,5x	8,9x	8,4x
SII S.A.**	8,6x	7,9x	7,2x
Aubay Société Anonyme	10,8x	10,2x	9,8x
Infotel SA	9,6x	8,9x	8,7x
Médiane	9,6x	8,9x	8,5x
Médiane décotée***	8,8x	8,2x	7,8x

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

* Dette nette (pour le calcul de la VE) et EBIT retraités de la norme IFRS 16

** Clôture au 31/03, les chiffres N+1 correspondent aux agrégats N

*** Décote sur les multiples d'EBIT (Observatoire CCEF 2023)

Echantillon Mid Market :

Multiples des sociétés comparables Mid Market			
Comparables boursiers	VE/EBIT *		
	2022	2023	2024
Linedata Services S.A.	9,3x	10,6x	9,6x
Cegedim SA	19,2x	12,7x	10,5x
Comarch S.A.	6,0x	7,5x	6,7x
Médiane	9,3x	10,6x	9,6x

Source: Capital IQ au 06/06/2023 et Société

* Dette nette (pour le calcul de la VE) et EBIT retraités de la norme IFRS 16

3.3.2.4 - Application de la méthode

En l'absence de prévisions pour la quasi-totalité des sociétés de l'échantillon en 2025, nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2022, 2023 et 2024, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1

mois à une date proche du présent rapport (6 juin 2023) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées. Nous avons ensuite appliqué ces multiples aux EBIT réalisés et prévisionnels de Keyrus sur les mêmes années.

Ayant deux échantillons distincts, nous avons, pour le calcul de la valeur d'entreprise (VE), appliqué un principe de pondération aux multiples médians extériorisés par chaque échantillon, pondération correspondant au pourcentage de contribution à l'EBIT global du Groupe Keyrus des activités Grands Comptes et Mid Market de respectivement 74% et 26%. Cette répartition correspond à une moyenne de la part d'EBIT de 2022 à 2024 issue du plan d'affaires management.

Nous avons, par ailleurs, appliqué une décote de taille sur les multiples de l'échantillon Grands Comptes de l'ordre de 8% basée sur les décotes sur les multiples d'EBIT par secteur d'activité et par taille extériorisées par l'Observatoire des valorisations 2023 (CCEF), l'écart entre les EBIT moyens des comparables boursiers et les EBIT moyens de la Société justifiant l'application d'une décote.

En revanche, aucune décote n'a été appliquée sur l'échantillon Mid Market.

3.3.2.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de Keyrus obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Keyrus - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
	Moyenne 22-24
Valeur d'entreprise	181,3
Dette financière nette	-77,1
Valeur des fonds propres (en m€)	104,2
Nombre d'actions (en milliers)	15 898
Valeur par action (€)	6,55 €
<i>Prix d'Offre</i>	<i>7,00 €</i>
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>6,8 %</i>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur de Keyrus par la méthode des comparables boursiers de 6,55€.

Le prix d'Offre de 7,00€ fait ressortir une prime de 6,8% sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.3.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Keyrus la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues sur les quatre dernières années pour des sociétés comparables à Keyrus, situées majoritairement en France.

3.3.3.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des entreprises de services du numérique (ESN).

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2019. Nous avons divisé notre échantillon en deux catégories, à savoir un échantillon correspondant à l'activité Grands Comptes de l'entreprise (11 sociétés) et un échantillon correspondant à l'activité Mid Market de l'entreprise (3 sociétés).

Les transactions identifiées sur des entreprises dont la valeur d'entreprise pour 100% était supérieure à un milliard d'euros ont été exclues de l'échantillon, aucune décote de taille n'ayant été par ailleurs appliquée.

3.3.3.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduits à retenir un échantillon de douze transactions pour l'activité Grands Comptes. Concernant l'échantillon Mid Market, nous avons retenu 3 transactions.

Nous avons mis en exergue dans notre analyse le multiple d'EBIT. Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base du dernier EBIT connu à la date de la transaction, à savoir l'EBIT du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la transaction ou, si la transaction était réalisée au cours du deuxième semestre, l'EBIT des douze derniers mois à la clôture semestrielle précédant la transaction lorsque la société cible publie des comptes semestriels.

Les transactions de l'échantillon Grands Comptes se synthétisent comme suit :

Transactions comparables					
Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	% acquis	VE (m€)
21-Mar-23	Sopra Steria Group SA	Ordina N.V.	Netherlands	100%	480
16-Feb-23	n/c	Novabase S.G.P.S., S.A.	Portugal	20%	136
16-Feb-23	Hvaler Invest As	B3 Consulting Group AB	Sweden	3%	146
11-mars-22	CGI	Umanis	France	51%	335
11-Jan-22	Montefiore Investment	Groupe Open	France	13%	258
23-Sep-21	DBAY Advisors Limited	SQLI SA	France	37%	169
10-Nov-20	Montefiore Investment	Groupe Open	France	28%	118
22-Oct-20	Atos SE	EdifiXio SAS	France	100%	13
20-Jul-20	TowerBrook Capital	Talan SAS	France	n/c	280
9-Jul-20	n/c	Devoteam SA	France	80%	839
21-Oct-19	ITS Participation	ITS Group	France	n/c	66
7-Feb-19	Multi Market Services	Soft Computing	France	17%	44

n/c: non communiqué

Source: CIQ/ Comptes annuels des cibles

** EBIT correspondant au Résultat opérationnel courant*

Nous avons retenu un échantillon de douze transactions comparables à l'activité Grands Comptes opérant sur le secteur des ESN :

- Le 21 mars 2023, la société hollandaise Ordina a été la cible d'une OPA menée par la société française Sopra Steria, visant 100% des titres et donc à prendre le contrôle de l'entreprise. La valeur d'entreprise totale était de 480m€. Ordina figure parmi les premiers prestataires de services informatiques hollandais.
- Le 16 février 2023, Novabase, qui est une société portugaise, a été la cible d'une OPA visant 20% de son capital pour une valeur d'entreprise de 136m€. La société Novabase est la première entreprise portugaise dans le domaine des technologies de l'information. Le nom de l'acquéreur de Novabase n'a pas été rendu public.

- Le 16 février 2023, Hvaler a annoncé une OPA sur la société suédoise B3 Consulting, sur la base d'une valeur d'entreprise de 146m€. Cette OPA a visé 3% des titres de la société. Cette société opère en tant que fournisseur de services et de conseils informatiques.
- Le 11 mars 2022, CGI a annoncé une OPA sur la société française Umanis visant 51% du capital de la société et donc d'obtenir la majorité des titres. La transaction a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 335m€. Umanis est une entreprise spécialisée dans l'informatique décisionnelle.
- Le 11 janvier 2022, l'actionnaire majoritaire de Groupe Open, New Go, agissant pour le compte des fondateurs et d'un fonds géré par Montefiore Investment, a déposé une offre publique d'achat visant les actions qui ne sont pas détenues par New Go, représentant 13% du capital au prix d'offre de 33,50€ l'action. Groupe Open est une ESN spécialisée dans la transformation IT et digitale opérant majoritairement en France. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 336m€.
- Le 23 septembre 2021, la société SQLI et le fonds d'investissement britannique DBAY Advisors ont annoncé avoir conclu un accord en vue de l'acquisition par le biais d'une OPA au prix d'offre de 31€ par action portant sur la totalité des titres non détenus par l'Initiateur, soit 72% du capital. SQLI est une ESN spécialisée dans la transformation digitale des grandes entreprises. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédant la transaction était de 225m€.
- Le 10 novembre 2020, Groupe Open a annoncé être l'objet d'une OPA lancée par ses fondateurs accompagnés par le fonds d'investissement Montefiore. Cette opération visait 56% du capital au prix d'offre de 15€ par action. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédant la transaction était de 296m€.
- Le 22 octobre 2020, la société Atos a annoncé son entrée en négociations exclusives pour le rachat de 100% des titres détenus par les actionnaires d'Edifixio, une entreprise familiale de conseil et d'intégration *Cloud* et *Salesforce*. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction s'établissait à 30m€.
- Le 20 juillet 2020, Talan a annoncé l'entrée à son capital du fonds d'investissement TowerBrook. Talan est une ESN spécialisée dans la transformation numérique, le traitement des données et l'intelligence artificielle. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 243m€.
- Le 9 juillet 2020, les frères Bentzmann s'allient à un acteur du *private equity*, le fonds KKR, à travers la société Castillon pour renforcer leur contrôle dans Devoteam. Une OPA est lancée au prix d'offre de 98€ et vise 80% du capital de la société. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédant la transaction était de 776m€.
- Le 21 octobre 2019, le Président Directeur Général d'ITS Group annonce lancer une OPA sur sa société afin de reprendre le contrôle du groupe qu'il a créé en 1997. De concert avec les principaux actionnaires qui apportent leurs actions, l'offre visait la totalité des actions non détenues par le concert, soit 36% du capital, au prix d'offre de 6,62€ par action. ITS Group est une ESN spécialisée dans les infrastructures IT, le traitement de données et le *cloud*. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédant la transaction était de 118m€.
- Le 7 février 2019, Publicis Groupe via sa filiale Multi Market Services France Holdings a annoncé l'acquisition de 83,0% du capital de Soft Computing deux mois plus tôt au prix de 25€ par action auprès des actionnaires fondateurs. S'en est suivi le lancement d'une OPA sur le reliquat du capital au même prix d'offre. Soft Computing est une ESN française qui se positionne en tant qu'un des leaders en France du datamarketing. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 47m€.

Les transactions de l'échantillon Mid Market se synthétisent comme suit :

Transactions comparables					
Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	% acquis	VE (m€)
20-Oct-21	PHAST Invest	Prodware S.A.	France	56%	175
28-Jan-21	First Israel Mezzanine	E & M Computing Ltd.	Israël	63%	221
1-Jul-22	IDEAL Holding	Byte	Grèce	n/c	54

n/c: non communiqué

Source: CIQ/ Comptes annuels des cibles

** EBIT correspondant au Résultat opérationnel courant*

- Le 20 octobre 2021, la société française Prodware a été la cible d'une OPA menée par la société Phast Invest, visant la majorité des titres de la société (56%). Prodware est un groupe international spécialisé dans l'édition, l'intégration et l'hébergement de solutions de gestion pour les entreprises. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 175m€.
- Le 28 janvier 2021, First Israel Mezzanine a annoncé le lancement d'une OPA sur la société israélienne E&M Computing, visant 63% du capital, sur la base d'une valeur d'entreprise de 221m€. La société E&M est l'un des principaux fournisseurs de solutions pour les technologies « Cloud », les systèmes d'informations et les centres de données. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 359m€.
- Le 1er juillet 2022, la société grecque Byte a annoncé l'entrée de la société IDEAL Holding dans son capital, sur la base d'une valeur d'entreprise de 54m€. La société Byte développe des applications informatiques personnalisées, telles que des logiciels, réseaux informatiques et services de communication.

3.3.3.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison du différentiel de profitabilité existant entre les sociétés de l'échantillon et Keyrus ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'impact de la norme IFRS 16 ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Transactions comparables			
Date d'annonce	Cible	VE (m€)	VE/EBIT*
21-Mar-23	Ordina N.V.	480	13,6x
16-Feb-23	Novabase S.G.P.S., S.A.	136	13,1x
16-Feb-23	B3 Consulting Group AB	146	11,2x
11-mars-22	Umanis	335	16,4x
11-Jan-22	Groupe Open	258	13,9x
23-Sep-21	SQLI SA	169	17,2x
10-Nov-20	Groupe Open	118	8,1x
22-Oct-20	EdifiXio SAS	13	12,1x
20-Jul-20	Talan SAS	280	14,0x
9-Jul-20	Devoteam SA	839	10,7x
21-Oct-19	ITS Group	66	11,2x
7-Feb-19	Soft Computing	44	12,9x
Médiane Grands Comptes			13,0x
20-Oct-21	Prodware S.A.	175	8,4x
28-Jan-21	E & M Computing Ltd.	221	12,6x
1-Jul-22	Byte	54	10,1x
Médiane Mid Market			10,1x
Médiane pondérée			12,3x

n/c: non communiqué

Source: CIQ/ Comptes annuels des cibles

** EBIT correspondant au Résultat opérationnel courant*

Nous avons appliqué une pondération sur la base de la part de chaque entité à l'EBIT de la Société au cours de l'exercice 2022, cette pondération est donc de 76% sur l'activité Grands Comptes et 24% pour l'activité Mid Market.

3.3.3.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBIT médian que nous avons appliqué à l'EBIT de Keyrus pour l'année 2022.

Par ailleurs, il est à noter que la majeure partie des multiples de transactions identifiés n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16 ou a été retraitée des effets de cette norme. La dette financière nette retenue au 31 décembre 2022 n'incluant pas la dette de loyers IFRS 16, nous avons par cohérence appliqué l'EBIT 2022 de Keyrus retraité des effets de cette norme.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la section 3.1.2. de ce rapport.

3.3.3.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Keyrus obtenue par la méthode des transactions comparables :

Transactions comparables	
	VE / EBIT
	2022
Agrégat financier (en m€)	15,4
Multiple Médian pondéré	12,3x
Valeur d'entreprise (en m€)	189,4
Dette financière nette (en m€)	-77,1
Valeur des fonds propres (en m€)	112,3
Nombre d'actions (en milliers)	15 898
Valeur par action (€)	7,07 €
<i>Prix d'Offre</i>	7,00 €
Décote extériorisée par le prix d'Offre	-0,92%

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Keyrus par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 7,07€ par action.

Nous retiendrons en synthèse la valeur extériorisée par cette méthode. Le prix d'Offre de 7,00€ fait ressortir une décote de 0,92% sur cette valeur.

3.3.4 - Référence au cours de bourse

Keyrus a été introduit en bourse sur le marché Euronext en 2000. Les actions Keyrus sont cotées sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0004029411 et ont pour code mnémonique ALKEY.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'opération et à la suspension du cours qui en découle (5 juin 2023) s'élève à environ 77,2m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « small caps ».

A notre connaissance, Keyrus ne fait l'objet d'aucun suivi par un analyste financier.

3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du projet de note d'information, l'actionnariat de Keyrus se présentait comme suit :

Keyrus - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social (non dilué)	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Eric Cohen	10 031 700	58,1%	20 063 400	72,8%
Managers	656 067	3,8%	792 351	2,9%
Public	5 210 477	30,2%	5 341 890	19,4%
Auto détention	1 379 626	8,0%	1 379 626	5,0%
Total des actions	17 277 870	100,0%	27 577 267	100,0%

Le capital flottant représente 30,2% du capital de la Société.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Keyrus - Analyse de liquidité					
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²	
Moyenne 1 mois	1 502	31 552	0,2%	0,5%	
Moyenne 3 mois	2 870	189 444	1,1%	3,2%	
Moyenne 6 mois	2 637	342 785	2,0%	5,8%	
Moyenne 9 mois	2 834	552 615	3,2%	9,4%	
Moyenne 12 mois	3 203	835 880	4,8%	14,3%	

Source : Capital IQ, Euronext au 5 juin 2023

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 1,5 milliers de titres (moyenne 1 mois) et 3,2 milliers de titres (moyenne 12 mois), illustrant une légère baisse des échanges et de la liquidité au cours des trois derniers mois précédant l'annonce de l'opération (5 juin 2023).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 836 milliers d'actions, soit 4,8% du nombre total de titres composant le capital de la Société et 14,3% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,2% du nombre total de titres et 0,5% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Keyrus, qui fait l'objet de volumes d'échanges limités, présente une liquidité réduite. D'autre part, la société Keyrus ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers indépendants.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre principal, cette valeur demeurant une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire.

3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Keyrus sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action Keyrus



Sur la période allant du 5 juin au 14 juillet 2020, le cours de l'action Keyrus a connu une baisse significative (-14%), le prix de l'action étant passé de 2,3€ à 2,0€. La publication du document d'enregistrement pour l'exercice 2019 a eu lieu au cours de cette période.

Entre le 15 juillet et le 30 octobre 2020, le cours de l'action Keyrus a connu une augmentation d'environ 10%. Cette période a été marquée par la publication du rapport semestriel de la société le 1er octobre 2020.

Du 2 novembre au premier décembre 2020, le cours de l'action Keyrus a connu une augmentation significative (+27%), le prix de l'action est donc passé de 1,9€ à 2,5€. Au cours de la même période, le chiffre d'affaires du 3e trimestre 2020 a été publié (le 9/11/2020).

Du 2 décembre 2020 au 24 septembre 2021, le cours de l'action de Keyrus a connu une augmentation d'environ 23%, sans qu'aucune annonce spécifique n'ait été faite par l'entreprise.

Pour la période allant du 27 septembre 2021 au 24 janvier 2022, le cours de l'action Keyrus a connu une baisse significative de 17%, passant de 3,9€ à 3,2€ l'action. Cette période a également été marquée par la publication des résultats semestriels 2021 de la société.

Le cours de l'action a connu une augmentation d'environ 25% entre le 25 janvier et le 14 avril 2022, aucune communication particulière n'ayant été émise par la société au cours de cette période.

Au cours de la période allant d'avril à mai 2022, le cours de l'action de Keyrus a subi une baisse de 10%, passant de 4,0€ à 3,6€ l'action. Durant cette même période, Keyrus a annoncé un partenariat avec la société Alida Partner, ayant pour but d'améliorer l'expérience client. Sur la même période, les résultats de l'exercice 2021 ont été publiés.

Cours de bourse sur 1 an de l'action Keyrus



Pour la période allant du 6 juin à la mi-septembre 2022, le cours de l'action a connu une hausse, passant de 3,8€ à 4,5€ par action.

Entre le 15 septembre et la fin octobre 2022, le cours de l'action a connu une baisse, l'action passant de 4,5€ à 3,7€. Le 22 septembre, les résultats semestriels 2022 ont été publiés.

Le cours de l'action a connu une augmentation de 27% au cours de la période allant du 1er novembre au 6 décembre 2022. Cette augmentation a permis au titre de passer de 3,7€ à 4,7€ en l'espace de six jours. Aucune annonce particulière n'a été réalisée par la Société.

Pour la période allant du 7 décembre et le 19 janvier 2023, le cours de l'action de Keyrus a connu une baisse d'environ 10%. Au cours de la même période, Keyrus, 4CAD et d'autres investisseurs ont investi 3,5m€ dans la société Mozzaik 365.

Du 20 janvier 2023 au 9 mars 2023, le cours de l'action de Keyrus a augmenté de 5%. Le 20 janvier 2023, le groupe Keyrus avait annoncé entrer en négociation exclusive en vue de réaliser

un investissement stratégique dans la société Sonum International. Le 24 janvier, le cours de l'action a connu une hausse de 7,4%.

Entre le 10 mars et le 5 juin 2023, le cours de l'action de Keyrus a oscillé entre 4,1€ et 4,7€. Sur la même période, les résultats de l'exercice 2022 ont été publiés.

3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 5 juin 2023, dernier cours précédant la suspension du cours le 5 juin 2023 et l'annonce au marché le lendemain du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 7,00€ par action.

Keyrus - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 5 juin 2023)	4,41	58,7%
CMPV* 20 jours	4,36	60,5%
CMPV* 60 jours	4,31	62,3%
CMPV* 120 jours	4,44	57,7%
CMPV* 180 jours	4,28	63,6%
CMPV* 250 jours	4,23	65,3%
<i>Maximum cours de clôture - 1 an</i>	<i>4,90</i>	<i>42,9%</i>
<i>Minimum cours de clôture - 1 an</i>	<i>3,34</i>	<i>109,6%</i>

¹ Pour un prix d'offre de 7,00€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ, Euronext au 5 juin 2023

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 4,23€ (moyenne 250 jours) et 4,44€ (moyenne 120 jours).

Le prix proposé de 7,00€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 57,7% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 120 jours) et 65,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours). Il offre une prime de 58,7% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (4,41€ le 5 juin 2023) et une prime de 42,9% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année (4,9€ le 7 décembre 2022).

3.3.5 - Référence aux transactions significatives sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de K Eagle Investment, et ainsi, par transparence, sur le capital de Keyrus.

Nous avons identifié à ce titre la référence au Protocole d'investissement, signé le 6 juin 2023 entre l'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, les Managers ainsi que BNP Paribas Développement, que nous retiendrons à titre principal.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les opérations en capital suivantes seront réalisées à la date de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre :

- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital en nature par l'émission d'actions ordinaires K Eagle Investment au bénéfice de Monsieur Eric Cohen et des Managers en rémunération d'apports en nature d'actions Keyrus valorisées au Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus ;
- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital en numéraire au profit de BNP Paribas Développement pour un montant total de 14 millions d'euros, réalisée aux

mêmes conditions que la rémunération des apports en nature ci-dessus par transparence avec le Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus.

Les apports de Monsieur Eric Cohen et des Managers constituent des réinvestissements au prix de 7,00€ dans le véhicule d'investissement (K Eagle Investment).

Les montants de ces opérations sont récents et significatifs, et cristallisent notamment l'entrée au capital de BNP Paribas Développement dans la société holding de l'Initiateur au prix de 7,00€ par transparence.

Du prix de ces diverses opérations découle le Prix d'Offre de 7,00€.

Nous retiendrons donc cette référence, qui inclut l'engagement de BNP Paribas Développement de souscrire à une augmentation de capital. Ce prix de 7,00€ n'inclut pas par ailleurs d'éléments d'ajustements ou de compléments de prix, l'ensemble des accords connexes ayant été analysé dans la partie 5 de notre rapport.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Keyrus :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Référence à l'actif net comptable (présentée à titre indicatif) ;
- Référence aux transactions significatives intervenues sur le capital de la Société (présentée à titre indicatif) ;
- Référence aux objectifs de cours ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2.1 - à 3.2.6 - du présent rapport, à l'exception de la référence aux transactions significatives intervenues sur le capital de la Société que nous avons retenue à titre principal.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des transactions comparables.

Nous avons également retenu la méthode des flux de trésorerie actualisés, la référence au cours de bourse, la méthode des comparables boursiers, et la méthode des transactions comparables à titre principal.

Notre approche est décrite dans les parties 3.2 - et 3.3 - du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 - Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur 20 jours, 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours précédant le 5 juin 2023 correspondant au dernier jour de bourse avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Nous avons également retenu le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières précédant l'annonce de l'opération au 5 juin 2023, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 5 juin 2023 pour les raisons mentionnées en § 3.3.4, tout en mettant en exergue les moyennes 120, 180 et 250 jours.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par l'Initiateur pour les exercices allant du 31 décembre 2023 au 31 décembre 2027 ;
- calculé une valeur terminale intégrant un taux de croissance à l'infini de 1,0% et une marge opérationnelle consolidée (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) de 6,9% pour l'activité Keyrus et de 6,7% pour l'activité Absys Cyborg, équivalent à une marge opérationnelle consolidée de 6,9% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 13,3% pour l'activité Grands Comptes et de 10,4% pour l'activité Mid Market, équivalent à un taux consolidé d'environ 12,73%. Ces taux d'actualisation sont détaillés ci-après ; et
- déduit de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2022 correspondant à une dette nette ajustée (82,9m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Keyrus de 6,41€, le prix d'Offre offrant une prime de 9,2% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 5,89€ (taux d'actualisation de 10,9% pour Absys et taux d'actualisation de 13,8% pour Keyrus) et 6,97€ (taux d'actualisation de 9,9% pour Absys et taux d'actualisation de 12,8% pour Keyrus).

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- la retenue d'un plan d'affaires avec une distinction opérée entre Grands Comptes et Mid Market, assortie de deux taux d'actualisation distincts ;
- les hypothèses du plan d'affaires sur sa période explicite notamment sur le BFR, ainsi que la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, et ;
- le nombre d'actions pleinement dilué retenu.

4.2.2.1 - Distinction entre le taux d'actualisation Grands Comptes et Mid Market

L'établissement présentateur s'est appuyé sur un plan d'affaires transmis par le management de la société cible avec une distinction opérée entre Grands Comptes et Mid Market, tandis que nous avons retenu le plan d'affaires consolidé établi par le management de la société cible.

Cette différence méthodologique extériorise deux taux d'actualisation distincts pour l'établissement présentateur, tandis que nous n'en avons retenu qu'un, notre échantillon de comparables boursiers Mid Market présentant des R² trop faibles (tous inférieurs à 10%) pour justifier le calcul d'un WACC distinct.

L'établissement présentateur a retenu un taux d'actualisation de 13,3% pour l'activité Grands Comptes et de 10,4% pour l'activité Mid Market.

Notre taux d'actualisation s'avère proche de celui de l'activité Grands Comptes de l'établissement présentateur, et un peu inférieur à celui de l'activité Mid Market, qui est moins contributif à la valeur globale.

4.2.2.2 - Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale

Horizon explicite, flux normatif et valeur terminale du plan d'affaires

Le plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur intègre un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 1,0% à l'infini (1,5% pour notre part).

Prévisions du plan d'affaires et hypothèses retenues sur la période explicite

Les prévisions sur la période 2023-2027 du plan d'affaires (période explicite) que nous avons utilisées sont identiques aux prévisions du plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur jusqu'à l'EBIT.

Elles divergent ensuite principalement en ce qui concerne le BFR, avec une variation de BFR presque nulle de l'établissement présentateur sur le premier flux (retenue de l'hypothèse management), tandis qu'au regard du niveau de BFR normatif estimé par nos soins, le premier flux enregistre une variation négative importante.

Flux issus du CIR long terme et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

Contrairement à l'établissement présentateur, nous avons ajouté à notre valeur d'entreprise le flux issu de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables (8,1m€) et le flux de CIR long terme actualisé non intégré à la suite de la dernière année du plan d'affaires, en respectant le cadencement de sa perception.

4.2.2.3 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -82,9m€ au 31 décembre 2022 intégrant la dette financière nette pré-IFRS 16 (hors dettes de location) au 31 décembre (-83,4m€) ajustée de la trésorerie issue de l'exercice (+62,0m€), des dettes factoring (-15,6m€), les financements de crédit impôts recherche et CICE (-9,1m€), les puts actualisés (-19,7m€), des earn-out actualisés (-0,9m€), des intérêts minoritaires

(-3,0m€), des provisions pour risques et charges comprenant des engagements pour indemnités de départ à la retraite (-12,4m€), ainsi que des charges sociales reportées lors du Covid (1,9m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant notamment à la dette financière nette ajustée de -77,1m€ au 31 décembre 2022 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3.1.2 - du présent rapport.

L'écart porte principalement sur la valeur des titres non consolidés que nous avons pris en compte à leur valeur comptable (6,3m€).

4.2.2.4 - Détermination du nombre d'actions

L'établissement présentateur a retenu, dans le nombre d'actions retenu pour l'évaluation, les 164.000 actions gratuites en période d'acquisition de la Société, aboutissant à un nombre d'actions pleinement dilué de 16.062.244.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu ces actions gratuites, comme expliqué en §3.1.1., aboutissant à un nombre d'actions pleinement dilué de 15.898.244.

4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 6,41€ et se situe en deçà de notre valeur (6,73€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu deux échantillons : un pour l'activité Grands Comptes et un autre pour l'activité Mid Market. Pour l'activité Grands Comptes, l'échantillon est composé de sept sociétés ESN françaises : Sopra Stora, Neurones, SII, Aubay, Infotel, SQLI et Micropole, qui évoluent principalement en France. Pour l'activité Mid Market, l'échantillon est composé de quatre sociétés : Linedata Services, Comarch, Cegedim et Prodware, qui évoluent également principalement en France.

Nous avons pour notre part un échantillon composé de quatre sociétés pour l'activité Grands Comptes (Neurones, SII, Aubay, et Infotel), tandis que pour l'activité Mid Market nous avons retenu trois sociétés (Linedata, Cegedim et Comarch).

Sur l'échantillon Grands Comptes, nous n'avons pas retenu la société Sopra Steria en raison de sa taille et de son internationalisation significativement supérieure à Keyrus. Sopra Steria propose des prestations de services complètes s'adressant principalement aux multinationales. De plus, nous n'avons pas inclus la société SQLI, qui a récemment fait l'objet d'une transaction annoncée en septembre 2021, suivie d'une offre publique. Nous avons néanmoins retenu SQLI dans notre échantillon de transactions comparables. Enfin, nous n'avons pas inclus l'entreprise Micropole dans l'échantillon, car elle n'est suivie que par un seul analyste financier.

Pour l'échantillon Mid Market, nous n'avons pas retenu l'entreprise Prodware, car selon nos informations, elle n'est suivie par aucun analyste financier.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le ratio moyen retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous avons également retenu cette approche.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 5 juin 2023, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière au 5 juin 2023 et la dette nette publiée la plus récemment. Nous avons pour notre part retenu également des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 6 juin 2023 et la dette nette publiée la plus récemment¹⁷.

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à des EBIT prévisionnels 2022 et 2023 de Keyrus, correspondant aux ROC (après retraitement de frais de financement IFRS16) anticipés par l'Initiateur dans son plan d'affaires pour 2022 et 2023, méthodologie que nous avons nous-même suivie en appliquant pour notre part les multiples aux agrégats issus du plan d'affaires préparé par le management de la Société, tout en retenant aussi l'année 2024 au regard des prévisions disponibles sur les sociétés comparables.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de -82,9m€ au 31 décembre 2022 alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de -77,1m€, les principaux écarts étant expliqués en § 4.2.2.3 du présent rapport. Il a par ailleurs retenu un nombre d'actions de 16.062.244 contre 15.898.244 pour notre part.

L'établissement présentateur a appliqué une décote de 10% sur le multiple de l'activité Grands Comptes en raison d'une capitalisation boursière inférieure à la moyenne de l'échantillon retenu. Nous avons pour notre part choisi d'appliquer une décote de 8% sur l'activité Grands Comptes.

En ce qui concerne la pondération de la valeur d'entreprise, l'établissement présentateur a utilisé les EBIT de chaque activité pour déterminer la valeur des deux activités. Pour notre part, nous avons calculé une moyenne pondérée en fonction de la part d'EBIT de chaque activité sur la période prévisionnelle 2022-2024.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action Keyrus obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 3,51€ (VE/EBIT 2022) et 6,34€ (VE/EBIT 2023).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Keyrus par la méthode des comparables boursiers de 6,55€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT pour les années 2022, 2023 et 2024.

L'écart observé provient essentiellement de l'intégration dans nos calculs des multiples issus de l'année 2024, et dans une moindre mesure des écarts issus des multiples retenus qui proviennent

¹⁷ Toutes les sociétés de l'échantillon ont publié une dette nette au 31 décembre 2021 à l'exception de SII et Wavestone. SII clôture son exercice le 31 mars 2022 et par conséquent présente une dette nette au 30 juin 2021, les comptes clos au 31 décembre 2021 devant être publiés le 7 juin 2022. Wavestone ayant clôturé ses comptes au 31 mars 2022 et les ayant déjà publiés, elle présente une dette nette au 31 mars 2022

d'échantillons légèrement différents, du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ainsi que du nombre d'actions retenu comme explicité ci-avant.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu deux échantillons : un pour l'activité Grands Comptes et un autre pour l'activité Mid Market. Pour l'activité Grands Comptes, l'échantillon est composé de sept transactions sur des ESN françaises : Ordina, Umanis, Groupe Open (2020 et 2022), SQLI, Arkphire et ITS group, qui évoluent principalement en France. Pour l'activité Mid Market, l'échantillon est composé de quatre transactions : Byte, Inetum, Prodware et E&M computing.

Nous avons pour notre part identifié un échantillon de douze transactions dans le cadre de la méthode pour l'échantillon Grands Comptes. Pour l'échantillon Mid Market, nous avons retenu trois transactions, nos échantillons intégrant des transactions remontant jusqu'en 2019.

Six de ces transactions ont également été retenues par l'établissement présentateur dans l'échantillon Grands Comptes. Il s'agit des transactions impliquant Groupe Open (en 2020 et 2022), SQLI, ITS group, Ordina et Umanis. De même, pour l'échantillon Mid Market, les trois transactions impliquant Prodware, E&M Computing et Byte ont également été retenues par l'établissement présentateur.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'établissement présentateur sont les multiples moyens et médian appliqués à l'EBIT.

Une décote de 10% sur le multiple obtenu pour l'activité Grands Comptes a été appliquée par l'établissement présentateur sur l'activité Grands Comptes.

De notre côté, nous n'avons pas appliqué de décote à notre multiple.

En ce qui concerne la pondération de la valeur d'entreprise, l'établissement présentateur a utilisé la contribution de l'EBIT pour déterminer la contribution de chaque activité à la valeur globale. Pour notre part, nous avons calculé une moyenne pondérée en fonction de la part d'EBIT de chaque activité sur l'exercice précédent, qui s'est terminé le 31 décembre 2022.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action Keyrus obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 5,64€ (moyenne EBIT) et 6,08€ (médiane EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Keyrus par la méthode des transactions comparables de 7,07€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBIT à l'EBIT 2022.

L'écart observé sur le calcul du multiple appliqué à l'EBIT 2022 (valeur plus élevée dans nos calculs) provient essentiellement :

- des multiples retenus qui proviennent d'échantillons légèrement différents ;
- de l'application d'une décote par l'établissement présentateur ;

- de l'écart existant sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres et sur le nombre d'actions comme explicité ci-avant.

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- le Protocole d'Investissement conclu entre les membres du Concert, en date du 6 juin 2023,
- les projets de traités d'apport, relatifs à des apports en nature devant être réalisés conformément au Protocole d'Investissement à la date de réalisation des opérations prévues aux termes du Protocole d'Investissement ;
- le pacte d'associés relatif à l'Initiateur qui sera conclu entre Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers à la date de réalisation des opérations prévues aux termes du Protocole d'Investissement, conformément au projet de pacte d'associés annexé audit Protocole d'Investissement.

5.1.1 - Protocole d'Investissement conclu entre les membres du Concert en date du 6 juin 2023

Le Protocole d'Investissement a été signé le 6 juin 2023 entre les membres du Concert dans le cadre du projet d'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité du capital social de la Société.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les opérations suivantes seront réalisées à la date de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre ou, au plus tard, dans les deux jours ouvrés suivant la date de ladite décision :

- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital en nature par l'émission d'un nombre total de 372.496.845 actions ordinaires K Eagle Investment au bénéfice de Monsieur Eric Cohen et des Managers en rémunération d'apports en nature d'actions Keyrus portant sur un nombre total de 10.642.767 actions Keyrus, représentant 61,60% du capital de la Société, valorisées au Prix d'Offre, soit 7,00 euros par action Keyrus ;
- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription par l'émission d'un nombre total de 70.000.000 actions ordinaires K Eagle Investment au profit de BNP Paribas Développement pour un montant total de 14 millions d'euros, réalisée aux mêmes conditions que la rémunération des apports en nature ci-dessus par transparence avec le Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus, étant précisé que le prix de souscription sera libéré par voie de compensation de créances avec le montant de l'Avance en Compte Courant ;
- L'Initiateur procédera à l'attribution gratuite, au profit de dirigeants et cadres de Keyrus, d'un nombre total de 5.740.000 actions ordinaires K Eagle Investment ;
- Les associés de l'Initiateur autoriseront son Président à émettre et à attribuer gratuitement 35.000.000 actions ordinaires et 1.000.000 actions de préférence (ci-après les « ADP ») au profit des Managers ou de certains d'entre eux, ainsi que d'autres managers du Groupe Keyrus pour une durée de 36 mois à compter de la Date de Réalisation ;

- Un pacte d'associés relatif à l'Initiateur sera conclu entre Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers, conformément au projet de pacte d'associés annexé au Protocole d'Investissement.

Le capital et les droits de vote de l'Initiateur seront, à la suite de ces opérations, répartis comme suit sur une base diluée :

K Eagle Investment - Détail des actions postérieurement à l'opération			
Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre d'actions gratuites	% des droits de vote
Monsieur Eric Cohen	351 109 509	-	78,33%
BNP Paris Développement	70 000 001	-	15,62%
Management	21 387 345	5 740 000	6,05%
Total des actions	442 496 855	5 740 000	100,0%

Source: Projet de note d'information

Les différents aspects du Protocole d'Investissement appellent de notre part les commentaires suivants :

- Les augmentations de capital en nature et en numéraire seront chacune réalisées sur la base du Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus par transparence. Il n'existe aucun mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre des Apports en Nature ;
- L'attribution gratuite d'actions ordinaires n'appelle pas de commentaire de notre part ;
- Concernant l'émission et l'attribution d'ADP, ces dernières prennent la forme d'un « management package » et permettent donc aux Managers de capter, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance, une partie de la plus-value réalisée, le cas échéant, lors d'une Sortie. Les actions de préférence K Eagle Investment attribuées gratuitement conféreront à leurs titulaires un droit préférentiel afin de recevoir un montant ne pouvant excéder 6% de la plus-value réalisée par les Associés de l'Initiateur en cas de Sortie (tel que ce terme est défini dans le Pacte).

Les ADP ont été évaluées par un tiers évaluateur, en tenant compte des caractéristiques détaillées ci-avant, et sur la base de méthodes optionnelles. Nous avons procédé à l'analyse du projet de rapport du tiers évaluateur en date du 14 juin 2023. Les méthodes optionnelles d'évaluation utilisées par ce dernier sont usuelles pour des actions de préférence de cette nature et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons par ailleurs nous-mêmes procédé à l'évaluation des ADP sur la base d'un modèle optionnel Monte-Carlo, et aboutissons à un résultat cohérent avec celui de l'évaluateur. La méthodologie retenue par l'évaluateur nous apparaît cohérente.

- Le pacte d'associés est analysé ci-après en § 5.1.2.

Les différentes catégories d'instruments financiers qui seront émises par l'Initiateur ont pour vocation d'organiser le profil de gain et la répartition de la plus-value globale entre les actionnaires de K Eagle Investment en cas de Sortie du capital. Cette plus-value sera calculée sur la base du prix réalisé par les investisseurs lors d'une sortie future du capital et est fondée sur la valeur de marché du seul sous-jacent de K Eagle Investment, à savoir les titres Keyrus. Les détenteurs des actions de préférence sont donc indirectement associés au risque et au bénéfice de la réalisation des objectifs de progression de valeur de Keyrus. En outre, les évolutions de la répartition de la plus-value globale sont réalisées au sein de K Eagle Investment.

L'examen des termes du Protocole d'Investissement ainsi que des différents engagements pris dans le cadre de cet accord ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.2 - Analyse des traités d'apport

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, au plus tard huit jours calendaires avant la Date de Réalisation, les opérations suivantes seront réalisées pour les besoins de la réalisation des Apports en Nature :

- l'Initiateur (en qualité de bénéficiaire) et Monsieur Eric Cohen (en qualité d'apporteur) auront signé un traité d'apports en nature portant sur un nombre de 10.031.700 actions Keyrus ;
- l'Initiateur (en qualité de bénéficiaire) et les Managers (en qualité d'apporteurs) auront signé un traité d'apports en nature portant sur un nombre de 611.067 actions Keyrus ;
- le commissaire aux apports aura signé son rapport concernant les Apports en Nature.

Nous nous sommes entretenus avec le Commissaire aux apports. Les Apports en Nature seront valorisés au Prix d'Offre, soit 7,00 euros par action Keyrus apportée. Il n'existe pas de mécanisme de variation de prix dans le cadre des Apports en Nature.

De ce fait, l'examen des termes des traités d'apport ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.3 - Analyse du pacte d'associés relatif à l'Initiateur

Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers signeront, à la Date de Réalisation, un pacte d'associés relatif à l'Initiateur conformément au projet de pacte figurant en annexe du Protocole d'Investissement.

Le Pacte d'Associés a notamment pour vocation de décrire :

- la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société ;
- les règles applicables aux transferts de titres de l'Initiateur ;
- la faculté d'investissement additionnel de BNP Paribas Développement.

Gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société

Les règles édictées relatives à la gouvernance de l'Initiateur et de la Société sont usuelles et n'appellent pas de commentaire de notre part.

Règles relatives aux transferts de titres de l'Initiateur

Les règles relatives aux transferts de titres émis par l'Initiateur reposent sur les mécanismes de liquidité suivants :

- un principe d'inaliénabilité des titres de l'Initiateur détenus par les signataires du Pacte d'Associés d'une période de 4 ans à compter de la Date de Réalisation ;
- certains cas de transferts libres ;
- sous réserve de la période d'inaliénabilité précitée, dans l'éventualité où Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et/ou les Managers souhaiteraient transférer leurs titres de l'Initiateur au profit d'un tiers ou d'une Partie au Pacte, l'intégralité des titres cédés feront l'objet d'un droit de préemption qui bénéficiera aux Parties au Pacte ;
- sans préjudice des dispositions précitées relatives au droit de préemption, dans l'éventualité où les Parties au Pacte souhaiteraient transférer leurs titres de l'Initiateur, à l'issue de la période d'inaliénabilité, au profit d'un tiers ou d'une Partie au Pacte, de sorte qu'un tel transfert entraînerait un changement de contrôle de l'Initiateur au sens des stipulations du Pacte, les autres Parties au Pacte bénéficieront d'un droit de cession conjointe totale ;
- un processus de cession en vue d'aboutir à un transfert portant :
 - o au choix de Monsieur Eric Cohen, sur l'intégralité (i) des titres de l'Initiateur ou (ii) de la participation de BNP Paribas Développement pourra être initié par Monsieur Eric Cohen à tout moment à compter de la fin de la période d'inaliénabilité précitée sous certaines conditions ;

- sur la participation totale de BNP Paribas Développement pourra être initiée par BNP Paribas Développement à tout moment (i) à compter du septième anniversaire de la Date de Réalisation, sauf si un processus de cession est déjà en cours à cette date ou (ii) à l'expiration d'un délai de 6 mois à compter de la date d'invalidité, d'incapacité ou de décès de Monsieur Eric Cohen.
- dans l'éventualité où :
 - à tout moment à compter de la Date de Réalisation, Monsieur Eric Cohen et BNP Paribas Développement acceptent ensemble une offre d'un ou plusieurs acquéreurs portant sur l'intégralité du capital et des droits de vote de l'Initiateur ;
 - à tout moment à compter du 4ème anniversaire de la Date de Réalisation, Monsieur Eric Cohen accepte une offre d'un ou plusieurs acquéreurs tiers indépendants portant sur 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur ;
 - Monsieur Eric Cohen accepte une offre portant, directement ou indirectement, sur 100% du capital social de l'Initiateur dans le cadre du processus de Cession Totale,
 les autres associés seront assujettis à une obligation de sortie conjointe sous certaines conditions.

Selon notre analyse, les mécanismes de liquidité décrits ci-dessus ne font pas apparaître de modalités ou de formules de prix qui remettraient en cause l'équité du prix d'offre.

Faculté d'investissement additionnel de BNP Paribas Développement

Le pacte d'associés inclut par ailleurs la faculté pour BNP Paribas Développement de réaliser un investissement additionnel selon les règles suivantes :

- BNP Paribas Développement aura, pendant 24 mois à compter de la Date de Réalisation, la possibilité, mais non l'obligation, de réaliser un investissement additionnel dans l'Initiateur d'un montant maximum de 3 millions d'euros sur la base d'un prix par action K Eagle Investment égal à celui de l'augmentation de capital souscrite en numéraire par BNP Paribas Développement à la Date de Réalisation. Cet investissement sera réalisé, le cas échéant, (i) par voie d'augmentation de capital en numéraire de l'Initiateur entièrement réservée à BNP Paribas Développement et/ou (ii) par l'exercice d'une promesse de vente de Monsieur Eric Cohen, selon le choix de ce dernier ;
- BNP Paribas Développement aura en outre, jusqu'au 30 septembre 2023, la possibilité, mais non l'obligation, de réaliser un investissement additionnel dans l'Initiateur d'un montant maximum d'1 million d'euros sur la base d'un prix par action K Eagle Investment égal à celui de l'augmentation de capital souscrite en numéraire par BNP Paribas Développement à la Date de Réalisation. Cet investissement sera réalisé, le cas échéant, par l'exercice d'une promesse de vente de Monsieur Eric Cohen.

Selon notre compréhension, ces investissements dans K Eagle Investment seront, dans les deux cas, réalisés à un prix par action K Eagle Investment calculé par transparence avec le Prix d'Offre sans autre mécanisme d'ajustement ou de complément de prix et offrent à BNP Paribas Développement la faculté de se reluer dans le véhicule d'investissement de l'Initiateur sans préjudice du prix aujourd'hui proposé aux actionnaires minoritaires.

En synthèse, et selon notre analyse, le pacte d'associés prévu en annexe du Protocole d'Investissement n'intègre pas de clauses particulières ou d'éléments de compléments ou d'ajustements de prix.

5.1.4 - Conclusion

En conclusion, l'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes / Décotes offertes par le prix de l'Offre de 7,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	5,89 €	6,41 €	6,97 €	6,73 €	4,0%
Méthode des comparables boursiers	3,51 €	n.a.	6,34 €	6,55 €	6,8%
Méthode des transactions comparables	5,64 €	n.a.	6,08 €	7,07 €	-0,9%
Méthode des transactions significatives sur le capital	n.a.	7,00 €	n.a.	7,00 €	0,0%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 5 juin 2023)		4,41 €		4,41 €	58,7%
Cours moyen pondéré 20 jours**		4,36 €		4,36 €	60,6%
Cours moyen pondéré 60 jours**		4,31 €		4,31 €	62,4%
<i>Cours moyen pondéré 120 jours**</i>		4,44 €		4,44 €	57,7%
<i>Cours moyen pondéré 180 jours**</i>		4,28 €		4,28 €	63,6%
<i>Cours moyen pondéré 250 jours**</i>		4,23 €		4,23 €	65,5%
Autre critère de référence :					
Actif net comptable au 31/12/2022	n.a.	2,51 €	n.a.	n.a.	n.a.

n.a. : non applicable

***calcul des cours moyen pondérés au 05/06/2023*

Il est rappelé que Monsieur Eric Cohen, fondateur, président directeur général et actionnaire majoritaire de Keyrus, a décidé de constituer la société K Eagle Investment le 17 avril 2023 dans le cadre du projet d'acquisition de l'intégralité du capital social de Keyrus par voie d'offre publique d'achat simplifiée initiée par K Eagle Investment.

L'Initiateur, Monsieur Eric Cohen, BNP Paribas Développement et les Managers ont conclu le 6 juin 2023 un protocole d'investissement relatif à l'Offre et aux conditions de leur investissement dans la société K Eagle Investment.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, les opérations en capital suivantes seront réalisées à la date de la décision de conformité de l'AMF portant sur le projet d'Offre (ou, au plus tard, dans les deux jours ouvrés suivant la date de ladite décision) :

- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital par l'émission d'actions ordinaires K Eagle Investment au bénéfice de Monsieur Eric Cohen et des Managers en rémunération d'apports en nature d'actions Keyrus valorisées au Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus ;
- L'Initiateur procédera à une augmentation de capital de K Eagle Investment en numéraire au profit de BNP Paribas Développement pour un montant total de 14 millions d'euros, réalisée aux mêmes conditions que la rémunération des apports en nature ci-dessus par transparence avec le Prix d'Offre, soit 7,00€ par action Keyrus.

Le prix d'offre de 7,00€ aujourd'hui proposé aux actionnaires minoritaires est similaire à celui qui découle par transparence de ces augmentations de capital.

L'Offre revêt un caractère obligatoire, en raison du franchissement par les membres du Concert du seuil de détention de 30% du capital et des droits de vote de Keyrus résultant de la signature, le 6 juin 2023, du Protocole d'Investissement constitutive d'une action de concert. Elle sera

réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires minoritaires.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 7,00€ par action, égale au Prix d'Offre.

En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Keyrus. Elle permet aux actionnaires de Keyrus qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Keyrus fait ressortir des valeurs :

- de 6,73€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 6,55€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 7,07€ pour la méthode des transactions comparables ;
- de 7,00€ pour la méthode des transactions significatives sur le capital ;
- de 4,31€ (cours moyen 60 jours) à 4,36€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 4,41€ pour le cours spot au 5 juin 2023, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Le prix offert de 7,00€ par action dans le cadre de la présente Offre :

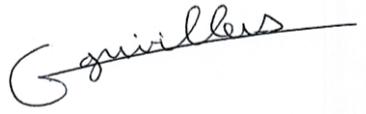
- présente une prime de 4,0% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 6,8% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une décote de 0,9% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- présente une prime nulle sur la valeur issue de la méthode des transactions significatives sur le capital ;
- présente des primes de 58,7% (cours de clôture au 5 juin 2023) à 62,4% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime importante sur les différentes moyennes de cours de bourse calculées ainsi que le dernier cours avant l'annonce de l'opération (5 juin 2023). Le prix offert présente par ailleurs de légères primes sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et par la méthode analogique des comparables boursiers mises en œuvre. Il extériorise une très légère décote suivant la méthode des transactions comparables. Par ailleurs, le prix est similaire à celui découlant des opérations décrites ci-avant, conclues à la Date de Réalisation au bénéfice de Monsieur Eric Cohen, des Managers ainsi que de BNP Paribas Développement.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 7,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie du Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Keyrus.

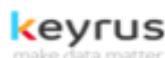
Fait à Levallois-Perret, le 29 juin 2023

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

A handwritten signature in black ink, reading "Grivillers", written over a horizontal line. The signature is cursive and includes a large initial "G".

Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission



Keyrus
155 rue Anatole France
92593 Levallois-Perret Cedex

Tél. : +33 (0)1 41 34 10 00
Fax : +33 (0)1 41 34 10 10
www.keyrus.fr

Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

A l'attention de Monsieur Olivier Grivillers

Paris, le 16 mars 2023

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Keyrus (l'« **Offre** ») initiée par Monsieur Eric Cohen et, le cas échéant, par des investisseurs et/ou des actionnaires minoritaires de Keyrus, indirectement par l'intermédiaire d'une société holding à constituer (« **NewCo** »), le Conseil d'administration de Keyrus doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1-I, 1^o, 2^o et 4^o et 261-1-II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

A cette fin, le Conseil d'administration de Keyrus a constitué le 19 janvier 2023 un comité *ad hoc* avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux (le « **Comité ad hoc** »).

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration de Keyrus lors de sa réunion du 20 février 2023, sur la base de votre proposition de services détaillée.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de Keyrus vous a désigné le 20 février 2023 en qualité d'expert indépendant et m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de Keyrus, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Keyrus qui sera proposé aux actionnaires de Keyrus et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire.

2) Calendrier de la mission

Le calendrier indicatif de la mission serait le suivant :

Date	Action
19 janvier 2023	Constitution du Comité <i>ad hoc</i> par le Conseil d'administration de Keyrus composé de trois administrateurs dont deux indépendants
20 février 2023	Conseil d'administration nommant l'expert indépendant sur recommandation du Comité <i>ad hoc</i> de Keyrus
Semaine du 20 mars 2023	Réunion de lancement entre l'expert indépendant et le Comité <i>ad hoc</i>
Fin avril 2023	Réunion intermédiaire entre l'expert indépendant et le Comité <i>ad hoc</i>
Fin mai 2023	Réunion entre l'expert indépendant et le Comité <i>ad hoc</i> en vue de la remise du rapport de l'expert indépendant

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai. Ainsi, le rapport de l'expert indépendant serait finalisé fin mai 2023 selon le calendrier indicatif susvisé.

3) Cadre réglementaire de votre mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

4) Méthodologie envisagée

L'évaluation de Keyrus sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera

déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société (marchés, endettement...). La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs d'exploitation, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence, le cas échéant, aux objectifs de cours des analystes.

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'Offre, à la valeur des apports en nature d'actions Keyrus au bénéfice de NewCo et, le cas échéant, au prix de cession des actions Keyrus par Eric Cohen réalisés préalablement au dépôt du projet d'Offre.

- Référence aux accords connexes à l'Offre

Les accords connexes à l'Offre (notamment le traité d'apport et, le cas échéant, le contrat de cession d'actions), seront analysés pour apprécier le prix d'Offre.

5) Conflits d'intérêts

Nous avons compris que Monsieur Olivier Grivillers et que le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes

concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de Keyrus au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

6) Approche de la mission

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats) et des discussions avec le Comité *ad hoc*,
2. L'analyse des états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2020 et 2019, et l'analyse des comptes semestriels au 30 juin 2022 avec leur comparatif au 30 juin 2021,
3. L'analyse des états financiers 2022 et du plan d'affaires prévisionnel de Keyrus,
4. L'analyse, le cas échéant, d'accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre (notamment le traité d'apport et, le cas échéant, le contrat de cession d'actions),
5. L'analyse du cours de bourse de Keyrus,
6. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le groupe Keyrus et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
7. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
8. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société,
9. L'analyse de la structure du capital et traitement des instruments dilutifs,
10. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,

11. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
12. L'analyse de la note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant),
13. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et, le cas échéant, avec les actionnaires minoritaires de Keyrus.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées,

DocuSigned by:
Eric Cohen
5E9C7850EE9422...

Monsieur Eric COHEN
Président Directeur Général