

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIÉTÉ



QIAGEN Marseille SA

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

initée par

QIAGEN N.V.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 11 mars 2015, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

En application des articles 231-19, 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet Sorgem Evaluation, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de QIAGEN Marseille (www.qiagenmarseille.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

QIAGEN Marseille S.A.
Luminy Biotech Enterprise Case 923 13288
163 avenue de Luminy
Marseille CEDEX 09, France

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 QIAGEN Marseille seront mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
1.1.	INTRODUCTION.....	3
1.2.	CAS PARTICULIER DES ACTIONS SOUSCRITES EN 2010 SOUS LE RÉGIME FISCAL DIT « TEPa » OU LE RÉGIME FISCAL DIT « MADELIN » :	3
1.3.	CONTEXTE DE L'OPÉRATION – RÉORGANISATION DES ACTIVITÉS DE QIAGEN MARSEILLE	4
2.	ACCORDS POUVANT AVOIR UN IMPACT SIGNIFICATIF SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	6
2.1.	ENGAGEMENTS D'APPORT À L'OFFRE	6
2.2.	ENGAGEMENT D'ACQUISITION PAR L'INITIATEUR DES ACTIONS CONCERNÉES ASSIMILÉES À L'ISSUE DE LEUR PÉRIODE DE CONSERVATION	6
3.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	7
3.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ	7
3.2.	TITRES DONNANT ACCÈS AU CAPITAL	8
3.3.	RESTRICTIONS STATUTAIRES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS – CONVENTIONS PORTÉES À LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	8
3.4.	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ	8
3.5.	DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX	8
3.6.	MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER.....	8
3.7.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS SUR LE TRANSFERT D'ACTIONS OU À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	8
3.8.	RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ	8
3.9.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIÈRE D'ÉMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS	9
3.10.	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ MODIFIÉS OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE	9
3.11.	ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MANDATAIRES SOCIAUX OU LES SALARIÉS, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	9
4.	RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE.....	9
5.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	56
6.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	57
7.	TITRES AUTO-DÉTENUS	57
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE.....	58

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1. Introduction

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, QIAGEN N.V., société de droit néerlandais, dont le siège social est situé Spoorstraat 50, 5911 KJ Venlo, Pays-Bas, et immatriculée sous le numéro 12036979 (« **QIAGEN** » ou l'« **Initiateur** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le NASDAQ et sur le Frankfurt Prime Standard, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de QIAGEN Marseille SA, société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 089 116,60 euros, dont le siège social est situé Luminy Biotech Enterprise Case 923 13288, 163 avenue de Luminy, Marseille CEDEX 09, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 424 364 412, (« **QIAGEN Marseille** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Alternext Paris sous le code ISIN FR0010626028, d'acquérir la totalité de leurs actions QIAGEN Marseille, au prix unitaire de 14,90 euros dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre s'inscrit dans le contexte de la Réorganisation des activités de QIAGEN Marseille, une filiale du groupe QIAGEN, plus amplement décrite au paragraphe 1.3, qui conduira au transfert à HalioDx, une société contrôlée par les actuels membres de son comité exécutif, de l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs attachés aux activités opérationnelles, à l'exception de son portefeuille de propriété intellectuelle, de la créance de crédit d'impôt recherche et de sa trésorerie (l'« **Apport** »). L'Apport devrait être effectif le 16 mars 2015 sous réserve de l'approbation de celui-ci par l'assemblée générale extraordinaire de QIAGEN Marseille et par l'actionnaire unique de HalioDx, et aurait pour effet la réduction du périmètre de l'activité de QIAGEN Marseille à l'unique exploitation, de son portefeuille de propriété intellectuelle. L'Apport serait suivi d'une cession ultérieure à la société HalioDxInvest des actions HalioDx perçues par QIAGEN Marseille en rémunération de l'Apport par un montant de 1,2M € correspondant à la valeur nette comptable des actifs et passifs apportés à HalioDx (l'Apport et cette cession étant désignés, la « **Réorganisation** »).

QIAGEN détient, à la date du dépôt de l'Offre, 4 912 535 actions QIAGEN Marseille, ce qui représente 90,21% du capital et 92,56% des droits de vote de cette dernière.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et sera ainsi déposée en application des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des actions QIAGEN Marseille en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre.

1.2. Cas particulier des actions souscrites en 2010 sous le régime fiscal dit « TEPA » ou le régime fiscal dit « Madelin » :

Par exception, l'Offre ne visera pas les actions QIAGEN Marseille dont la souscription en juin 2010 a donné droit à une réduction d'impôt sur la fortune (« **ISF** ») au titre de l'article 885-0 V bis du code général des impôts (CGI) (régime fiscal dit « **TEPA** ») ou d'impôt sur le revenu (« **IR** ») au titre de l'article 199 terdecies-0 A du CGI (régime fiscal dit « **Madelin** »), soumises à ce titre à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq (5) ans à compter de leur souscription et qui ne pourront être cédées sans pénalité fiscale qu'à compter du 1^{er} janvier 2016 (les « **Actions Concernées** »), dans la mesure où celles-ci auraient fait, avant la date d'ouverture de l'Offre, l'objet de promesses croisées d'achat et de vente entre leurs titulaires et l'Initiateur (les « **Engagements de Liquidité** »). Aux termes des Engagements de Liquidité, l'Initiateur prendrait un engagement irrévocable d'acquérir les Actions Concernées auprès desdits titulaires d'Actions Concernées et lesdits titulaires d'Actions Concernées

prendraient un engagement irrévocable de céder à l'Initiateur leurs Actions Concernées à l'expiration de la période de conservation susvisée, à un prix par Action Concernée qui ne pourra dépasser 14,90 euros par Action Concernée mais qui pourra être indexé à la baisse en fonction de critères définis contractuellement.

Il est précisé qu'en application de l'article L. 233-9 4° du code de commerce, les Actions Concernées ayant le cas échéant fait l'objet d'un Engagement de Liquidité préalablement à la clôture de l'Offre (les « **Actions Concernées Assimilées** ») seraient assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne seraient pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire, comme il est précisé au paragraphe ci-dessous.

L'Initiateur indique négocier actuellement des Engagements de Liquidité avec certains titulaires identifiés d'Actions Concernées. Il proposera à compter du dépôt du présent projet de note d'information à l'ensemble des titulaires d'Actions Concernées de conclure, avant la clôture de l'Offre, des Engagements de Liquidité similaires. QIAGEN Marseille prendra contact avec les porteurs d'Actions Concernées en fonction des informations dont elle dispose.

Les titulaires d'Actions Concernées sont invités par l'Initiateur à prendre contact avec Kepler Capital Markets, 112 avenue Kléber, 75116 Paris, en indiquant sur leur courrier « Offre Publique sur QIAGEN Marseille – Engagements de Liquidité », s'ils souhaitent conclure de tels Engagements de Liquidité. La conclusion d'Engagements de Liquidité permettra aux Actions Concernées de ne pas être acquises par l'Initiateur en cas de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

En cas de retrait obligatoire, il est prévu que les actions QIAGEN Marseille qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception des actions QIAGEN Marseille détenues par l'Initiateur et des éventuelles Actions Concernées Assimilées, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur titulaire pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 14,90 euros par action QIAGEN Marseille. Les actions QIAGEN Marseille seront radiées du marché Alternext de Euronext Paris le jour de négociation suivant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

1.3. Contexte de l'Opération – Réorganisation des activités de QIAGEN Marseille

Le dépôt du projet d'Offre représente un élément indissociable de la Réorganisation dont les termes et conditions ont été convenus aux termes d'un accord intitulé « *Framework and Offer Agreement* » (l'« **Accord Cadre** ») conclu le 22 janvier 2015 entre notamment QIAGEN, QIAGEN Marseille, HalioDxInvest, HalioDx, Messieurs Vincent Fert et Stéphane Debono et Madame Corinne Danan.

La Réorganisation prévue aux termes de l'Accord Cadre consiste en plusieurs opérations successives dont l'Offre, qui sont décrites ci-après.

a) Apport partiel d'actifs de QIAGEN Marseille

Dans le cadre de la Réorganisation, QIAGEN Marseille a, le 7 décembre 2014, reçu de HalioDxInvest, une société constituée par l'équipe dirigeante de la Société, à savoir Messieurs Vincent Fert et Stéphane Debono et Madame Corinne Danan, une offre de reprise partielle des actifs de la société (« **l'Offre de Reprise** »). Dans le contexte de l'Offre de Reprise, Messieurs Vincent Fert et Stéphane Debono ont démissionné de leur fonction d'administrateurs de QIAGEN Marseille le 7 décembre 2014.

Les termes de l'Offre de Reprise envisagent (x) l'émission, en contrepartie de l'Apport, au profit de QIAGEN Marseille, dans le cadre d'une augmentation de capital réalisée le 16 mars 2015, 120 000

actions nouvelles HalioDx de 10 euros de valeur nominale chacune, pour augmenter son capital d'une somme de 1 200 000 euros et le porter de 450 000 euros à 1 650 000 euros, et (y) la cession ultérieure à HalioDxInvest des actions détenues par QIAGEN Marseille dans HalioDx perçues en rémunération de l'Apport.

Lors de sa réunion du 8 décembre 2014, le conseil d'administration de QIAGEN Marseille, a décidé d'étudier l'Offre de Reprise de manière approfondie et d'autoriser la direction de la Société à engager les procédures d'information et de consultation du comité d'entreprise de QIAGEN Marseille (le « **Comité d'Entreprise** »). Il a, par ailleurs, nommé le cabinet Sorgem Evaluation (représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum) en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé (x) d'étudier l'équité des termes de l'Offre de Reprise et (y) d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

Dans un communiqué de presse en date du 22 décembre 2014, QIAGEN Marseille a annoncé que son conseil d'administration réuni le 19 décembre 2014 a accueilli favorablement le principe de l'Offre de Reprise et a accepté d'entrer en négociations exclusives avec QIAGEN.

L'Initiateur a, à cette occasion, annoncé qu'en cas d'accord sur l'Offre de Reprise, il envisagerait d'initier une offre publique sur l'ensemble des actions restantes de QIAGEN Marseille à un prix de 13,80 euros par action, afin de désintéresser les actionnaires minoritaires compte tenu du caractère très structurant de l'opération étudiée.

Au terme d'un processus d'information et de consultation, le Comité d'Entreprise a émis un avis favorable sur le projet d'Offre de Reprise.

Par décision en date du 19 décembre 2014, suite à une requête conjointe déposée par QIAGEN Marseille et HalioDx, le Président du Tribunal de commerce de Paris a désigné, dans le cadre de l'Apport, Madame Agnès Piniot du cabinet Ledouble en qualité de commissaire aux apports et à la scission (le « **Commissaire aux Apports** »).

A l'issue des diligences conduites par le Commissaire aux Apports, l'Expert Indépendant et au vu notamment de l'attestation de l'équité de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration a reconnu les atouts de l'Offre de Reprise sur les plans stratégique et industriel a considéré que celle-ci correspondait pleinement à l'intérêt social de QIAGEN Marseille, et a en conséquence approuvé l'Offre de Reprise à l'unanimité, le 6 février 2015. Le conseil d'administration a pris en compte, dans le cadre de sa décision, la décision de QIAGEN de relever le prix de son Offre à 14,90 euros par action.

À la suite de cette approbation par son conseil d'administration, QIAGEN Marseille et HalioDx ont conclu, en date du 9 février 2015, le traité d'apport partiel d'actifs (le « **Traité d'Apport** ») qui a été déposé au Greffe du Tribunal de commerce de Paris et de Marseille le 13 février 2015.

Aux termes du Traité d'Apport, la réalisation de l'Apport est notamment conditionnée à son approbation par l'assemblée générale des actionnaires de QIAGEN Marseille, qui a été convoquée pour le 16 mars 2015.

b) Cession à HalioDxInvest des actions HalioDx détenues par QIAGEN Marseille

Aux termes du contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession** ») conclu le 9 février 2015 par QIAGEN Marseille et HalioDx relatif à l'acquisition des actions de HalioDx, QIAGEN Marseille s'est engagée à céder à HalioDxInvest l'intégralité des actions HalioDx qu'elle détient (la « **Cession** »). Cette Cession interviendrait concomitamment à la réalisation de l'Apport, à savoir le 16 mars 2015.

Le prix de Cession de l'ensemble des Actions a été fixé à 1 200 000 euros, correspondant à la valeur nette comptable des actifs et passifs apportés à HalioDx. Aux termes du Contrat de Cession, des garanties limitées ont été consenties par QIAGEN Marseille à HalioDxInvest.

c) L'Offre

En conséquence de la Réorganisation, le périmètre de l'activité de QIAGEN Marseille serait désormais réduit à l'exploitation de son portefeuille de propriété intellectuelle par le biais de divers accords conclus avec le groupe QIAGEN.

Conformément à ce qui a été annoncé et en raison des changements importants que subirait le périmètre de l'activité et le profil opérationnel et financier de QIAGEN Marseille, le conseil d'administration de QIAGEN Marseille et QIAGEN ont considéré que l'Offre de Reprise ne pourrait être envisagée que si QIAGEN déposait une offre publique volontaire sur le solde des titres composant le capital de QIAGEN Marseille à un prix équitable afin d'offrir aux actionnaires minoritaires la faculté de céder leur participation dans QIAGEN Marseille, étant donné que le marché pour ces titres demeure relativement peu liquide.

C'est dans ce contexte que QIAGEN NV a déposé, le 11 mars 2015, l'Offre au prix de 14,90 euros par action.

L'Offre sera réalisée et déposée suivant la procédure simplifiée en application des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans la mesure où l'Initiateur détient, à la date du dépôt de l'Offre, 4 912 535 actions QIAGEN Marseille, ce qui représente 90,21% du capital et 92,56% des droits de vote de cette dernière.

2. ACCORDS POUVANT AVOIR UN IMPACT SIGNIFICATIF SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

2.1. Engagements d'apport à l'Offre

Néant.

2.2. Engagement d'acquisition par l'Initiateur des Actions Concernées Assimilées à l'issue de leur période de conservation

Les Actions Concernées Assimilées feront le cas échéant l'objet d'accords distincts entre chacun de leurs titulaires et l'Initiateur préalablement à la date de clôture de l'Offre, aux termes duquel l'Initiateur va notamment prendre un engagement irrévocable d'acquérir les Actions Concernées Assimilées auprès de leurs titulaires à compter du 1^{er} janvier 2016, à un prix maximal de 14,90 euros par Action Concernée Assimilée.

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

3.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de QIAGEN Marseille s'élève à 1 089 116,60 euros, divisé en 5 445 583 actions ordinaires de 0,20 euros de valeur nominale.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 10 février 2015 :

Actionnaires	Actions à droit de vote simple	Actions à droit de vote double	Actions en % du total	Droits de vote en % du total
QIAGEN	49 626	4 862 909	90,21	92,56
Public*	279 992	253 056	9,79	7,44
<i>dont actions auto-détenues (au 10 février 2015)</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Total	329 618	5 115 965	100%	100%

Le tableau ci-après présente le nombre et la nature des titres acquis par l'Initiateur au cours des douze derniers mois précédant la date du dépôt de l'Offre ainsi que la date et les conditions auxquelles leur acquisition a été réalisée :

Nombre d'actions de QIAGEN Marseille acquise(s) au cours des 12 derniers mois	Date d'acquisition	Prix d'acquisition (€)	Montant total de l'acquisition (€)
11	03-Jan-14	12,93	142,18
663	05-Fév-14	13,29	8 811,27
168	13- Fév -14	13,50	2 268,00
1 805	21- Fév -14	13,50	24 367,50
386	04-Mar-14	13,50	5 211,00
400	05-Mar-14	13,20	5 280,00
3 750	05-Mar-14	13,20	49 500,00
694	06-Mar-14	13,20	9 160,80
3 629	27-Mar-14	13,20	47 902,80
2 346	27-Mar-14	13,20	30 967,20
5	22-Avr-14	13,20	66
87	20-Mai-14	13,50	1 174,50
2 000	09-Juin-14	13,80	27 600,00
3	30-Juin-14	13,50	40,50
929	08-Juil-14	13,50	12 538,50
367	26-Août-14	13,70	5 027,90

3.2. Titres donnant accès au capital

La Société n'a émis aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès immédiatement ou à terme à son capital ou à ses droits de vote.

3.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Néant.

3.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société

A la date du présent projet de note d'information en réponse, les actionnaires détenant plus de 4% du capital ou des droits de vote de QIAGEN Marseille sont, à la connaissance de la Société :

- QIAGEN N.V. qui détient 90,21% du capital et 92,56% des droits de vote ;

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 4% de son capital ou de ses droits de vote.

3.5. Détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

3.6. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

3.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'actions de la Société ou à l'exercice des droits de vote, sous réserve des éventuels accords de liquidité qui pourraient être conclus avec des actionnaires concernant les Actions Concernées.

3.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Les statuts ne prévoient pas de règles spécifiques en matière de nomination et de remplacement des administrateurs ou en matière de modification des statuts de la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

3.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration dispose de la délégation suivante, qui lui a été conférée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 22 mai 2014 :

Nature de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Durée	Date de l'AG octroyant la délégation	Utilisation des autorisations
Rachat d'actions	10 % du capital au jour de l'AG octroyant la délégation. Prix unitaire maximum de rachat : 20€ par action	18 mois	22 mai 2014	Géré dans le cadre du contrat de liquidité

3.10. Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

À la connaissance de la Société, aucun accord significatif auquel QIAGEN Marseille est partie ne contient de clause de changement de contrôle pouvant entraîner la résiliation dudit accord.

3.11. Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Madame Corinne Danan, directrice des ventes et du marketing et Madame Hélène Peyro Saint Paul, directrice des affaires médicales bénéficient d'une clause dans leur contrat de travail prévoyant une indemnité égale à 6 mois de salaire en cas de rupture du contrat de travail du fait de la Société – sauf pour faute lourde ou grave.

Toutefois, leur contrat de travail sera transféré à HalioDx avant l'ouverture de l'Offre.

4. RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

En application de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, le 8 décembre 2014, le conseil d'administration de QIAGEN Marseille a désigné le cabinet Sorgem Evaluation (représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum), en qualité d'Expert Indépendant afin (x) d'étudier l'équité des termes de l'Offre de Reprise et (y) d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

L'Expert Indépendant a présenté au conseil d'administration, le 6 février 2015, son rapport sur l'équité des termes de l'Offre de Reprise. Ce rapport est disponible sur le site Internet de QIAGEN Marseille (www.quiagenmarseille.com).

Le rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre éventuellement suivie d'un retrait obligatoire a été présenté au conseil d'administration de QIAGEN Marseille le 9 mars 2015, et est reproduit ci-après.

Liminaire

QIAGEN Marseille (« la Société ») a reçu, le 7 décembre 2014, une offre de reprise partielle de ses actifs de la part de son équipe dirigeante (« les Dirigeants ») dans le cadre de la création d'une nouvelle société, HalioDxInvest. Cette transaction, qui valorise la branche autonome d'activité cédée à 1.2 millions d'euros, comprend deux étapes concomitantes :

- Dans un premier temps, QIAGEN Marseille transfère une branche autonome d'activité à la société HalioDx, entièrement détenue par HalioDxInvest, en contrepartie d'actions nouvelles émises par HalioDx (« le Transfert » ou « l'Apport ») ;
- Dans un second temps, la Société cède les actions HalioDx reçues en rémunération de cet apport à la société HalioDxInvest détenue par les Dirigeants et des investisseurs tiers (« la Cession »).

D'autre part, plusieurs accords de partenariat seront mis en place entre HalioDx, QIAGEN GmbH et QIAGEN Marseille (« les Accords »).

La réalisation de l'opération avec HalioDx se traduira par une modification substantielle de la situation économique de QIAGEN Marseille qui conserve son portefeuille de propriété intellectuelle et générera des revenus par le biais d'un contrat de licence conclu avec le groupe QIAGEN.

Dans ce contexte, QIAGEN NV, qui détient 90,21% du capital et 92.56% des droits de vote de QIAGEN Marseille, a décidé de lancer une offre publique d'achat simplifiée volontaire sur les titres détenus par les actionnaires minoritaires, à un prix de 13.80€, annoncé le 22 décembre 2014, et qui a été ensuite augmenté à 14.90€ dans l'offre finale (« l'Offre » ou « l'OPAS »). L'OPAS serait suivie d'un retrait obligatoire dans le cas où QIAGEN NV viendrait à détenir au moins 95% du capital et des droits de vote de QIAGEN Marseille.

La cession de la branche autonome d'activité et l'OPAS constituent des opérations qui sont étroitement liées et ne peuvent être analysées indépendamment l'une de l'autre.

C'est dans ce contexte que le Conseil d'administration de QIAGEN Marseille a désigné, au cours de sa séance du 8 décembre 2014, Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'expert indépendant dans le cadre (i) de la cession des actions HalioDx à HalioDxInvest et (ii) de l'OPAS qui sera lancée par QIAGEN NV.

Notre avis sur l'équité de la cession des actions HalioDx a fait l'objet d'un rapport distinct qui a été communiqué au Conseil d'administration de QIAGEN Marseille le 5 février 2015 et dont les principales conclusions sont rappelées dans la première partie de ce rapport.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS s'inscrit dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») qui stipule que « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » dès lors que « la société visée est déjà

contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ».

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

Le présent rapport présente notre opinion sur l'équité de l'Offre, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, visant les actions de QIAGEN Marseille.

I. PRÉSENTATION DE LA TRANSACTION AVEC HALIODX

1. Présentation de l'Acquéreur et du Bénéficiaire

1.1 HalioDxInvest (l'Acquéreur)

HalioDxInvest SAS est une société par actions simplifiée au capital de 450.000 euros, dont le siège social est situé 8 rue François Villon à Paris 75015, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 805 269 271.

La société a été créée en octobre 2014 par les cinq membres du Comité Exécutif de QIAGEN Marseille.

A la date de constitution de la société, la répartition du capital est la suivante :

Actionnaire	Position occupée au sein de QIAGEN Marseille	Nombre d'actions	%
Société Philis (Vincent Fert)	Directeur Général	13 500	30%
Stéphane Debono	Directeur des Opérations	10 000	22%
société Tadobar (Corinne Danan)	Vice-Président des Opérations Commerciales	10 000	22%
Fabienne Hermitte	Directeur R&D et Affaire Règlementaires	7 500	17%
Hélène Peyro Saint-Paul	Directeur des Affaire Médicales	4 000	9%
Total		45 000	100%

1 action = 1 droit de vote

La répartition du capital sera amenée à évoluer à court terme puisque la société doit réaliser une augmentation de capital auprès d'un pool d'investisseurs pour financer (i) la réalisation de la Cession et (ii) les investissements nécessaires au développement de son activité.

1.2 HalioDx (le Bénéficiaire)

HalioDx est une société par actions simplifiée au capital de 450.000 euros, dont le siège social est situé 8 rue François Villon à Paris 75015, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 807 457 056.

HalioDxInvest est l'associée unique de la société.

HalioDx exerce une activité de développement, fabrication et commercialisation dans le domaine des biotechnologies. Plus spécifiquement, la société envisage principalement de développer des tests diagnostics compagnons dans le domaine de l'immuno-oncologie¹ en s'appuyant sur un contrat de licence appartenant à HalioDxInvest et concernant un portefeuille de brevets d'un institut de recherche. HalioDx continuera néanmoins, à développer des diagnostics moléculaires dans le domaine de l'oncologie reposant sur les technologies PCR (*Polymerase Chain Reaction*), NGS (*Next Generation Sequencing*) ou Pyroséquençage.

En cas de réalisation de l'Apport, HalioDx réalisera également des prestations de sous-traitance de fabrication (pour le compte de QIAGEN GmbH) et de recherche et développement (pour le compte de QIAGEN Marseille) ; activités qui étaient préalablement réalisées au sein de QIAGEN Marseille.

2. **Motifs de la transaction avec HalioDx**

Le Conseil d'administration² inscrit la transaction avec HalioDx dans un contexte où QIAGEN Marseille doit faire face à des changements technologiques et stratégiques qui vont impacter son activité au cours des prochaines années.

D'une part, le Conseil d'administration considère que **le développement de la technologie NGS**, qui permet un séquençage complet du génome, devrait concurrencer à terme la technologie PCR, utilisée par la Société, et conduire à une concentration des acheteurs qui rechercheront en priorité des fournisseurs capables de proposer une solution globale (hardware, software et diagnostic).

Cet avis est partagé par le groupe QIAGEN qui estime que le marché du diagnostic sera dominé par des acteurs capables de proposer des solutions intégrées particulièrement couteuses à développer, et a pris la décision stratégique d'investir de manière très significative dans cette nouvelle technologie. C'est pourquoi l'effort d'investissement est coordonné au sein du groupe QIAGEN, QIAGEN Marseille n'étant pas en mesure de développer seule une offre intégrée basée sur la technologie NGS.

A ce titre, les attributions récentes de projets de R&D au sein du groupe QIAGEN ont privilégié d'autres sites que celui de Marseille (notamment Manchester et Boston) ; les attributions de projets au site de Marseille resteront insuffisantes pour compenser la baisse future d'activité sur la technologie PCR.

¹ L'immuno-oncologie est une approche thérapeutique qui exploite la capacité du système immunitaire à combattre les tumeurs (immuno-modulation). L'activité de HalioDx consisterait à développer, fabriquer et commercialiser des dispositifs permettant l'évaluation de la réponse immune chez les patients atteints de cancers

² Procès-Verbal du Conseil d'Administration du 19 décembre 2014

D'autre part, le groupe QIAGEN a décidé de mettre en œuvre une **stratégie de rationalisation et de concentration de ses sites de production et de R&D** et cette tendance aura un effet sur la viabilité de QIAGEN Marseille à terme.

Un projet préparatoire de transfert de l'activité de fabrication de QIAGEN Marseille à l'horizon 2016 a d'ailleurs été envisagé en 2014 et évoqué devant le Comité d'Entreprise.

Dans ce contexte d'avenir incertain pour QIAGEN Marseille, **les principaux dirigeants ont fait part de leur décision de quitter la Société**, indépendamment de l'issue de l'opération avec HalioDx, pour mettre en œuvre un nouveau projet entrepreneurial en développant une activité de diagnostic dans le domaine de l'immuno-oncologie qui s'appuiera sur des licences récemment acquises par HalioDxInvest auprès d'un institut de recherche. Le Conseil d'administration considère que cette décision de départ fait peser un risque supplémentaire sur QIAGEN Marseille.

3. Modalités de la transaction avec HalioDx

L'opération avec HalioDx comporte trois volets concomitants et conditionnés : l'apport de branche autonome d'activité (3.1), la cession des actions HalioDx (3.2) et la signature des Accords (3.3).

3.1 Modalités de l'apport de branche autonome d'activité

La branche autonome d'activité apportée comprend les immobilisations à l'exclusion des actifs relevant de la propriété intellectuelle, les stocks, une partie des créances, le passif social et certaines dettes fournisseurs. Les contrats de travail sont également transférés ainsi que certains actifs non comptabilisés (fonds de commerce, contrat de bail des locaux).

Les actifs transférés ne comprennent pas la créance de crédit d'impôt recherche, les actifs de trésorerie (ou équivalents) ni le bénéfice des déficits fiscaux reportables.

L'apport prendra effet à la date de réalisation des conditions suspensives et sera effectué à la valeur comptable des actifs, les parties considérant en outre que cette valeur correspond à une valeur vénale, sur la base d'un arrêté comptable au 31 décembre 2014 projeté à la date de réalisation. L'apport sera rétroactif au 1^{er} mars 2015. La valeur nette des actifs et passifs estimée à cette date s'élève à 1.2 millions d'euros.

L'Apport sera rémunéré au moyen d'une augmentation de capital par émission de 120 000 actions nouvelles de HalioDx que QIAGEN Marseille s'engage à céder à HalioDxInvest.

3.2 Modalités de la cession des actions HalioDx

Les actions HalioDx reçues en rémunération de l'apport sont cédées à 1.2 millions d'euros, soit à la valeur d'apport.

3.3 Modalités des Accords

Le tableau suivant présente une synthèse des sept accords qui seront mis en place entre HalioDx et des sociétés du groupe QIAGEN (QIAGEN GmbH, QIAGEN Marseille et QBiotech C.V) :

Contrats (nombre)	Parties	Durée	Objet	Conditions financières
Fabrication (1x)	HalioDx QIAGEN GmbH	5 ans	HalioDx prend en charge la fabrication des produits Ipsogen pour le compte de QIAGEN GmbH. Après 5 ans, la fabrication est réintégrée chez QIAGEN GmbH.	cost plus
R&D (1x)	HalioDx QIAGEN GmbH QIAGEN Marseille	jusqu'à la finalisation des projets	HalioDx réalise des prestations de sous-traitance de R&D pour l'achèvement, ou le prolongement, de sept projets en cours chez QIAGEN Marseille.	cost plus
Pyro (3x)	HalioDx Qbiotech CV QIAGEN GmbH	durée des brevets	Utilisation de la technologie de Pyroséquençage par HalioDx. QIAGEN GmbH bénéficie d'une option pour distribuer les produits qui seraient développés par HalioDx avec la technologie Pyro.	redevance (licence) resale minus (distribution)
Option distribution (1x)	HalioDx QIAGEN GmbH QIAGEN Marseille	5 ans	QIAGEN GmbH bénéficie d'une option pour être le distributeur exclusif des nouveaux produits développés par HalioDx.	resale minus
Services (1x)	HalioDx QIAGEN GmbH	2 ans	HalioDx rend des services en marketing et management à QIAGEN GmbH.	cost plus

Dans le cadre des diligences relatives à l'appréciation de l'équité de l'opération avec HalioDx, nous nous sommes assurés que les contrats qui seront signés entre le groupe QIAGEN, HalioDx et QIAGEN Marseille prévoient des conditions financières qui ne font pas apparaître d'avantages financiers dont QIAGEN NV (ou une de ses filiales hors QIAGEN Marseille) serait le bénéficiaire exclusif dès lors qu'ils reposent sur des conditions de marché normales.

A ce titre, on relèvera les éléments suivants :

- Les conditions financières de sous-traitance de la fabrication sont conformes aux pratiques habituelles au sein du groupe QIAGEN qui se situent dans la pratique de marché ;
- Les conditions appliquées au contrat de R&D (les prestations seront payées par QIAGEN Marseille) sont plus favorables que les conditions appliquées par le groupe QIAGEN lorsqu'il réalise des prestations de sous-traitance de R&D pour des tiers. De plus, HalioDx supporte le risque attaché à la réussite des projets car les montants versés devront être remboursés en cas d'échec d'un projet ;

- La redevance versée par HalioDx pour l'utilisation de la technologie de Pyroséquençage se situe dans le haut mais, néanmoins dans la fourchette habituelle pour la licence de technologies sur une base non exclusive ;
- Les options de distribution accordées au groupe QIAGEN s'assimilent à des droits de préférence qui n'ont pas de valeur financière dès lors que les conditions de vente entre HalioDx et QIAGEN GmbH se feront à un prix de marché, étant précisé que le groupe QIAGEN est de toute manière déjà en charge de la distribution des produits développés par QIAGEN Marseille. La politique de prix prévue à ce titre, est cohérente avec la politique déjà mise en place avec QIAGEN Marseille ;
- Les conditions du contrat de prestations de services sont quasiment identiques aux conditions du contrat existant entre QIAGEN Marseille et QIAGEN GmbH mais, le périmètre en est considérablement réduit.

4. Conséquences de l'opération sur les activités de QIAGEN Marseille

4.1 Modification de l'activité et impact sur l'exploitation à long terme

Après l'opération de transfert, l'activité de la Société se limitera à l'exploitation de ses actifs de propriété intellectuelle grâce à deux sources revenus. D'une part, des revenus de licences versés par des tiers dans le prolongement de l'activité existante et d'autre part, des revenus de licences versés par QIAGEN GmbH en contrepartie du droit de faire fabriquer (par HalioDx) et de commercialiser (par elle-même) les produits Ipsogen.

Par ailleurs, la Société ne pourra plus développer de nouveaux produits ni suivre les évolutions technologiques de son secteur suite au transfert de son département de recherche et développement. QIAGEN Marseille sous-traitera toutefois à HalioDx l'achèvement de projets déjà en cours et pourra ensuite, continuer à sous-traiter des travaux de R&D applicative destinés à prolonger la durée de vie de ses produits.

Il n'en demeure pas moins que la perte de ses capacités de recherche et développement ne peut que conduire à remettre en cause les perspectives de continuité d'exploitation de la Société à terme.

L'activité de QIAGEN Marseille se limitera donc à l'exploitation en *run-off* (jusqu'à la fin de la durée de vie) de son portefeuille de propriété intellectuelle.

4.2 Impact du Transfert sur le compte de résultat de QIAGEN Marseille

Le Transfert va modifier la structure du compte de résultat de QIAGEN Marseille.

a) Impact sur les ventes de kits diagnostics et la marge brute

Les revenus issus de la vente de kits seront remplacés par des redevances versées par QIAGEN GmbH en application d'un contrat de licence qui sera signé avec QIAGEN Marseille.

D'après le projet de contrat de licence qui nous a été communiqué, la redevance sera globalement équivalente au chiffre d'affaires actuel réalisé par QIAGEN Marseille sur les ventes de kits diminué du prix d'achat des produits qui seront fabriqués par HalioDx ; ce prix d'achat correspond au coût de fabrication actuel de QIAGEN Marseille majoré de la marge de fabrication de HalioDx.

Cependant, la baisse des revenus de QIAGEN Marseille sera compensée par la disparition des coûts de fabrication de sorte que, toutes choses égales par ailleurs, la marge brute diminuera seulement du montant de la marge de fabrication de HalioDx.

b) Autres impacts

En termes de revenus, QIAGEN Marseille cessera également de réaliser des prestations de services pour le groupe QIAGEN.

Par ailleurs, le Transfert entraînera un surcoût immédiat sur les frais de R&D relatifs aux projets en cours de développement qui seront achevés par HalioDx et facturés à leur prix de revient majoré. Mais, le recours à la sous-traitance permettra ensuite à la Société de disposer d'une flexibilité accrue à moyen terme pour réduire ses dépenses, sans engager de coût de restructuration, compte tenu de sa nouvelle orientation stratégique qui nécessitera un effort de R&D (recherches applicatives destinées à prolonger la durée de vie des produits) moins soutenu que dans le passé.

Enfin, la Société ne supportera plus de frais commerciaux et devrait réduire fortement ses dépenses marketing et administratives.

4.3 Impact fiscaux

D'après les analyses fiscales qu'elle a réalisées, la Société perdra le bénéfice de l'utilisation des déficits fiscaux accumulés compte tenu de la cession d'une part substantielle de ses actifs et de la forte réduction de ses effectifs. Au 31 décembre 2014, le report déficitaire s'élevait à 9.3 millions d'euros.

D'autre part, la Société ne pourra plus créer de crédit d'impôt recherche (CIR) ; elle continuera toutefois de bénéficier de sa créance de crédit d'impôt recherche existante.

En contrepartie, dès lors que ses revenus seront exclusivement composés de produits de licence, QIAGEN Marseille estime qu'elle bénéficiera du régime fiscal pour l'exploitation des brevets qui prévoit un taux d'imposition réduit. Cette hypothèse et le fait que la totalité des produits (charges) de la société seraient taxables (déductibles) au taux réduit ne peuvent toutefois être certifiés à ce stade.

5. Synthèse de notre avis sur l'équité de l'opération avec HalioDx (apport de branche autonome d'activité et cession des actions)

La condition pour que la cession des actions HalioDx, attribuées en rémunération de l'apport de la branche autonome d'activité, puisse être considérée comme équitable est que le prix de 1.2 millions d'euros reflète la valeur de marché des actifs apportés. En effet, l'apport est conditionné à l'engagement de QIAGEN Marseille de céder les actions de HalioDx à HalioDxInvest sur la base d'un prix égal à la valeur d'apport des actifs transférés.

Deux approches peuvent être envisagées pour apprécier la valeur des actifs transférés.

La première approche, qui reflète le point de vue de QIAGEN Marseille, consiste à s'assurer que le Transfert ne se traduira pas par une diminution de la valeur de la Société.

La seconde approche consiste à déterminer la valeur d'utilité des actifs transférés du point de vue de HalioDx.

A priori, ces deux approches devraient aboutir à une valorisation différente des actifs transférés, la première reflétant la vision du « vendeur » et la seconde reflétant la vision de « l'acheteur ».

A ce titre, on notera que l'entrée d'investisseurs tiers au capital de HalioDxInvest, société mère de HalioDx, valorise le « groupe HalioDx » à une valeur supérieure à 1.2 millions d'euros, ce qui peut s'expliquer par les facteurs suivants :

- D'une part, la valeur du portefeuille de brevets dont HalioDxInvest a acquis la licence auprès d'un institut de recherche et qui n'appartiennent pas à la société HalioDx ;
- D'autre part, les synergies susceptibles d'être dégagées par HalioDx dans le cadre de la mise en œuvre de sa nouvelle activité initiée par Vincent Fert et Stéphane Debono ;
- Enfin, la trésorerie déjà présente dans la société.

Dans le cadre de notre analyse, nous avons apprécié la valeur de ces apports en retenant l'approche « vendeur », qui est une approche *stand-alone*, dans la mesure où QIAGEN Marseille pourrait difficilement capter elle-même les éventuelles synergies qui seront réalisées par HalioDx à travers le développement d'une activité dans l'immuno-oncologie que le groupe QIAGEN ne souhaite pas développer. Cette approche se justifie également par l'existence d'un acquéreur unique, donc d'une absence de concurrence pour cette acquisition qui rend difficile l'appréhension par le vendeur des synergies dont bénéficierait l'acheteur.

Nos travaux montrent que valeur de l'action QIAGEN Marseille après opération avec HalioDx est supérieure à la valeur avant opération. Le fait que ces deux valeurs ne soient pas identiques signifie d'ailleurs que QIAGEN Marseille captera une partie des synergies qui seront générées par HalioDx.

Mais, cette conclusion résulte de l'hypothèse, retenue par le Conseil d'administration de QIAGEN Marseille, selon laquelle la Société devra fermer son site de Marseille en l'absence de réalisation du Transfert, et donc supporter des coûts de restructuration importants qui réduiraient sa valeur.

En effet, malgré les bonnes performances de la Société, le Conseil d'administration considère qu'une telle restructuration serait très probable compte tenu des facteurs suivants :

- Dans un contexte de progression de la technologie NGS, le groupe QIAGEN a choisi de mettre en œuvre une stratégie de rationalisation et/ou d'*outsourcing* de ses sites de production et de R&D, ce qui privilégiera d'autres sites que celui de Marseille ;
- Les principaux dirigeants de QIAGEN Marseille ont informé le Conseil d'administration de leur décision d'engager un projet entrepreneurial qui impliquera leur départ de la Société.

Pour notre part, nous ne sommes pas en mesure de confirmer qu'une restructuration complète du site de Marseille serait nécessaire en l'absence de réalisation du Transfert. Cette analyse revient au Conseil d'administration de la Société.

En tout état de cause, la nécessité de mettre en œuvre une restructuration en l'absence de transfert, apparaît, au moins en partie, liée aux décisions des parties impliquées par l'opération.

Nous précisons, quant à nous, qu'il ne nous appartient pas de commenter les orientations stratégiques du groupe QIAGEN mais, d'en analyser les conséquences pour les actionnaires de QIAGEN Marseille.

Dans ce contexte, il est nécessaire d'offrir une liquidité à un prix équitable, nécessairement supérieur à la valeur de référence après opération, et cohérent avec la valeur avant opération, aux actionnaires minoritaires pour assurer l'équité du Transfert de la branche autonome d'activité et de la cession concomitante des actions HalioDx.

A ce titre, il ressort de nos analyses que le prix offert dans l'OPAS est supérieur à la valeur la plus élevée qui ressort des approches analogiques, qui reflètent une valeur avant opération avec HalioDx, et de l'approche d'actualisation de flux de trésorerie, qui reflète une valeur après opération avec HalioDx.

II. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de QIAGEN NV (l'Initiateur)

QIAGEN N.V est une société par actions (Naamloze Vennootschap) de droit néerlandais dont le siège social est situé Spoorstraat 50, 5911 KJ Venlo, Pays-Bas, et immatriculée sous le numéro 12036979, dont les actions sont admises aux négociations sur le NASDAQ et sur le Frankfurt Prime Standard.

Il s'agit de la holding du groupe QIAGEN qui est spécialisé dans le domaine des biotechnologies et notamment dans la fourniture de technologies d'échantillonnage et d'analyse. Depuis 2011, le groupe détient la majorité du capital de QIAGEN Marseille dont l'activité consiste à développer des tests moléculaires à valeur diagnostique.

Le capital de QIAGEN N.V se répartit comme suit au 12 janvier 2015 :

Actionnaire	Nombre d'actions	%
Franklin Ressources	23 520 523	10,1%
Primecap Management Co.	22 080 114	9,5%
QIAGEN NV	14 162 843	6,1%
Autres (< 3%)	172 536 225	74,3%
Total	232 299 705	100,0%

Source : Bloomberg

2. Présentation de la Société

QIAGEN Marseille, anciennement dénommée Ipsogen, est société anonyme au capital de 1 089 117 euros, dont le siège social est situé 169, avenue de Luminy, 13009 Marseille, et qui est immatriculée sous le numéro 424 364 412 au registre du commerce et des sociétés de Marseille.

La société, créée en 1999, développe et commercialise des tests de diagnostic moléculaire dans le domaine de l'oncologie.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur Alternext Paris sous le code ISIN FR0010626028.

3. Présentation des motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le contexte de l'opération avec HalioDx, décrit ci-dessus, qui se traduira par une modification substantielle de la situation économique de QIAGEN Marseille qui conserve son portefeuille de propriété intellectuelle et générera des revenus par le biais d'un contrat de licence conclu avec le groupe QIAGEN.

Dans ce contexte, QIAGEN NV a décidé de lancer une offre publique d'achat simplifiée volontaire sur les titres détenus par les actionnaires minoritaires, à un prix de 13.80€, annoncé le 22 décembre 2014, et qui a été ensuite augmenté à 14.90€ dans l'offre finale.

4. Présentation des termes de l'Offre

Le prix de l'Offre a initialement été fixé à 13.80 euros par action QIAGEN Marseille lors de l'annonce de l'opération le 22 décembre 2014.

A la suite de l'arrêté des comptes annuels au 31 décembre 2014, qui font apparaître des performances supérieures aux attentes, et aux travaux de valorisation effectués, QIAGEN NV a proposé une augmentation de 1.10 euros du prix proposé par action de QIAGEN Marseille qui s'établit finalement à 14.90 euros.

Par ailleurs, afin d'éviter aux porteurs TEPA d'être contraints de céder leurs titres dans le cadre d'un possible retrait obligatoire intervenant en 2015 (soit avant la fin de la période d'indisponibilité fiscale), il leur sera proposé de conclure avec QIAGEN NV des engagements de liquidité consistant en des promesses croisées de vente et d'achat et de mettre leurs titres au nominatif. Ces promesses seraient exerçables début 2016.

Le prix d'exercice sera en tout état de cause plafonné à 14,90 euros (prix de l'offre), et pourra être indexé à la baisse en cas de baisse significative de l'action QIAGEN NV (ou tout autre indice convenu contractuellement) d'ici à fin 2015. Les actions soumises à ces engagements de liquidité ne seraient pas visées par le retrait obligatoire.

5. Définition du caractère équitable dans le cadre de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire

5.1 Dans le cadre de l'Offre

L'analyse du caractère équitable de l'Offre conduit à prendre en compte les éléments suivants :

- Du point de vue de l'Initiateur, il s'agit d'une offre volontaire et non d'une offre obligatoire dans la mesure où aucune disposition réglementaire (franchissement d'un seuil réglementaire par exemple) ne l'oblige à lancer une offre. A ce titre, l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF ne trouve pas à s'appliquer au cas d'espèce car la Société est cotée sur Alternext.

Néanmoins, dans le cadre de notre attestation d'équité sur l'apport d'une branche autonome d'activité à HalioDx, nous avons conclu qu'il était nécessaire d'offrir une liquidité à un prix équitable, nécessairement supérieur à la valeur de référence après opération et cohérent avec la valeur avant opération, aux actionnaires minoritaires pour assurer l'équité de l'opération avec HalioDx.

Ainsi, le lancement de l'Offre s'avère, de fait, nécessaire du point de vue de l'Initiateur.

- Du point de vue des actionnaires minoritaires, il s'agit d'une offre facultative à laquelle ils sont libres de répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.

Néanmoins, la réalisation de l'opération avec HalioDx impliquera une modification significative du modèle économique de QIAGEN Marseille dans le cadre d'un changement de stratégie qu'aucun élément ne permettait de prévoir jusqu'à l'annonce de l'opération et dont il est difficile d'apprécier la pertinence indépendamment des décisions stratégiques propres au groupe QIAGEN et de la décision de départ des dirigeants.

Or, les actionnaires minoritaires qui ne souhaiteraient pas être affectés par cette nouvelle stratégie auront intérêt, de fait, à apporter leurs titres à l'offre.

Dans un tel contexte, nous estimons que le prix proposé dans le cadre de l'Offre doit refléter un prix cohérent avec la valeur maximale extériorisée par une approche multicritère qui analyserait la valeur de l'action selon que l'opération avec HalioDx se réalise ou non.

5.2 Dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire

Dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir à l'issue de l'Offre au moins 95 % des actions et des droits de vote de la Société, il mettra en œuvre la procédure de retrait obligatoire selon les mêmes conditions que l'Offre, soit au prix de 14.90 euros.

Les actionnaires minoritaires n'ayant pas la possibilité de ne pas participer à un retrait obligatoire, le prix proposé doit prendre compte, pour être équitable, les deux éléments suivants :

- la valeur intrinsèque de la Société ;
- le supplément de valorisation qui pourrait être éventuellement obtenu si la Société était cédée à un tiers susceptible d'extérioriser des synergies.

Dans un tel contexte, nous estimons que le prix proposé doit refléter un prix d'éviction cohérent avec la valeur maximale extériorisée par une approche multicritère qui analyserait la valeur de l'action selon que l'opération avec HalioDx se réalise ou non.

III. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIÉES À LA RÉALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Mai - 14	OPA	Systran	CSLI	Aforge Degroof
Juin 2014	OPA-RO	Ermo	INGlass	Oddo
Nov-14	OPE	Havas	Bolloré	BNP Paribas, CACIB, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, Barber Hauler Capital Advisers

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI. Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du MASTER 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier agréé par la Cour de Cassation, et Président de l'APEI (association professionnelle des experts indépendants) ;
- Romain Lortat-Jacob, Directeur de Mission, diplômé de l'Université de Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de plus de douze ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière ;
- Cyrille Deliry, Assistant Manager, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine disposant d'une expérience professionnelle de plus de 5 ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.
- Julian Le Priol, consultant, disposant d'une expérience professionnelle d'un an dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire Karsenti, Associée de Sorgem Evaluation. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de PARIS et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa

mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 18 derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par QIAGEN Marseille, le groupe QIAGEN et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès de la direction, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les analyses présentées dans le présent rapport et notre opinion sur le caractère équitable de la Cession reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

IV. PRÉSENTATION DE QIAGEN MARSEILLE

1. Activités de la Société

1.1 Le développement de tests de diagnostic moléculaire en oncologie

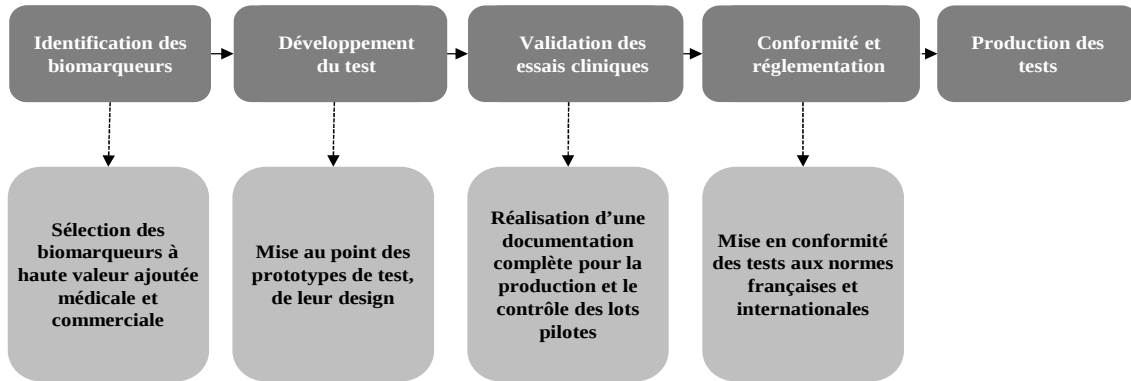
Le métier de QIAGEN Marseille consiste à développer des tests de diagnostic moléculaire dans le domaine de l'oncologie (principalement la leucémie) à partir de biomarqueurs³ dont la licence d'utilisation est acquise auprès d'organismes de recherche.

La Société s'appuie sur une équipe d'environ 75 personnes réparties entre un centre de recherche et développement et une usine de fabrication situés à Marseille.

Le savoir-faire de la Société réside en particulier dans sa capacité à identifier de nouveaux biomarqueurs avec un potentiel thérapeutique et commercial.

Le graphique ci-dessous présente les principales étapes de commercialisation d'un test de diagnostic pour la société QIAGEN Marseille :

³ Un biomarqueur est un paramètre biologique (protéine, ADN...) détectable dans le sang ou dans un tissu dont l'expression est modifiée en cas de maladie



Les tests de diagnostic (kits) commercialisés par QIAGEN Marseille sont utilisés par le biais de plateformes (machines) qui réalisent les tests et retranscrivent les résultats. QIAGEN Marseille ne commercialise pas les plateformes nécessaires à l'utilisation de ses tests (il s'agit de l'activité du groupe QIAGEN).

1.2 La Société exploite deux biomarqueurs principaux

Sur l'année 2014, les revenus de QIAGEN Marseille se répartissent entre :

- Les revenus de vente de kits de diagnostic (environ 70% du chiffre d'affaires) ;
- Les revenus de licences auprès de tiers (environ 13% du chiffre d'affaires) ;
- Les revenus de services (environ 17% du chiffre d'affaires) facturés aux autres entités du groupe QIAGEN qui recouvrent les aspects commerciaux, marketing, management, gestion et assistance technique.

La Société réalise environ 80% de son chiffre d'affaires (hors services intragroupe) grâce à l'exploitation de deux biomarqueurs :

- Le biomarqueur sur les gènes BCR-ABL relatif à la leucémie myéloïde chronique qui représente environ 35% du chiffre d'affaires produits/licences en 2014 ;
- Le biomarqueur sur le gène codant la protéine JAK2 (Janus kinase 2) relatif également à la leucémie myéloïde chronique qui représente environ 45% du chiffre d'affaires produits/licences en 2014.

On relèvera que la Société a définitivement abandonné, en 2013, un de ses principaux projets de recherche dans le domaine du cancer du sein.

1.3 Le recours au réseau de distribution du groupe QIAGEN

Depuis le 1er janvier 2013, QIAGEN Marseille a transféré la distribution de ses produits à QIAGEN GmbH et bénéficie, de ce fait, du réseau de distribution du groupe QIAGEN qui possède une couverture internationale.

Cette nouvelle approche de distribution a permis une augmentation des volumes des ventes de 11% dès l'année 2013.

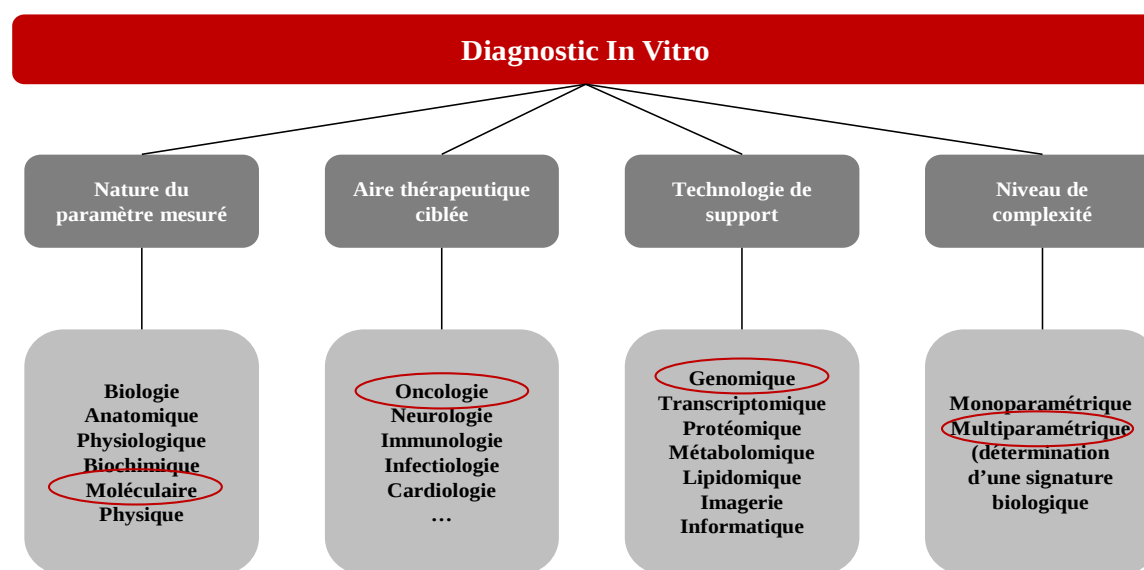
2. Le marché du diagnostic moléculaire

2.1 Le marché du diagnostic in vitro et du diagnostic moléculaire

Le marché du diagnostic in vitro, estimé à 45,6 milliards de dollars en 2012, se décompose en plusieurs segments selon la nature du paramètre mesuré. Le segment du diagnostic moléculaire représente un peu plus de 10% du marché total⁴.

QIAGEN Marseille est pour sa part spécialisée dans le domaine thérapeutique de l'oncologie.

Les États-Unis et l'Europe représentent les principaux débouchés pour les dispositifs de diagnostic in vitro (respectivement environ 40% et 30%⁵). Toutefois, l'Asie est la région présentant les perspectives de croissance les plus importantes.



Source : étude Bionest

2.2 Les segments des réactifs et de l'instrumentation

La plupart des tests sont vendus sous forme de kits de réactifs spécifiques pour une analyse et un instrument de mesure donnés. Ces tests sont principalement utilisés par les laboratoires de biologie médicale privés, les centres hospitaliers et les établissements de santé.

Sur le marché de la fourniture d'outils de diagnostic, on peut donc distinguer deux catégories de produits :

- Les instruments de laboratoire (« plateformes ») qui permettent notamment l'extraction de l'ADN et de l'ARN. Ces gammes d'instruments s'étendent des grands automates réalisant plusieurs centaines de tests par heure aux petits appareils de tests permettant d'effectuer un test en particulier.

⁴ Source : AdvaMedDx_DxInsights, 2013

⁵ Source : SIDIV

- Les réactifs et kits de diagnostic. Les réactifs sont nécessaires à l'extraction de l'ADN et de l'ARN dans le cadre de l'utilisation des plateformes et font également partie des kits de diagnostic dans le cadre de la détection des pathogènes.

2.3 L'évolution des technologies de séquençage

Il existe de nombreuses technologies de séquençage : réaction en chaîne par polymérase (PCR), puces à ADN et ARN, hybridation in situ en fluorescence (FISH), immunohistochimie, cytométrie de flux, séquençage à très haut débit (NGS)...

Les diagnostics de QIAGEN Marseille utilisent la technologie PCR. Il s'agit d'une technique mature et qui bénéficie aujourd'hui d'une forte pénétration sur le marché.

Les techniques de séquençage connaissent cependant des évolutions technologiques importantes en termes d'amélioration de la sensibilité, d'augmentation de la capacité et de la rapidité, et de diminution des coûts.

En particulier, la technologie NGS, qui permet le séquençage complet du génome afin d'identifier l'ensemble des gènes responsables des pathologies concernées, a connu un développement rapide au cours des dernières années.

L'industrie considère que la technologie NGS, compte tenu des avantages qu'elle présente, sera amenée à progressivement se substituer en majeure partie aux autres techniques de séquençage. Sur cette base, le Conseil d'administration de QIAGEN Marseille estime qu'il est probable qu'à horizon de 3 à 5 ans, le marché du diagnostic PCR sera confronté à une concurrence croissante de la technologie NGS qui aura pour conséquence une réduction du marché et une contraction des marges⁶.

3. Forces et faiblesses de la Société et menaces et opportunités sur son marché

L'évolution du marché du diagnostic moléculaire en oncologie sera marquée par trois tendances de fond :

- 1- L'émergence croissante d'une médecine personnalisée : efficacité accrue, effets secondaires réduits et ressources optimisées pour les systèmes de santé ;
- 2- Le développement des nouvelles technologies de séquençage (notamment NGS) ;
- 3- Le développement de ce marché dans les pays émergents avec l'élévation du niveau de vie de leurs populations.

Ce contexte globalement favorable ne doit pas faire oublier qu'il existe néanmoins des menaces pour les petites entreprises, comme QIAGEN Marseille, qui pourraient voir leur marge de manœuvre réduite sur la chaîne de valeur du diagnostic moléculaire du fait de l'apparition de nouvelles technologies globalisant l'analyse du génome.

⁶ Procès-Verbal du Conseil d'Administration du 19 décembre 2014

Forces	Faiblesses
Capacité d'innovation forte : Qiagen Marseille a démontré sa capacité à identifier et à valoriser des biomarqueurs en oncologie Image reconnue dans le domaine de l'onco-hématologie Tests de diagnostic éprouvés sur des marchés de niche : Jak2 et BCR-ABL	Dépendance de la société à deux biomarqueurs : JAK2 et BCR-ABL Gamme de produits essentiellement limitée à la technologie PCR Biomarqueur BCR-ABL non protégé par un brevet Absence de solution intégrée (plateforme)
Opportunités	Menaces
Croissance soutenue anticipée sur le marché du diagnostic moléculaire en oncologie Besoins accrus dans le domaine de l'oncohématologie de suivi (ou monitoring) des patients Développement de la technologie NGS qui permet d'accroître le nombre de tests et le nombre de biomarqueurs testés	Consolidation du secteur ayant fait naître des acteurs de grande envergure dont les capacités (financières, techniques, humaines) permettent de répondre aux exigences du marché en terme technique et d'innovation. Concurrence avec des tests génériques à l'expiration des brevets et / ou apparition de nouveaux tests Réduction des remboursements effectués par les différents Etats Le développement de la technologie NGS pourrait réduire la marge de manœuvre des acteurs plus petits dans la chaîne de valeur.

4. Analyse de la situation financière de la Société

4.1 Evolution du chiffre d'affaires

Le tableau suivant présente l'évolution des revenus de QIAGEN Marseille depuis 2011 :

en M€	2011	2012	2013	2014
JAK 2	5,1	6,7	5,8	6,5
BCR-ABL	2,3	3,4	3,9	5,4
Autres	2,1	2,9	2,1	3,1
Produits et licences	9,5	13,0	11,8	15,0
Services	0,1	0,2	3,0	3,0
Chiffre d'affaires	9,6	13,2	14,8	18,0

L'évolution du chiffre d'affaires sur la période est doublement impactée par l'intégration de la Société au sein du groupe QIAGEN depuis 2011.

D'une part, depuis la mise en place d'un accord intragroupe de distribution à partir de janvier 2013, la société commercialise exclusivement ses produits auprès du groupe QIAGEN qui se charge ensuite de la vente aux clients finaux.

Cet accord a permis à QIAGEN Marseille d'accroître ses volumes de ventes (+11% en 2013) en bénéficiant du réseau de distribution international du groupe QIAGEN, ce qui s'est traduit en contrepartie par une baisse des prix de vente unitaire pour la société (le groupe QIAGEN captant une partie de la marge en tant que distributeur et assumant les coûts de distribution).

La fin de l'année 2012 a été marquée par un pic de ventes exceptionnel pour approvisionner le réseau de distribution de QIAGEN GmbH. Hors prise en compte de ce pic conjoncturel, l'effet volume compense l'effet prix puisque les ventes de produits et licences ont progressé de 4% en 2013. Cette tendance s'est confirmée sur l'année 2014 où les ventes de produits et licences progressent de 27%.

D'autre part, depuis la mise en place d'un accord intragroupe de prestations de services, QIAGEN Marseille fournit des prestations marketing et commerciales au groupe QIAGEN qui se charge désormais de la distribution des produits.

En tenant compte des prestations de services intragroupe, le chiffre d'affaires total de la société progresse fortement sur la période en passant de 9.6 m€ en 2011 à 18.0 m€ en 2014.

En termes de produits, les kits basés sur le biomarqueur BCR-ABL ont connu la plus forte croissance (+133% depuis 2011) et sont devenus le produit phare de la société, devant les kits basés sur le biomarqueur JAK2 qui progressent de 40% sur la même période. Les ventes de licences progressent également sur la période mais plus lentement⁷.

4.2 Évolution de la marge

Le tableau suivant présente l'évolution du résultat de QIAGEN Marseille depuis 2011 :

en m€	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	9,6	13,2	14,8	18,0
Financements publics	0,6	0,6	0,6	0,7
Coûts des ventes	-2,2	-3,1	-5,7	-6,2
Coûts de recherche et développement(*)	-3,1	-3,6	-3,6	-3,5
Coûts marketing et commerciaux	-3,3	-3,2	0,0	-0,1
Coûts généraux et administratifs	-4,0	-2,5	-1,1	-1,4
Résultat opérationnel courant	-2,4	1,5	5,0	7,5
Produits et charges non récurrents	-3,4	2,6	2,1	-0,3
Résultat opérationnel	-5,7	4,0	7,1	7,2
Résultat net	-5,6	4,3	7,5	6,1

Source : documents de référence et compte de résultat 2014

(*) hors frais de R&D activés

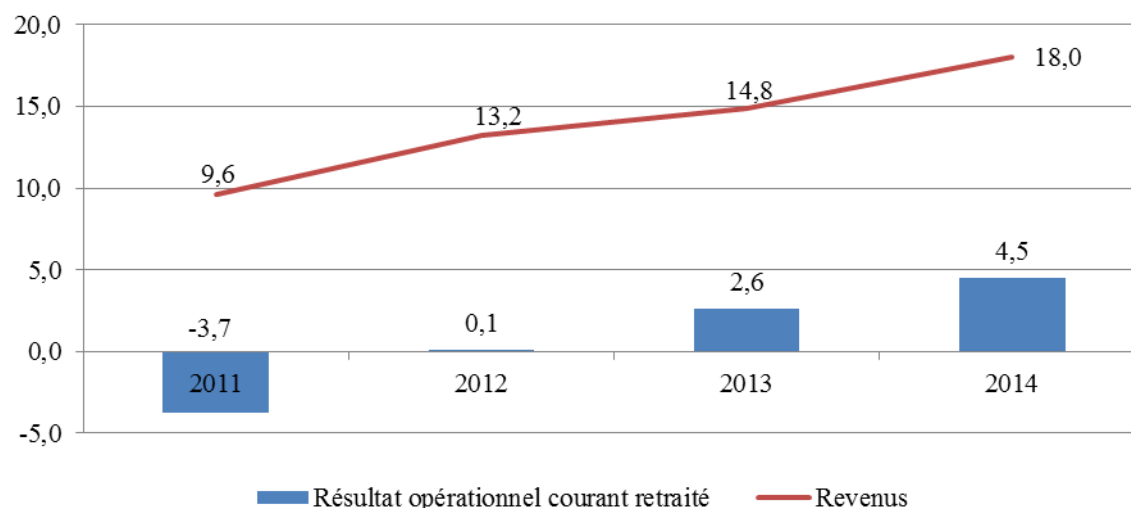
Sur les années étudiées, le résultat opérationnel est fortement impacté par des éléments non récurrents : des dépréciations liés au projet du test de Grade Génomique pour le cancer du sein en 2011 et 2013, la dotation puis la reprise d'une provision pour complément de redevances en 2011 et 2012 et la cession de la filiale Ipsogen Inc en 2013. Le résultat opérationnel courant reflète donc davantage les performances intrinsèques de la société.

Par ailleurs, l'analyse du résultat opérationnel courant est elle-même impactée par deux facteurs :

⁷ Les ventes de licences aux tiers sont comprises dans les revenus JAK2 du tableau ci-dessus

- D'une part, la mise en place des accords intragroupe de distribution et de services qui impacte la comparabilité du chiffre d'affaires (voir supra) et du coût des ventes (qui inclut les frais marketing et commerciaux à partir de janvier 2013) ;
- D'autre part, les charges qui sont comptabilisées au compte de résultat ne reflètent pas l'effort réel de R&D de la société car une part importante de ces frais est immobilisée.

Si l'on réintègre les frais de R&D immobilisés dans les charges, afin de refléter davantage la capacité de la société à générer de la trésorerie par son exploitation, le résultat opérationnel courant évolue comme suit :



On observe que le résultat opérationnel courant retraité était négatif en 2011 (-3.7 m€) avant d'atteindre l'équilibre en 2012 et de devenir positif en 2013 et 2014 (respectivement 2.6 m€ et 4.5 m€).

Cette amélioration du résultat s'explique tout d'abord par une amélioration de la marge brute grâce aux synergies réalisées avec le groupe QIAGEN à travers la mise en place des accords intragroupe. Ainsi, la signature du contrat de prestations de services a permis de refacturer les coûts marketing et commerciaux alors que dans le même temps, la mise en place du contrat de distribution a permis d'augmenter légèrement la marge sur coût de production grâce à un effet volume qui a plus que compensé la baisse des prix.

L'amélioration s'explique également par une forte baisse des frais généraux et administratifs, étant précisé que ces coûts comprenaient en 2011 près de 2 m€ d'éléments non récurrents liés à la fermeture du site de Stamford et à l'opération d'acquisition par QIAGEN.

4.3 Bilan économique de QIAGEN Marseille

Le tableau suivant présente le bilan économique de QIAGEN Marseille depuis 2011 :

en m€	2011	2012	2013	2014(**)
Immobilisations corporelles	1,2	1,8	1,8	1,4
Immobilisations incorporelles	4,6	5,8	6,4	8,7
Divers	0,6	0,2	1,0	0,0
BFR	-0,1	0,4	4,8	1,8
Capital économique	6,3	8,2	14,1	11,9
Capitaux propres	11,5	15,7	23,4	31,7
CIR sur R&D activée	1,1	1,4	1,4	0,0
Provisions	2,7	0,2	0,2	0,2
Trésorerie nette(*)	-8,9	-9,0	-11,0	-20,0
Capital financier	6,3	8,2	14,1	11,9

Source : documents de référence et comptes non audités 2014

(*) y compris créances de crédit impôt recherche

(**) les comptes 2014 ne sont pas strictement comparables à ceux des exercices précédents

Le capital économique de la société est principalement composé de ses actifs de propriété intellectuelle, y compris frais de R&D activés.

Les immobilisations corporelles correspondent à des agencements et à du matériel de laboratoire, la société n'étant pas propriétaire de ses locaux.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) a fortement progressé en 2013, suite à la mise en place d'un accord de distribution avec le groupe QIAGEN. En 2014, la diminution des créances détenues sur les sociétés du groupe QIAGEN a permis une contraction du BFR.

La société se finance presque exclusivement par capitaux propres, ce qui est courant pour son secteur d'activité, et dispose d'un excédent de ressources qui se traduit par une trésorerie nette de 18.0 m€ à fin décembre 2014 (hors créance de CIR). La hausse constatée en 2014 s'explique par les performances de l'exercice et par la diminution des besoins de financement liés à l'exploitation.

L'augmentation de trésorerie depuis 2011 s'explique également par les cessions d'actifs (titres d'autocontrôle et filiale Ipsogen Inc.) effectuées en 2013 pour un montant de 4.5 m€.

Enfin, il faut noter que la Société dispose de déficits fiscaux reportables pour un montant de 9.3 m€ à fin décembre 2014 qui ne donnent lieu à aucune comptabilisation compte tenu de l'opération envisagée.

5. Evolution de la situation de la Société depuis l'OPA de 2011

Dans le cadre de son appréciation du prix proposé en 2011, l'expert indépendant avait mis en œuvre une approche de type DCF qui aboutissait à une valorisation de QIAGEN Marseille comprise entre 10.7 et 11.3 €, soit en moyenne 11.0 €.

Cette valorisation reposait sur des perspectives de développement décrites dans la note d'information en réponse :

- Une multiplication par 4.8x du chiffre d'affaires qui devait atteindre 40 m€ à horizon 2015 et croître encore de 6% jusqu'en 2024. Cette forte croissance reposait sur un triple pari à l'horizon 2014 :
 - > Obtenir l'accréditation auprès de la FDA pour les tests JAK2 Diagnostic pour les cancers du sang ;
 - > Obtenir une recommandation OMS pour l'usage, en première intention, des tests JAK2 Monitoring pour le suivi des leucémies myéloprolifératives et de l'effet des thérapies appliquées ;
 - > Réussir le lancement commercial du test GG (cancers du sein) aux Etats-Unis et en Europe dès 2011.
- Un redressement de la marge qui devait représenter 8% des revenus en 2015 et atteindre un taux normatif de 30% à partir de 2018.

En termes de revenus, on relèvera que, malgré les synergies avec le groupe, QIAGEN Marseille a réalisé des performances très inférieures aux prévisions puisque le chiffre d'affaires 2014 est 40% inférieur à celui anticipé au moment de l'acquisition en 2011 (18 vs 30 m€).

De plus, le chiffre d'affaires de la société dépend actuellement de deux biomarqueurs, qui réalisent 80% des ventes de diagnostics et licences, alors que le développement d'un test GG (cancer du sein) devait permettre une diversification et représenter 40% des revenus attendus en 2014.

A ce jour, aucun des trois paris sur lesquels reposaient le plan de développement prévu en 2011 n'a été réalisé.

En effet, le projet de test GG (cancer du sein) a été abandonné en 2013. De plus, les deux autres paris (accréditation FDA et recommandation OMS) n'ont toujours pas été atteints à ce jour.

En termes de marge, la société est cependant en avance sur ses prévisions dans l'atteinte d'un taux de marge normatif de 30% puisque le taux de marge d'EBIT représente 25%⁸ des revenus en 2014.

Cette bonne performance trouve en particulier son origine dans la maîtrise des frais généraux et administratifs, qui s'avèrent inférieurs aux prévisions, grâce aux synergies avec le groupe qui ne traduisent pas un potentiel de rentabilité *stand-alone*.

En termes de développement futur, les perspectives de la Société paraissent aujourd'hui moins favorables compte tenu du développement de la technologie NGS qui viendra concurrencer à moyen terme la technologie PCR commercialisée par QIAGEN Marseille. Il est donc vraisemblable que la Société n'atteindrait pas, même en l'absence de l'opération avec HalioDx, le niveau de chiffre d'affaires anticipé en 2011 (pour mémoire 40 m€ pour 2015).

6. Perspectives de la Société

Depuis son acquisition par le groupe QIAGEN, le chiffre d'affaires de QIAGEN Marseille a connu une croissance soutenue. Le résultat de la Société est bénéficiaire depuis 2012 et a continué à progresser en 2013 et 2014.

Ces performances s'expliquent en particulier par l'intégration de la Société au sein du groupe QIAGEN qui a permis de réaliser des synergies commerciales importantes tout en contribuant à réduire significativement les charges de structure. Cette intégration au groupe QIAGEN a cependant réduit l'autonomie stratégique de la Société et augmenté sa dépendance vis-à-vis du groupe ; en 2014 plus de 85% des revenus sont réalisés avec des sociétés du groupe QIAGEN et l'attribution des projets de R&D dépend de ce dernier dans un objectif d'optimisation en fonction des compétences et des attraits des différents sites qui le composent.

Malgré ces bonnes performances, QIAGEN Marseille est aujourd'hui confrontée à deux risques dont le Conseil d'administration considère qu'ils sont de nature à remettre en cause, à terme, la viabilité de la Société dans sa configuration actuelle.

Il s'agit d'une part du développement de la technologie NGS qui concurrencera à terme la technologie PCR qui est utilisée par les diagnostics développés par QIAGEN Marseille.

Il s'agit d'autre part de la stratégie de rationalisation et/ou d'*outsourcing* de la production et de la R&D mise en œuvre au sein du groupe QIAGEN qui privilégie d'autres sites dans l'attribution des budgets de R&D et envisage de délocaliser l'activité de production du site de Marseille.

Dans ce contexte, les principaux dirigeants de QIAGEN Marseille, membres du comité exécutif, ont fait part de leur souhait de quitter la société pour développer un nouveau projet entrepreneurial dans le domaine de l'immuno-oncologie.

⁸ Soit un EBIT courant d'environ 4,5 m€ hors éléments exceptionnels et après prise en compte des frais de R&D activés (3,0 m€). Le retraitement des frais de R&D activés se justifie par le fait que les prévisions de la Société, et donc le plan d'affaires de 2011, sont établies en considérant que l'ensemble des dépenses de R&D sont comptabilisées en charges dans le compte de résultat

La combinaison de ces facteurs a conduit le Conseil d'administration de la Société à considérer qu'il est probable que le site de Marseille devrait être fermé, ou *a minima* fortement réduit, à moyen terme et à étudier en conséquence l'opération proposée avec HalioDx.

V. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'Offre, nous avons évalué la Société sur la base d'une approche multicritère en mettant en œuvre plusieurs méthodes d'évaluation (3. à 5.). Nous présentons également plusieurs références de valorisation (6. à 8.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments à prendre en compte pour passer de la valeur de l'activité à la valeur par action (2.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs de la Société (actifs de propriété intellectuelle notamment) ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société, étant précisé que le prix de l'offre valorise la société à une valeur très supérieure à l'actif net comptable.

1.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Or, dans le cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec les autres approches mises en œuvre.

1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière, stable dans le temps, et représentative de leur capacité de distribution.

En l'absence de politique de distribution des dividendes, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de retraiter un certain nombre d'actifs et passifs hors exploitation qui représentent, globalement, un ajustement à la hausse de 20.0 m€ au 31 décembre 2014.

k€	décembre 2014
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18 956
Créance de CIR	2 000
Dettes financières à long terme	-765
Avances	-200
Ajustements	19 991

Dans l'approche par DCF, qui tient compte du Transfert, nous avons également tenu compte de l'incidence du prix de cession des actions HalioDx, soit 1.2 m€.

Nous n'avons pas pris en compte l'incidence de ce prix de cession dans les approches analogiques dans la mesure où ces approches ne sont applicables qu'en l'absence de réalisation de l'opération avec HalioDx. En effet, la réalisation de cette opération va modifier le modèle économique de la Société qui sera alors différent de celui des sociétés de notre échantillon.

2.2 Nombre d'actions pris en compte

Nous avons calculé la valeur par action sur la base d'un nombre de titres QIAGEN Marseille de 5 445 583 correspondant au nombre d'actions formant actuellement le capital, étant précisé que la société ne détient pas de titre d'autocontrôle et qu'il n'existe aucun titre pouvant donner accès au capital.

3. Actualisation des flux de trésorerie

3.1 Principes et choix du plan d'affaires

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») consiste à déterminer la valeur de la Société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie futurs qu'elle est susceptible de générer.

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels ;

- les investissements et le besoin en fonds de roulement;
- le taux d'actualisation ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale.

La mise en œuvre de la méthode DCF s'appuie sur le plan d'affaires de la Société pour déterminer les flux de trésorerie prévisionnels.

A ce titre, deux plans d'affaires, validés par le Conseil d'administration de QIAGEN Marseille, nous ont été communiqués par le groupe QIAGEN :

- le premier scénario présente les perspectives de la Société en cas de réalisation de l'opération avec HalioDx, dont les conséquences sur le modèle économique ont été décrites précédemment ;
- le second scénario présente les perspectives de la Société en l'absence de réalisation de l'opération avec HalioDx. Dans ce scénario, le Conseil d'administration considère qu'une restructuration serait hautement probable à court terme (environ 2 ans). Le scénario repose donc sur l'hypothèse de la mise en œuvre d'une restructuration de la Société dont le coût, estimé à plus de 14 m€, impacterait fortement la valeur de la Société. Ce coût de restructuration comprend 10.7 m€ au titre du licenciement du personnel et des mesures associées selon une estimation du cabinet Capstan Avocats spécialisé en droit social.

Nous n'avons pas retenu le plan d'affaires dans ce second scénario qui a été établi en retenant l'hypothèse d'une restructuration de la société. En effet, cette restructuration résulte, au moins en partie, des conséquences des décisions stratégiques du groupe QIAGEN et de la décision de départ des dirigeants qui ne doivent pas être prises en compte pour apprécier l'équité du prix proposé aux actionnaires minoritaires. En tout état de cause, ce plan d'affaires aboutirait à une valorisation inférieure à celle qui ressort du scénario avec transfert.

L'approche DCF a donc été mise en œuvre à partir d'un plan d'affaires qui tient compte des conséquences de la réalisation de l'opération avec HalioDx.

Les résultats obtenus à partir de cette approche reflètent ainsi la valorisation de QIAGEN Marseille post-transfert de la branche autonome d'activité à HalioDx.

3.2 Analyse du plan d'affaires

Le plan d'affaires retient une période explicite de prévision allant de 2015 à 2023 et repose sur les principes directeurs suivants :

- **Le remplacement des ventes de kits diagnostics à QIAGEN GmbH par des revenus de licence payés par QIAGEN GmbH.** Ces revenus de licence sont équivalents à la marge brute historique de la Société diminuée de la marge de fabrication (*cost plus*) réalisée par HalioDx. Cette marge de fabrication étant limitée, la marge brute de QIAGEN Marseille ne sera pas substantiellement impactée par l'opération avec HalioDx⁹.

⁹ Hors impact sur les revenus des prestations de services

En proforma, ces revenus de licence intragroupe devraient progresser de près de 70% entre 2014 et 2020. La prévision de l'exercice 2015 fait néanmoins ressortir un recul par rapport à l'atterrissage de l'année 2014 ; la croissance est ensuite soutenue pendant 5 ans.

- L'arrêt des prestations de services intragroupe suite au transfert du personnel à HalioDx.
- Une progression modérée des revenus de licences auprès des tiers jusqu'en 2020 (environ 2% par an).
- **Une décroissance des revenus à partir de 2021** qui s'explique par l'obsolescence progressive des brevets et des produits de QIAGEN Marseille qui ne développera plus de nouveaux produits dès lors qu'elle aura transféré ses équipes de recherche et développement à HalioDx. Les revenus devraient ainsi reculer de 15% en moyenne à partir de cette date.
- **Le recours à HalioDx pour réaliser les prestations de R&D** relatives à l'achèvement des projets identifiés dans le contrat décrit ci-dessus. A partir de 2018, la société devrait continuer à supporter des dépenses « d'entretien », destinées à maximiser la durée de vie de ses produits, dans des proportions inférieures à ses dépenses historiques.
- **Une réduction importante des autres charges** qui seront ajustées dès 2015 suite au transfert du personnel. Ainsi, la Société ne supportera plus aucun frais de commercialisation à partir de 2015 et devrait fortement réduire ses dépenses marketing et administratives avec le maintien d'un effectif réduit au strict minimum.

En synthèse, le plan d'affaires anticipe une progression des revenus jusqu'en 2020, après prise en compte d'une baisse d'un tiers en 2015 consécutive au changement de modèle économique. A partir de 2021, les revenus décroissent rapidement au fur et à mesure de l'obsolescence des produits et brevets de QIAGEN Marseille. Durant toute cette période, la Société supportera des charges réduites qui lui permettront de dégager un taux de marge significativement supérieur à ses performances historiques ; **le taux de marge moyen sur la période du plan d'affaires atteint 65%**¹⁰.

Il est difficile de porter une appréciation sur ce plan d'affaires compte tenu des changements de modèle économique induits par l'opération avec HalioDx. En particulier, nous sommes d'avis qu'il existe une incertitude sur la capacité de la Société à générer des revenus substantiels, grâce à son portefeuille de produits existants, pendant encore au moins dix années, dans un secteur en constante évolution alors qu'elle aura transféré son personnel à HalioDx.

3.3 Ajustement du plan d'affaires

Le plan d'affaires faisait initialement ressortir une croissance positive des revenus proforma (avant transfert) en 2015 par rapport à l'atterrissage attendu en 2014. Mais, cette prévision extériorise finalement une décroissance par rapport aux chiffres 2014, qui ressortent des comptes arrêtés, qui dépassent l'atterrissage attendu.

La Société n'a cependant pas modifié ses prévisions dans la mesure où elle considère que l'atterrissage 2014 ne remet pas en cause ses prévisions d'activité à moyen terme qui prévoient une augmentation de 30% des ventes de kits de diagnostics d'ici 2017.

¹⁰ L'ensemble des frais de R&D sont comptabilisés en charges dans le plan d'affaires. Ce taux est donc comparable aux taux retraités de 18 et 21% dégagés respectivement en 2013 et 2014

Sans remettre en cause ces prévisions à terme, nous constatons que la répartition de cette croissance au cours des années 2015, 2016 et 2017 peut avoir un impact sur la valeur compte tenu du mécanisme de l'actualisation.

Dans ces conditions, nous avons considéré qu'il était prudent d'ajuster la prévision de des revenus pour retenir une évolution plus linéaire du taux de croissance sur cette période.

Ce scénario alternatif retient une croissance de 15% du chiffre d'affaires en 2015 qui est homogène avec le taux de croissance médian de l'échantillon de comparables que nous retenons (voir infra).

Cette modification représente un impact à la hausse de 0.30€ par action toutes choses égales par ailleurs.

3.4 Autres éléments de détermination des flux de trésorerie

Suite à la modification de son modèle économique, qui consistera à percevoir des revenus de licence sur son portefeuille de propriété intellectuelle, la Société considère qu'elle pourra bénéficier d'un taux d'imposition réduit de 17% en application du régime fiscal applicable aux revenus de brevets.

Néanmoins, ni cette hypothèse, ni les modalités d'application de ce taux réduit ne peuvent être certifiées à ce stade.

L'hypothèse de l'application à l'infini d'un taux d'imposition réduit à l'ensemble de l'activité nous paraît donc constituer une approche volontariste. Nous ne procédons toutefois à aucun ajustement dans la mesure où cette hypothèse est favorable à la valeur de l'action.

Par ailleurs, les investissements prévisionnels seront nuls dans la mesure où la Société n'aura plus besoin d'investir dans sa nouvelle activité.

Enfin, le besoin en fonds de roulement (BFR) devrait s'établir à 25% des revenus correspondant à un paiement trimestriel des redevances (la Société n'ayant plus de stocks et des autres créances et dettes marginales).

3.5 Détermination du taux d'actualisation

Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital.

Compte tenu de la situation financière de QIAGEN Marseille (situation de trésorerie nette structurellement positive)¹¹, nous avons retenu un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R_f	Taux sans risque
β	Béta des actions de la société
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime de risque éventuelle	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

Taux sans risque

Le taux sans risque est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut, c'est-à-dire les obligations d'Etat à 10 ans.

Le taux des obligations d'Etat françaises s'élève à 0.75% si on l'observe sur une période de 3 mois (source : Bloomberg). Le niveau historiquement très bas de ces taux est la traduction d'au moins deux phénomènes : d'une part la faiblesse des anticipations d'inflation et d'autre part le statut de valeur refuge¹² acquise par les obligations d'Etat de certains pays, comme la France, conduisant à des taux de rendement réels très limités.

Prime de risque moyenne du marché

On distingue traditionnellement plusieurs modes d'estimation de la prime de risque de marché : les primes de risque historiques, les primes de risque anticipées ou les consensus de primes de risque.

D'une manière générale, nous ne privilégions pas les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée qui présentent les inconvénients suivants :

¹¹ Par ailleurs, les sociétés du secteur sont peu ou pas endettées

¹² La notion de valeur refuge fait référence au fait que pendant les périodes de crise les investisseurs se réfugient vers certains actifs considérés comme sans risque tandis qu'ils vendent d'autres actifs considérés comme risqués (les actions, les obligations d'entreprise, voire les obligations de certains Etats à propos desquels les investisseurs redoutent un défaut). Le fait pour certaines obligations d'offrir une protection aux investisseurs pendant les périodes de crise les conduit à disposer d'un bêta négatif et donc d'un rendement réel (c'est-à-dire hors inflation) très faible, voire négatif, alors qu'en moyenne sur longue période ce rendement est positif (Ilmanen, Anti (2011), "Expected Returns", Wiley Finance Series, pp 169-170). Par exemple, dans le contexte actuel de craintes de déflation, les obligations d'Etat disposent de la caractéristique séduisante de se valoriser car leurs cash-flows sont positifs et fixes tandis que les actions perdent de la valeur dans la mesure où il s'agit d'actifs réels dont les cash-flows sont, au moins en partie, indexés sur l'inflation.

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions en revanche les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹³.

Coefficient beta

Le coefficient beta est une mesure du risque systématique d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché.

Nous avons estimé ce coefficient à 1.1 à partir de l'analyse du beta de l'échantillon de sociétés cotées comparables identifié dans la méthode des comparables boursiers.

Ce coefficient de 1.1 est également cohérent avec le coefficient beta publié sur le site du professeur Damodaran pour le secteur des biotechnologies.

Prime de taille

Plusieurs travaux académiques font ressortir que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du MEDAF. L'étude du cabinet Duff & Phelps a fait ressortir cet élément au travers de l'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines¹⁴. Il ressort de cette étude que la prime de taille peut être estimée à 3,9%.

Taux d'actualisation retenu

En utilisant ces paramètres, nous obtenons un taux d'actualisation de 10.25% sur la base duquel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0.25%.

¹³ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

¹⁴ 2014 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital – Duff & Phelps

3.6 Calcul de la valeur terminale

Dans la mesure où l'activité de la Société consistera à l'exploitation en *run-off* de son portefeuille de propriété intellectuelle, il n'est pas pertinent de retenir une approche classique de capitalisation avec un taux de croissance à l'infini.

En effet, en l'absence de département de R&D, l'activité de la Société est amenée à décroître progressivement au fur et à mesure de l'obsolescence de ses brevets et produits.

Dans ce contexte, le management estime que les revenus devraient décroître de 20% par an à partir de 2024. La valeur terminale a donc été calculée sur la base de cette hypothèse et en retenant une hypothèse de taux de marge de 50%, cohérent avec la prévision du management à l'horizon du plan d'affaires, et une récupération progressive du BFR.

On observera que la valeur terminale représente une faible proportion de la valeur totale compte tenu (i) de la durée de la période de prévision explicite (9 ans) et (ii) de la décroissance que connaîtra l'activité à partir de 2021.

Nous avons réalisé des analyses de sensibilité de ce paramètre en faisant varier le taux de décroissance à l'infini de +/-10%.

3.7 Valeur de l'action QIAGEN Marseille à partir de l'approche DCF

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie aboutit à une fourchette de valorisation de l'action QIAGEN Marseille comprise entre **13.3€ et 14.5€** selon le taux d'actualisation retenu (10.25% +/- 0.25%) et le taux de décroissance à partir de 2024 (-10 à -30%). Le prix de l'OPAS fait ainsi ressortir une prime comprise entre 3% et 12% par référence à la valeur après transfert déterminée à partir de l'approche DCF.

Pour mémoire, on précisera que le calcul de la valeur terminale avec un taux de marge de 65%, cohérent avec le taux moyen du plan d'affaires, au lieu du taux de 50% prévu dans le plan d'affaires, aboutirait à une valeur par action d'environ 14.0 € par action.

Cette méthode repose sur un plan d'affaires qui prend en compte les conséquences de la transaction avec HalioDx et reflète donc la valeur de l'action QIAGEN Marseille après cession de la branche autonome d'activité à HalioDx.

On notera que cette valeur reste difficile à apprécier compte tenu des modifications importantes sur le modèle économique induites par l'opération avec HalioDx.

Nous considérons néanmoins que les facteurs d'incertitude relèvent davantage d'un risque de surévaluation que de sous-évaluation au regard des éléments suivants :

- D'une part, le plan d'affaires suppose que la Société pourra dégager des revenus importants pendant au moins dix années grâce à l'exploitation de son portefeuille actuel de propriété intellectuelle alors qu'elle n'aura plus de département de R&D et que l'évolution technologique de son marché est rapide (développement NGS notamment) ;
- D'autre part, cette valeur suppose que la Société bénéficiera à l'infini d'un taux d'impôt réduit de 17% appliqué à l'ensemble de son activité.

Les niveaux de valorisation obtenus nous paraissent donc relever d'une vision optimiste de la valeur de QIAGEN Marseille en cas de réalisation de l'opération avec HalioDx.

4. Multiples des sociétés comparables cotées

4.1 Principes

Nous avons estimé la valeur de QIAGEN Marseille à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observés à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables.

Nous avons retenu le multiple de chiffre d'affaires, et non un multiple de résultat, dans la mesure où la majorité des sociétés comparables sont déficitaires. Par ailleurs, nous avons calculé la valeur de l'action de la Société sur la base des multiples moyens obtenus.

Enfin, nous nous sommes basés sur les agrégats des années 2014 et 2015, étant précisé que les revenus 2015 retenus correspondent à un chiffre d'affaires proforma en l'absence de réalisation de l'opération avec HalioDx.

4.2 Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Il existe de nombreuses sociétés présentes dans le secteur du diagnostic médical. Afin de définir un échantillon pertinent, nous avons procédé selon les étapes décrites ci-après.

Dans un premier temps, nous avons recherché des sociétés cotées comparables à partir de la base de données Bloomberg à partir de mots clés :

« diagnostic » et « cancer »
ou « diagnostic » et « moléculaire »
ou « diagnostic » et « oncology »
ou « molecular » et « oncology »
etc.

Nous avons ensuite sélectionné les sociétés situées en Europe ou en Amérique du Nord.

Ce processus de sélection a permis d'identifier 159 sociétés.

A partir de ce sous-échantillon, nous avons éliminé les sociétés qui n'avaient pas d'activité dans le domaine thérapeutique de l'oncologie qui constitue à segment spécifique du marché du diagnostic.

A l'issue de cette sélection, l'échantillon comporte encore 71 sociétés.

Une recherche individuelle sur les sites internet de ces sociétés a conduit à écarter 56 sociétés dont l'activité était peu comparable à celle de QIAGEN Marseille. Dans le cadre de cette recherche, nous avons notamment exclu les sociétés¹⁵ :

¹⁵ C'est en particulier le cas de la société Genomic Vision dont le chiffre d'affaires est composé à 90% de produits de R&D avec la société Quest, les ventes de tests (en direct ou via Quest qui verse des royalties) restant marginales (cf. communiqué de presse du 15 janvier 2015)

- dont l'activité consiste majoritairement dans la vente de plateformes et d'instrumentation, la mise en œuvre des tests ;
- qui réalisent des revenus marginaux (ou composés uniquement de subventions) ou qui connaissent des difficultés financières avérées, etc.

A l'issu de notre processus de sélection des comparables, notre échantillon se compose de 15 sociétés qui sont présentées dans le tableau ci-dessous.

On notera que notre démarche conduit à identifier notamment la plupart des sociétés retenues par l'expert indépendant lors de l'OPA lancée en 2011¹⁶.

Présentation des multiples des sociétés de l'échantillon

Société	Devise	Valeur	Revenus			Croissance		Multiple de CA	
		Entreprise	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Epigenomics Ag	EUR	78	2	2	8	1%	374%	48,3x	10,2x
Genomic Health Inc	USD	922	262	276	298	5%	8%	3,3x	3,1x
Myriad Genetics Inc	USD	2 462	778	738	800	-5%	8%	3,3x	3,1x
Transgenomic Inc	USD	32	28	26	27	-7%	5%	1,2x	1,2x
Quidel Corp	USD	836	175	183	205	4%	12%	4,6x	4,1x
Veracyte Inc	USD	158	22	38	59	74%	56%	4,2x	2,7x
Cancer Genetics Inc	USD	52	7	10	21	49%	114%	5,3x	2,5x
Foundation Medicine Inc	USD	1 423	29	61	108	111%	76%	23,3x	13,2x
Mdxhealth	EUR	176	6	9	19	55%	115%	20,1x	9,3x
Diaxonhit	EUR	42	31	31	33	-2%	8%	1,4x	1,3x
Integrigen	EUR	25	5	6	9	12%	56%	4,1x	2,6x
Diasorin	EUR	1 875	435	444	481	2%	8%	4,2x	3,9x
Theradiag	EUR	17	7	7	9	5%	21%	2,4x	2,0x
Novacyt	EUR	31	1	5	10	290%	113%	6,8x	3,2x
Novacyt(*)	EUR	31	7	8	10	15%	23%	4,0x	3,2x
Oncodesign	EUR	30	7	7	13	-2%	77%	4,1x	2,3x

cours moyen 1 mois au 3 mars 2015, consensus Bloomberg et notes de broker, derniers comptes publiés

(*) On relèvera le cas particulier de la société Novacyt qui a réalisé une opération de croissance externe au premier semestre 2014 (acquisition de Lab21) qui explique la forte croissance de la société. Nous avons donc indiqué également les valeurs qui ressortiraient des données de chiffres d'affaires proforma¹⁷.

Les sociétés de cet échantillon affichent une très forte dispersion de leurs multiples de chiffre d'affaires et certaines sociétés affichent des multiples atypiquement élevés (>10x).

¹⁶ A l'exception des sociétés Exact Sciences (multiple aberrant, écarté également par l'expert indépendant en 2011), Cepheid (activité comparable au groupe QIAGEN) et Diagnocure (connaît des difficultés financières - cf. communiqué de presse du 30 octobre 2014). La société Diaxonhit, incluse dans notre sélection, est issue du rapprochement d'ExonHit et de InGen BioSciences

¹⁷ Communiqué de presse du 26 janvier 2015

Cette forte dispersion peut s'expliquer en particulier par les perspectives de croissance et donc, le stade de développement des sociétés. En particulier, les sociétés Epigenomics, Foundation Medicine et Mdxhealth ont un impact significatif sur les multiples de l'échantillon alors que leur croissance attendue est très supérieure à celle de QIAGEN Marseille.

Il convient donc (i) de retraiter le multiple de l'impact de la différence de maturité des sociétés, ou (ii) d'écarter les sociétés dont la croissance attendue est trop importante.

(i) L'approche consistant à retraiter le multiple de l'impact de la différence de maturité, grâce à une analyse de régression, ne peut être retenue car il n'est pas possible de déterminer une corrélation satisfaisante :

- entre le multiple de chiffre d'affaires et le taux de croissance attendu ;
- ni entre le multiple et le ratio frais de R&D / chiffre d'affaires.

En effet, les paramètres de la régression sont principalement déterminés par la présence de la société Epigenomics qui constitue une observation atypique dans l'échantillon¹⁸. Or, dès lors que l'on retire ce point extrême, on constate qu'il n'existe plus de corrélation satisfaisante entre les variables. Par exemple, on observe qu'il n'y a pas de corrélation entre le multiple et le poids des frais de R&D dès lors que ces derniers sont inférieurs à 100% du chiffre d'affaires.

(ii) C'est pourquoi, nous avons privilégié l'approche consistant à écarter les sociétés dont la croissance attendue est très importante, c'est-à-dire très supérieure à 50%, et sans rapport avec les perspectives de développement de QIAGEN Marseille.

A l'issue de ce retraitement, l'échantillon retenu dans notre analyse comporte 11 sociétés (identifiées en gras dans le tableau précédent), y compris la société Novacyt sur une base retraitée proforma.

4.3 Valeur de l'action QIAGEN par l'approche des multiples boursiers

Le multiple moyen de notre échantillon de 10 sociétés ressort à 3.3x et 2.7x le chiffre d'affaires respectivement en 2014 et 2015.

Le plan d'affaires du management prévoit un chiffre d'affaires proforma (i.e. en l'absence de changement du modèle économique lié au Transfert) de 17.1 m€ sur l'année 2015.

Comme relevé précédemment, cette prévision faisait initialement ressortir un taux de croissance par rapport à l'atterrissage attendu en 2014 alors qu'elle extériorise finalement une décroissance par rapport aux données arrêtées à fin décembre. La Société n'a cependant pas modifié son plan d'affaires dans la mesure où elle considère que l'atterrissage 2014 ne remet pas en cause les prévisions d'activité à moyen terme.

¹⁸ C'est-à-dire que le point d'observation correspondant à Epigenomics a une influence déterminante sur la pente de la droite de régression

Sans remettre en cause ces prévisions à terme, nous constatons que la répartition de cette croissance entre les années 2015, 2016 et 2017 peut avoir un impact significatif sur l'approche des multiples lorsqu'ils sont appliqués au chiffre d'affaires 2015.

C'est pourquoi, nous présentons une évaluation alternative sur l'année 2015 dans laquelle nous avons ajusté la prévision de chiffre d'affaires pour retenir une évolution plus linéaire du taux de croissance.

Ce scénario alternatif retient une croissance de 15% du chiffre d'affaires en 2015 qui est homogène avec le taux de croissance médian de l'échantillon de comparables que nous retenons¹⁹.

	2014	2015	2015 bis
		Plan Société	Plan Ajusté
Multiple	3,3x	2,7x	2,7x
Agrégat	17 999	17 110	20 699
Valeur Entreprise	59 397	46 198	55 887
Ajustement	19 991	19 991	19 991
Fonds Propres	79 388	66 189	75 878
Valeur par action	14,6	12,2	13,9

L'approche des multiples boursiers aboutit à une fourchette de valorisation de l'action QIAGEN Marseille comprise entre **12,2€** (base CA 2015 Société) et **14,6€** (base CA 2014) avant transfert des actifs. Compte tenu de ce qui précède sur la prévision de chiffre d'affaires en 2015, le haut de la fourchette nous paraît plus pertinent.

Le prix de l'OPAS fait ainsi ressortir une prime comprise entre 2% et 23% par référence à la valeur avant transfert déterminée à partir des multiples boursiers.

Il convient cependant de noter que le multiple a été appliqué à l'ensemble des revenus de QIAGEN Marseille, y compris les revenus générés par l'activité de prestation de services marketing et commerciaux qui représentent plus de 15% du chiffre d'affaires en 2014. Or, le multiple de chiffre d'affaires applicable à ces prestations serait nécessairement inférieur à celui de l'activité principale de QIAGEN Marseille (compte tenu de la marge plus faible).

Enfin, nous n'avons pas retenu l'approche des multiples boursiers appliqués à l'EBIT dans la mesure où la plupart des sociétés de l'échantillon sont déficitaires en 2014 à l'exception de

¹⁹ Le multiple résulte d'un échantillon et est de ce fait normalisé. La référence du chiffre d'affaires est spécifique à l'entreprise mais peut aussi être normalisée par rapport aux perspectives d'évolution de l'entreprise sinon, on aurait une valeur aberrante si on l'établissait à partir d'une donnée ne s'insérant pas dans une tendance d'évolution

Myriad Genetics et de Diasorin, les deux plus grosses sociétés de l'échantillon, qui extériorisent des multiples de 13.8x et 13.4x respectivement²⁰.

Pour mémoire, on notera que ces multiples d'EBIT aboutissent à une valorisation comprise entre 14.0 et 14.4€ par action si on les applique au résultat d'exploitation 2014 de QIAGEN Marseille après retraitement de la part immobilisée des frais de R&D. Ce retraitement des frais de R&D se justifie pour des raisons de comparabilité des résultats dès lors que la part activée des frais de R&D représente près de 20% des revenus de QIAGEN Marseille alors qu'elle est marginale pour Myriad Genetics et Diasorin.

5. Multiples des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des multiples constatés lors de transactions impliquant des sociétés du même secteur d'activité.

Les résultats obtenus à partir de cette méthode doivent cependant généralement être considérés avec prudence compte tenu du peu d'information disponible sur l'opération et sur la cible de la transaction.

Dans le cas d'espèce, on observe que de nombreuses transactions concernent le marché du diagnostic in vitro. Néanmoins, il est difficile d'identifier des transactions spécifiques au secteur thérapeutique plus restreint de l'oncologie. Nous avons donc examiné les transactions sur l'ensemble du marché du diagnostic in vitro sur la période 2011 à 2014.

Présentations des transactions identifiées sur le secteur du diagnostic in vitro depuis 2011

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Devise	VE	VE / CA
28/08/2014	Orgentec Diagnostika	Corgenix Medical	USD	12	1,1x
21/07/2014	Cancer Genetics	Gentris Corporation	USD	6	1,1x
30/07/2014	Tecan Group	IBL International	EUR	29	1,8x
30/06/2014	Novacyt	Lab21	EUR	20	3,0x
17/10/2013	Trinity Biotech	Lab 21	USD	8	1,4x
24/09/2013	Sysmex	Inostics	EUR	39	11,2x
01/08/2013	Toyobo	Spinreact	EUR	21	1,2x
06/05/2013	Quidel Corporation	Biohelix corporation	USD	10	7,1x
26/11/2012	Trivitron Healthcare	Ani Labsystems	EUR	19	2,6x
17/05/2012	Agilent technologies	Dako	EUR	1730	6,7x
04/05/2012	Biotrin International	Nordiag	EUR	8	1,9x
13/02/2012	Project Plasma Holdings	SeraCare Life	EUR	47	1,4x
30/11/2011	Affymetrix Inc	eBioscience	USD	330	4,6x
08/09/2011	PerkinElmer	Caliper Life Sciences	EUR	394	4,3x
19/07/2011	BioMerieux	Argene	EUR	38	3,8x
21/06/2011	Luminex	Eragen Biosciences	USD	34	4,3x
27/04/2011	Myriad genetics	Rules Based Medecine	EUR	54	2,9x

²⁰ Multiples de l'exercice 2014

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Devise	VE	VE / CA
04/04/2011	QIAGEN NV	Cellestis	EUR	250	8,1x
18/03/2011	Quest Diagnostics	Celera Corporation	EUR	424	4,3x
24/01/2011	Novartis AG	Genoptix Inc	USD	302	1,6x
Moyenne					3,7x
Moyenne hors Inostics					3,3x
Médiane					2,9x

Source : Merger Market, Epsilon, Orbis et sites internet des sociétés

Les multiples de chiffre d'affaires de ces transactions font ressortir une forte disparité (multiple compris entre 1,1x et 11,2x) qui peut s'expliquer par les spécificités des transactions. En l'état des informations publiques disponibles il n'est cependant pas possible de restreindre l'échantillon.

Le multiple moyen de l'échantillon ressort à 3.7x mais est fortement impacté à la hausse par la transaction Sysmex/Inostics qui affiche un multiple de 11.2x décorrélé des autres transactions de l'échantillon. En excluant cette transaction, le multiple moyen ressort à 3.3x.

Par ailleurs, la médiane de l'échantillon ressort à 2.9x. Compte tenu de la disparité des multiples extériorisés, le recours à la médiane est plus pertinent.

L'approche des multiples de transaction aboutit à une fourchette de valorisation de l'action QIAGEN Marseille comprise entre **13.3€** et **14.6€** selon que l'on applique le multiple médian (2,9x) ou moyen (3,3x) au chiffre d'affaires 2014 de la Société.

Le prix de l'OPAS fait ainsi ressortir une prime comprise entre 2% et 12% par référence à la valeur avant transfert déterminée à partir des transactions comparables.

6. Référence au cours de bourse

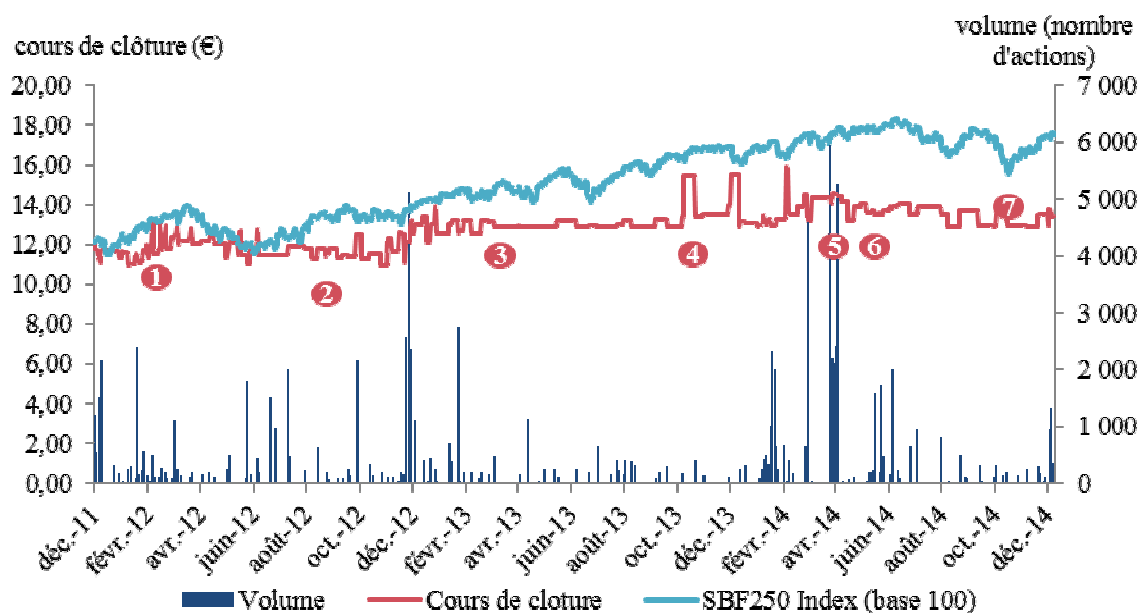
La Société Ipsogen, fondée en 1999 à Marseille a été introduite en bourse sur le marché Alternext le 16 juin 2008 à un prix de 7.2 € par action.

Depuis l'OPA réalisée en 2011, le volume de titres échangés sur le marché est devenu extrêmement faible puisque moins de 110 000 titres ont été échangés au cours des trois dernières années, soit moins de 2% du capital, dont 8 600 titres au cours des 6 derniers mois (seulement 29 séances ont donné lieu à des échanges de titres sur cette période).

L'analyse du cours de bourse est donc présentée à titre d'information seulement et ne peut servir de base pertinente pour valoriser l'action QIAGEN Marseille.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse, sur une période de trois ans avant l'annonce de l'Opération.

Evolution du cours de bourse et des volumes



Légende

- 1 Communiqué de presse annonçant un chiffre d'affaires en hausse de 14%
- 2 Publication du chiffre d'affaires et des résultats du 1er semestre 2012
- 3 Communiqué de presse sur les résultats 2012
- 4 Annonce des résultats du premier semestre 2013 en forte hausse
- 5 Rachat de 4 150 titres le 4 mars 2014 et de 5 975 titres le 27 mars 2014 par QIAGEN NV
- 6 Communiqué de presse sur les résultats annuels 2013
- 7 Communiqué de presse sur les résultats du 1er semestre 2014

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'à la suspension du cours :

Analyse des cours et des volumes sur deux ans

Au 08/12/2014	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	13,53	13,45	13,41	13,50	13,66	13,52
Cours le plus haut (€)	13,80	13,80	13,80	14,02	15,90	15,90
Cours le plus bas (€)	12,93	12,91	12,91	12,91	12,90	12,11
Volume moyen quotidien	155	92	73	66	184	119
Volume cumulé	3 245	3 965	4 736	8 606	52 913	66 332
Volume cumulé hors rachats par QIAGEN NV	3 245	3 965	4 736	7 307	35 670	45 526
Nombre de jours avec échanges	8	13	17	29	80	128

Source : Bloomberg, QIAGEN NV

Le cours a été suspendu à 13.4€ le 8 décembre 2014.

Ce prix est proche du cours moyen pondéré qui oscille entre 13.41€ (moyenne sur trois mois) et 13.66€ (moyenne sur un an) sur la période étudiée.

Le cours le plus bas atteint depuis un 1 an s'établit à 12.90€, soit le prix de l'OPA lancée en 2011. Le cours a parfois franchi ce seuil à la baisse en 2013 mais, dans des volumes d'échanges restreints.

Le cours le plus haut au cours des trois derniers mois s'établit à 13.80€ (ce cours ne correspond pas à des transactions réalisées par QIAGEN NV).

Nous relevons cependant que depuis la réalisation de l'OPA en 2011, certaines transactions ont été réalisées à un prix supérieur au prix de l'OPAS. Ainsi, le cours le plus haut a atteint 15.90€, soit 1.00€ de plus que le prix proposé dans l'OPAS. Toutefois, ce cours de 15.90€ a été atteint le 3 février 2014 dans un volume d'échange marginal (3 titres). Plus généralement, les échanges réalisés à prix supérieur à 15 € sont totalement marginaux (moins de 100 titres).

Enfin, le cours moyen pondéré par les volumes s'établit à 13.44€ sur les 60 derniers jours de négociation qui précèdent la suspension du cours survenue le 8 décembre 2014²¹.

²¹ Soit sur la période allant du 15 septembre 2014 au 7 décembre 2014

A titre indicatif, sur la base du dernier cours avant la suspension du titre et de la moyenne pondérée, nous obtenons une fourchette de valorisation du titre QIAGEN Marseille comprise entre **13.40€** et **13.66€**.

Le prix de l'OPAS fait ainsi ressortir une prime comprise entre 9% et 11% par référence au cours de bourse moyen et au dernier cours de bourse qui reflètent des valeurs avant réalisation de l'opération avec HalioDx.

7. Référence aux acquisitions de titres par l'Initiateur

Le tableau suivant présente l'ensemble des acquisitions réalisées par l'Initiateur au cours des deux dernières années :

Présentation des acquisitions de titres par l'Initiateur

Date	Volume	Cours moyen pondéré
Mar-13	512	12,9
Apr-13	1 166	12,9
May-13	25 777	12,9
Jun-13	95	12,9
Jul-13	1 047	13,0
Aug-13	198	12,9
Sep-13	193	12,9
Jan-14	11	12,9
févr-14	2 636	13,4
Mar-14	11 205	13,2
Apr-14	5	13,2
May-14	87	13,2
Jun-14	2 003	13,2
Jul-14	929	13,8
Aug-14	367	13,5
Min		12,9
Max		13,8

QIAGEN NV a notamment acquis en mai 2013 les 25 675 titres auto-détenus par QIAGEN Marseille pour un prix de 12.9€.

Au cours des deux dernières années, l'Initiateur a acquis 46 231 titres à un prix moyen pondéré de 13.07€ (fourchette entre **12.9€** et **13.8€**).

Le prix de l'OPAS fait ainsi ressortir une prime comprise entre 8% et 16% par référence aux acquisitions de titres effectuées par QIAGEN NV au cours des deux dernières années qui reflètent des valeurs avant transfert.

8. Référence aux objectifs de cours des analystes

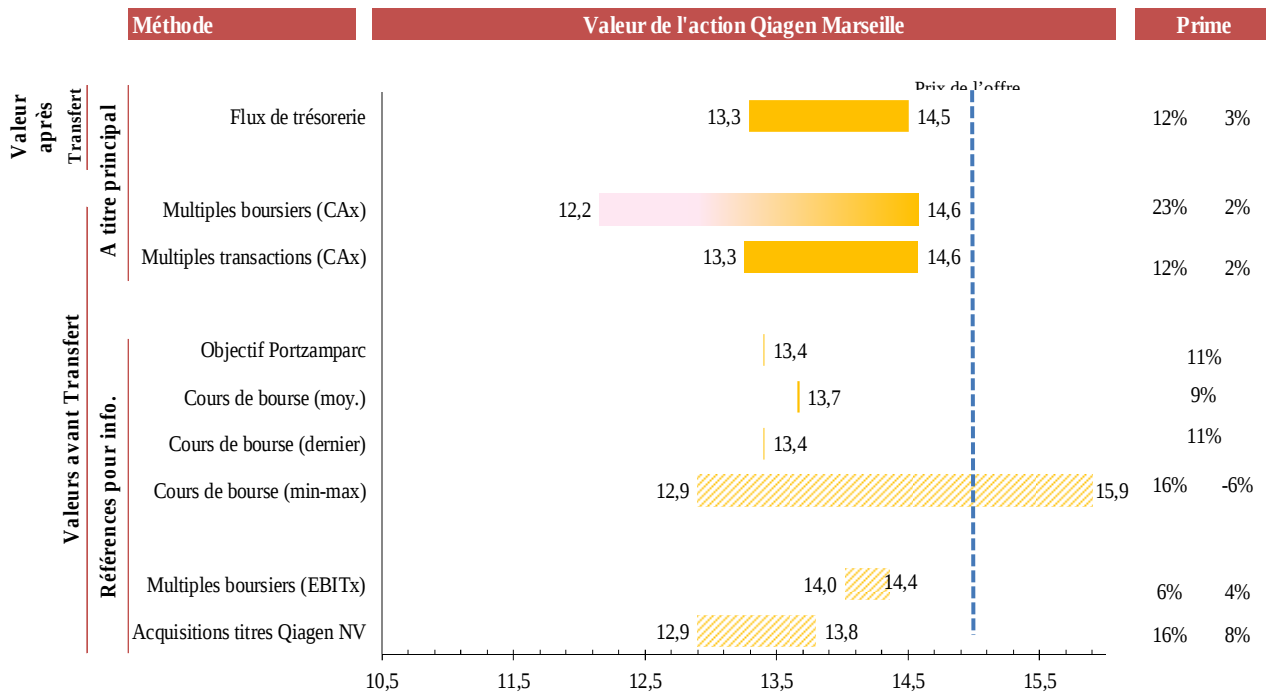
La Société n'est pas suivie activement par les analystes financiers depuis la finalisation de l'OPA lancée en 2011.

Seule Portzamparc suit encore la Société. La presse spécialisée a indiqué que Portzamparc conseille d'apporter les actions QIAGEN Marseille à l'offre (contre une recommandation à conserver avec un objectif de 13.4 € précédemment).

9. Conclusion sur la valeur de l'action QIAGEN Marseille

Le tableau ci-dessous représente les fourchettes de valorisation de l'action de la Société selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références présentées ainsi que les primes et décotes induites par un prix de l'offre à 14.90€.

Synthèse des travaux sur le prix de l'OPAS²²



Il ressort de nos analyses que le prix offert par l'OPAS est supérieur à la valeur la plus élevée qui ressort des approches analogiques et DCF mises en œuvre.

Pour mémoire, on notera que la référence au cours de bourse maximum n'est pas pertinente compte tenu du volume très marginal de titres échangés à ce prix. Au total moins de 100 titres ont été échangés à un prix supérieur au prix de l'OPAS dont aucun dans une période de 10 mois précédant la suspension du cours.

²² Analyse du cours de bourse présentée sur une période de 1 an qui précède la suspension du cours

VI. TRAVAUX D'ÉVALUATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

La comparaison des résultats des travaux de Kepler Capital Markets (« l'Etablissement présentateur ») et de nos travaux sont présentés dans le tableau ci-dessous :

	Etablissement présentateur		Sorgem Evaluation	
	Min	Max	Min	Max
Méthodes d'évaluation				
Comparables boursiers (xCA)		13,77	12,2	14,6
Multiples de transactions		12,40	13,3	14,6
Méthode à titre de recoupement				
DCF - plan d'affaires du management		13,80		
DCF - plan d'affaires extrapolé Kepler	12,22	13,17	13,3	14,5
Références				
Cours spot		13,40		13,40
Cours 1 mois		13,53		13,53
Cours 3 mois		13,41		13,41
Cours 6 mois		13,51		13,50
Cours 1 an		13,66		13,66
CMP 60 derniers jours de négociation		13,44		13,44
CMP 60 derniers jours de bourse		13,76		-
Cours Min / Max	-	-	12,90	15,9 (*)
Objectif de cours (Portzamparc)		13,40		13,40
Prix offert en 2011		12,90		-
Acquisition titres par Qiagen NV		13,80	12,90	13,80
Actif net comptable		5,42		-
Multiples boursiers (xEBIT)		-	14,0	14,4

(*) Cours de bourse considéré comme non pertinent car seulement 3 titres ont été échangés à ce prix

L'Etablissement présentateur a retenu des références de valorisation et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques aux nôtres. La comparaison avec nos résultats fait apparaître une cohérence globale avec les travaux de l'Etablissement présentateur.

Nous commentons ci-dessous les principaux écarts qui portent sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (1.), des multiples de transaction (2.) et de l'actualisation des flux de trésorerie (3.).

1. Commentaires sur la mise en œuvre des comparables boursiers

L'écart de valorisation par rapport aux travaux de l'Etablissement présentateur s'explique principalement par le recours à des échantillons différents.

D'une part, l'échantillon que nous retenons est plus large car l'Etablissement présentateur n'a retenu que des sociétés françaises alors que nous avons également retenu des sociétés européennes et américaines.

D'autre part, l'Etablissement présentateur a écarté les sociétés de taille importante alors que nous n'avons pas retenu le critère de taille pour délimiter notre échantillon. Notre approche aboutit ainsi à une valeur supérieure à celle de l'Etablissement présentateur dès lors que les quatre plus grosses sociétés de notre échantillon, qui affichent une valeur d'entreprise proche ou supérieure à un milliard, extériorisent un multiple moyen supérieur à la moyenne de notre échantillon²³.

2. Commentaires sur la mise en œuvre des transactions comparables

L'écart de valorisation par rapport aux travaux de l'Etablissement présentateur s'explique principalement par une différence dans l'échantillon de transactions retenues.

Notre échantillon inclut l'ensemble des transactions retenues par l'Etablissement présentateur, à l'exception de l'acquisition de la société Ingenuity Systems par QIAGEN NV en mars 2013, mais comprend également d'autres transactions. Nous ne retenons pas la transaction précitée car Ingenuity Systems est spécialisée dans les logiciels d'analyse de données.

Au global, le multiple médian de notre échantillon ressort à 2.9x contre 2.6x pour l'Etablissement présentateur, ce qui explique l'écart de valorisation.

3. Commentaires sur la méthode des flux de trésorerie

L'Etablissement présentateur a mis en œuvre la méthode des flux de trésorerie à partir du plan d'affaires du management, y compris l'hypothèse de décroissance en valeur terminale, d'une part et d'un plan d'affaires ajusté d'autre part. L'ajustement consiste à extrapoler les prévisions du management à partir de 2024 sur une période intermédiaire de 3 à 7 ans au lieu de modéliser la valeur terminale avec une décroissance.

Pour notre part, nous avons mis en œuvre la méthode des flux de trésorerie à partir du plan d'affaires du management après avoir ajusté les prévisions de chiffre d'affaires sur les exercices 2015 et 2016 suite à l'atterrissage 2014 qui s'est avéré meilleur que prévu.

Enfin, les taux d'actualisation retenus sont cohérents, soit 10.0% en valeur centrale pour l'Etablissement présentateur et 10.25% dans notre approche bien que l'Etablissement présentateur ait retenu une approche différente pour déterminer ce taux qui résulte de la moyenne entre le taux retenu par des analystes financiers pour QIAGEN NV²⁴ d'une part, et le taux standard du secteur des biotechnologies.

²³ Soit 3.9x en 2014 (contre 3.3x) et 3.6x en 2015 (contre 2.7x)

²⁴ On notera la forte disparité de ces estimations qui vont de 6.3% (Commerzbank) à 9.00% (JPMorgan)

VII. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DE L'OFFRE ET LE CAS ÉCHÉANT DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Nous avons été désignés par le Conseil d'administration de QIAGEN Marseille en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société, ainsi que dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire.

Le prix de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire a été fixé à 14.90 euros par l'Initiateur.

1. Avis sur le mécanisme d'options proposé par QIAGEN NV

Le mécanisme d'options (call et put) proposé par QIAGEN NV, afin d'éviter aux porteurs TEPA d'être contraints de céder leurs titres dans le cadre d'un possible retrait obligatoire, ne traduit aucun avantage particulier dont seraient privés les actionnaires qui décideront d'apporter leurs titres à l'Offre dès lors que les actionnaires optant pour ce mécanisme ne pourront céder leurs titres à un prix supérieur à 14.90 euros s'ils souscrivent au mécanisme d'options.

2. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

Nos travaux font apparaître que le prix de 14.90 euros est supérieur aux valeurs par action, avant et après transfert, qui ressortent de l'approche multicritère mise en œuvre :

- La prime offerte est comprise entre 2 et 23% par rapport à la valeur de l'action avant transfert de la branche autonome d'activité déterminée à partir d'approches analogiques :
 - > L'approche des multiples boursiers fait ressortir une prime comprise entre 2 et 23% ;
 - > L'approche des multiples de transactions fait ressortir une prime comprise entre 2 et 12%.

Les multiples ont été appliqués à des agrégats de la Société qui reflètent l'existence de synergies mises en œuvre depuis son intégration au sein du groupe QIAGEN, avec en particulier l'accès à un réseau de distribution international et la mise en place de prestations de services qui ont contribué au doublement de ses revenus depuis 2011. La méthode des multiples boursiers reflète donc une valeur qui tient compte des synergies avec le groupe Qiagen, de même que la méthode des multiples de transaction.

- La prime offerte est comprise entre 3 et 12% par rapport à la valeur de l'action après transfert de la branche autonome d'activité à HalioDx.

Cette valeur ressort de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie qui a été mise en œuvre à partir d'un plan d'affaires qui tient compte des conséquences de l'opération avec HalioDx.

Nous n'avons pas retenu le plan d'affaires alternatif en l'absence de réalisation du transfert car ce dernier aboutirait à une valorisation inférieure dès lors qu'il a été établi en retenant l'hypothèse d'une restructuration de la société qui résulte, au moins en partie, des conséquences des décisions stratégiques du groupe QIAGEN et de la décision de départ des dirigeants.

On rappellera également, pour mémoire compte tenu de la faible liquidité du titre, que le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 9% et 11% par référence au cours de bourse moyen et au dernier cours de bourse et, qu'au total moins de 100 titres ont été échangés à un prix supérieur au prix de l'Offre, dont aucun dans une période de 10 mois précédant la suspension du cours.

Enfin, le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 8% et 16% par référence aux acquisitions de titres effectuées par QIAGEN NV au cours des deux dernières années.

Dans ces conditions, nous considérons que le prix de 14.90 euros proposé dans le cadre de l'Offre est équitable.

3. Conclusion sur le caractère équitable d'un éventuel retrait obligatoire

L'initiateur détenant à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital et des droits de vote, il a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Nous estimons que le prix de 14.90 euros est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cas d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 6 mars 2015

Pour Sorgem Evaluation

Maurice NUSSENBAUM

Président Sorgem Evaluation

5. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 9 mars 2015 aux fins d'examiner le projet d'Offre. Tous les membres étaient présents ou représentés.

Tous les membres présents ou représentés, et notamment Monsieur Guillaume Connan, administrateur indépendant, ont pris part au vote de la résolution relative à l'avis motivé du conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La séance était présidée par Monsieur Peer Schatz en sa qualité de Président du conseil d'administration de la Société.

Dans ce contexte, le conseil d'administration a adopté, à l'unanimité de ses membres, l'avis motivé suivant :

« Après avoir examiné les documents et entendu les explications et commentaires de l'Expert Indépendant et après avoir échangé, le conseil d'administration, comprenant notamment Monsieur Guillaume Connan, administrateur indépendant qui a conduit ses travaux en liaison avec l'Expert Indépendant, note que :

- *le conseil d'administration a examiné, lors de plusieurs réunions ayant eu lieu depuis le 8 Décembre 2014, la Proposition du Management, prévoyant un transfert des actifs et des passifs (à l'exception du portefeuille de propriété intellectuelle, de la trésorerie et de la créance de crédit d'impôt recherche) à HalioDx au moyen d'un apport partiel d'actifs suivi de la cession des actions ainsi acquises à HalioDxInvest pour une contrepartie en numéraire ;*
- *le conseil d'administration a considéré de manière constante que, compte tenu de son impact sur le profil de QIAGEN Marseille, la Proposition du Management ne peut être envisagée que dans la mesure où QIAGEN NV, en sa qualité d'actionnaire majoritaire, déposerait l'Offre, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires, à un prix qui serait considéré comme équitable, et ce même si une telle offre n'est pas requise en vertu de la réglementation boursière française ;*
- *le conseil d'administration a désigné le 8 Décembre 2014 le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du transfert des actifs et passifs à HalioDx et chargé d'apprécier l'équité des termes de l'Offre et du Prix de l'Offre ;*
- *le prix indicatif de l'Offre proposé par QIAGEN NV le 9 Décembre 2014 à la suite de ses travaux préliminaires d'évaluation, d'un montant de 13,80 € par action, a ensuite été augmenté à 14,90 € par action, comme annoncé le 6 février 2015 ;*
- *le 6 février 2015, le conseil d'administration a considéré que la Proposition du Management est dans l'intérêt de QIAGEN Marseille, ses actionnaires et en particulier ses salariés notamment pour les raisons suivantes : (i) les tendances à la rationalisation et la concentration observées dans l'industrie et au niveau du groupe QIAGEN, comme le reflète la concentration de la R&D et des activités de fabrication sur les sites disposant d'une taille critique dont la Société ne dispose pas ; (ii) le départ des dirigeants de la Société (qui interviendra indépendamment de l'acceptation ou non de l'opération) ; (iii) le développement à un rythme plus rapide qu'anticipé de la technologie NGS (qui devrait probablement coexister avec la technologie de PCR mais devrait conduire à banaliser les produits PCR et obliger les fournisseurs de produits de PCR à rationaliser les coûts de fabrication et de R&D) ; (iv) il en résulte une forte probabilité de fermeture du site de Marseille à horizon de 3 à 5 ans, ce qui occasionnerait des coûts estimés à 14 M €, et le besoin d'externaliser la production et les activités de R&D ; (v) le sérieux de la Proposition du Management, soutenue par des*

investisseurs financiers sérieux, (vi) la conclusion par QIAGEN Marseille de contrats de fabrication et de licence avec d'autres entités du groupe QIAGEN et HalioDx permettant de percevoir des redevances du portefeuille de propriété intellectuelle de QIAGEN Marseille, ce qui optimiserait son chiffre d'affaire et son profil de risque ; et (vii) l'annonce par QIAGEN NV d'un dépôt d'offre publique, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires, à un prix de 14,90 € par actions (le « **Prix de l'Offre** ») ;

- le Prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 9% et 11% en comparaison avec le prix moyen de l'action au cours des 60 jours de bourse précédant la suspension des négociations du 8 décembre 2014, et avec le dernier prix de bourse des actions de QIAGEN Marseille de 13,40 € par action immédiatement avant la suspension des négociations ;
- l'Expert Indépendant a conclu, dans son attestation d'équité, que le Prix de l'Offre était équitable, en ce compris en tenant compte de la possibilité d'un retrait obligatoire ;
- le Prix de l'Offre est supérieur de 0,30 € par rapport à la limite supérieure de la fourchette de 12,10 € à 14,60 € par actions résultant des différentes méthodes d'évaluation ressortant du Rapport de l'Expert Indépendant ;
- le Prix de l'Offre de 14,90 € correspond donc à la nécessité, avancée par le conseil d'administration et confirmée par l'Expert Indépendant, d'offrir de la liquidité aux actionnaires minoritaires à un prix équitable ;
- QIAGEN NV proposera aux porteurs ayant souscrit des actions sous le régime TEPA en 2010 et incessibles avant 2016 sans encourir des sanctions fiscales, de conclure des contrats de liquidité consistant en des options d'achat et de vente à un prix qui ne pourra pas être supérieur à celui du Prix de l'Offre, ce qui permettra d'exclure ces actions du champ d'un éventuel retrait obligatoire ;
- QIAGEN NV a l'intention de requérir, dans une période de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du retrait obligatoire pour les actions restantes de QIAGEN Marseille, dans la mesure où celles-ci ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Le conseil d'administration, après délibération et prise en compte de (i) les termes de l'Offre, (ii), des éléments d'évaluation documentés par le projet de note d'information de QIAGEN NV et (iii) le Rapport de l'Expert Indépendant, considère à l'unanimité que l'Offre octroie aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate et une voie de sortie à un prix équitable, eu égard au changement significatif du profil opérationnel et financier de la Société résultant de la Proposition du Management. En conséquence, l'Offre décrite dans le projet de note d'information de QIAGEN NV est approuvée à l'unanimité par les membres du conseil d'administration qui sont présents ou représentés et le conseil d'administration recommande que les actionnaires de la Société apportent leurs actions à l'Offre. »

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs ne détiennent pas d'actions de la Société qu'ils envisagent d'apporter à l'Offre.

7. TITRES AUTO-DÉTENUS

La Société ne détient aucun de ses propres titres.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE

« A notre 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. »

Le [●] 2015

QIAGEN Marseille SA

Représentée par son Directeur Général