

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LES CONSEQUENCES
DE LA MODIFICATION DES TERMES ET CONDITIONS DES BSAR
2020 DE LA SOCIETE GAUSSIN**

Rapport au 6 Juin 2016

Ce document comporte 16 pages

En novembre 2013, la société GAUSSIN a procédé à l'émission de titres assortis de 4.035.097 bons de souscription d'action. A A FINEVAL a été mandaté en qualité d'expert indépendant pour se prononcer sur les conséquences de la modification des termes et conditions des Bons de Souscription d'Action Remboursables et notamment sur l'avantage en résultant pour les titulaires au regard de la situation des autres porteurs de titres donnant accès au capital.

I Conditions de la mission

1) Contexte de l'évaluation

En Novembre 2013, GAUSSIN a procédé à une émission de BSAR (bons de souscription d'action remboursables).

Les modalités du bon sont les suivantes :

- un bon pour une action nouvelle
- un prix d'exercice de 2.35 euros
- une échéance fixée au 29 novembre 2020
- une clause de forçage à 2,82 euros

2) Présentation de l'expert et déclaration d'indépendance

A A FINEVAL est une société indépendante détenue par son management qui intervient dans les domaines de l'analyse financière et de l'évaluation soit d'entreprises, soit d'actifs financiers y compris d'instruments dérivés. La société a une expérience depuis de nombreuses années dans le domaine des expertises indépendantes. En matière d'analyse financière et d'évaluation, ses secteurs d'expertise sont les hautes-technologies et les sociétés innovantes en forte croissance. La société s'est vue confier de nombreuses missions d'évaluation en général et d'expertise en particulier au cours des dix dernières années, que ce soit sur des sociétés ou des titres hybrides.

A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

La société A A FINEVAL ou ses représentants sont membres de plusieurs associations professionnelles. La société dispose des compétences nécessaires ainsi que des moyens requis pour conduire cette mission.

3) Indépendance

A A FINEVAL et M. NODET sont indépendants de la société GAUSSIN ainsi que de ses actionnaires et des conseils de l'opération. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec la société, ses actionnaires, ou autre partie prenante. Ils n'ont effectué aucune mission susceptible de nous placer en conflit d'intérêt pour l'appréciation des conditions de la présente mission

Ils ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du RG de l'AMF.

A A FINEVAL et M. NODET attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de cette mission.

DILIGENCES EFFECTUEES.

Nos travaux ont consisté essentiellement à :

- | | |
|---|---|
| - | Analyser les informations disponibles sur |
| la société GAUSSIN | |
| - | Prendre connaissance du contexte de |
| l'opération en particulier au regard des résolutions présentées en assemblée d'actionnaires | |
| - | Analyser les caractéristiques des BSAR |
| - | Rechercher les informations de marché |
| nécessaires aux méthodes d'évaluation retenues | |
| - | Valoriser les BSAR avant et après les |
| modifications proposées | |
| - | Calculer le montant de l'avantage des |
| porteurs de BSAR résultant de la modification des termes et conditions des BSAR | |
| - | Calculer l'incidence de l'opération |
| proposée sur la situation des actionnaires | |
| - | Rédiger un rapport et présenter les |
| conclusions de l'expertise | |

A A FINEVAL- 19 avenue Emile Deschanel - 75007 Paris - Tél : 06 60 21 38 59
nodetantoine@yahoo.fr - www.aafineval.com

4) Limites de nos travaux

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous ne nous sommes livrés à aucune diligence relative à la régularité et à la sincérité des informations de nature juridique ou financière, qui nous ont été communiquées.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni même d'une mission d'examen limité. Elle n'a pas pour objectif de formuler une quelconque opinion sur les comptes ni sur le respect du droit des sociétés. Cette mission se limite strictement à l'évaluation des BSAR modifiés et de l'avantage consenti aux porteurs de BSAR ainsi que l'incidence pour les actionnaires.

5) Conduite de la mission

La présente mission est placée sous la responsabilité de Monsieur Antoine NODET, associé signataire. La revue indépendante a été effectuée par un professionnel qualifié, membre de la SFAF et de l'ACIFTE, et disposant de vingt ans de métier.

Au cours de nos travaux et s'agissant de GAUSSIN, nous nous sommes principalement entretenus avec :

- Monsieur GAUSSIN, CEO de GAUSSIN ;
 - Monsieur Gilles PERNIN, Responsable financier de GAUSSIN
 - Monsieur KUSSELING, Directeur financier de GAUSSIN
 - Maître Roy ARAKELIAN, avocat du cabinet PDGB, membre du réseau TERRALEX

Nos entretiens ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la société et de son marché
- étude des modalités des bons de souscription
- l'impact sur la structure financière de l'éventuelle augmentation de capital permise par les

modalités du bon de souscription d'action.

Pour mener à bien cette mission, nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance des activités de la société GAUSSIN
- analyse des conditions d'exercice du bon de souscription d'action remboursable
- évaluation des BSAR à l'aide des modèles adaptés

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de GAUSSIN, en particulier :

- les comptes annuels pour les trois derniers exercices ;
- les perspectives de la société telles que présentées à la communauté financière (réunions SFAF dont celle du 29 avril 2016)
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques, concernant GAUSSIN, que nous avons estimés utiles à la bonne réalisation de nos travaux.

Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, dont différentes analyses financières.

Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition. En particulier, nos travaux sont fondés sur le maintien des conditions de marché, sans préjuger d'une éventuelle variation brutale de l'économie européenne en générale ou internationale, des marchés financiers ou des parités de change pendant la durée de vie des bons de souscription.

II Appréciation de la valeur des BSA

La société GAUSSIN a procédé, le 27 novembre 2013, sur autorisation du Conseil d'Administration du 29 octobre 2013, à l'émission de 4.035.097 BSAR au prix d'émission de 0,15 €. Cette émission a donc représenté un apport en capitaux propres de 605.264 €.

A A FINEVAL- 19 avenue Emile Deschanel - 75007 Paris - Tél : 06 60 21 38 59
nodetantoine@yahoo.fr - www.aafineval.com

Les caractéristiques principales de ces BSAR sont les suivantes :

- Nombre de BSAR restants à exercer au 31 décembre 2015: 3 177.892 BSAR
- Prix de souscription du BSAR : 0.15 €
- Date d'expiration des BSAR : 29 novembre 2020
- Prix de souscription de l'action : 2.35 €
- une action pour un bon de souscription
- clause de forçage au cours de 2,82 euros soit 120 % du prix d'exercice.

Pour évaluer les BSAR, nous avons eu recours à la méthode de Black&Scholes et à la méthode binomiale.

1) Les paramètres d'évaluation des BSAR

Le modèle d'évaluation mis en œuvre nécessite les données suivantes :

- le prix de l'action sous-jacente
- la volatilité de l'action sous-jacente
- la durée de vie du BSA
- le taux d'intérêt sans risque
- la dilution potentielle maximale liée à la création d'actions nouvelles du fait de l'exercice du BSAR et qui viennent se rajouter au nombre actuel d'actions
- la clause de forçage

L'existence du mécanisme de forçage

Le mécanisme visant à forcer l'exercice du bon, éventuellement en proposant le remboursement lorsque le niveau de 2,65 euros par action est atteint conduit à réduire la valeur temps de manière aléatoire. Ce type d'option (option d'achat plafonné à la hausse),

limite le potentiel de hausse de l'option d'achat. En effet, lorsque le prix de forçage est atteint, la valeur temporelle de l'option disparaît, l'option étant alors exercée. La durée de vie du bon étant aléatoire, le calcul de la valeur théorique doit en tenir compte.

2) Analyse du sous-jacent

Pour apprécier la volatilité du titre sous-jacent, élément clef de la valorisation du bon, il est nécessaire de commencer par analyser les performances de la société.

Créée en 1880, la société familiale Gaussin a su constamment innover et évoluer. Actuellement, Gaussin est une société dont le bureau d'ingénierie est spécialisé dans les traitements de flux de déplacements de charges lourdes ou encombrantes. Ses clients sont nombreux, diversifiés en termes de secteurs d'activité, présents en France ou à l'international. En 2012, la société s'est fixé pour objectif de se développer sur le marché très porteur de la manutention portuaire en offrant des véhicules plus efficaces (rapidité de déchargement), moins polluants et assurant une meilleure sécurité des personnels. Pour se faire, elle a développé une gamme de 6 véhicules innovants pour la manutention des containers, gamme dont le développement a nécessité un investissement d'une cinquantaine de millions. Les six véhicules peuvent être dotés de cinq motorisations qui vont de la classique motorisation thermique au moteur à hydrogène en passant par l'hybride et le tout électrique. L'utilisation de ces véhicules permet de réduire les coûts d'exploitation des ports mais aussi la durée d'immobilisation des bateaux, ce qui constitue un atout compétitif majeur. Ces atouts compétitifs devraient permettre à Gaussin, qui est un nouvel entrant de petite taille dans un marché certes en forte croissance mais où exercent des acteurs majeurs et solidement implantés, de prendre une part de marché substantiel.

Le marché se développe au rythme du commerce mondial et de l'emploi de containers. Toutefois, il s'agit de cycles d'investissement longs pour les ports et le processus de décision,

A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

mais aussi de financement, est également long et souvent complexe. Sans compter les aléas politiques et géopolitiques. Lorsqu'un port est équipé ; le changement ne peut intervenir qu'à la fin de vie de l'équipement ou bien si une extension de capacités est nécessaire. Un des facteurs clef outre la croissance économique est donc le taux de renouvellement.

Tant les délais de développement que de commercialisation font que la société est dans une phase d'investissements massifs et que la construction du carnet de commandes puis son exécution seront longues et s'étendront sur plusieurs années. Ce qui rend l'exercice de l'analyse des comptes annuels un peu vain.

L'analyse des comptes traduit le caractère spécifique de cette situation qui a bien des égards pourrait être comparée à celle d'une start-up.

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CA	7,6	11,8	3,2	2,3	4,3	12,3	19,4	6,5
ROC	-3,7	2,1	-5,0	-4,8	-11,1	-1,1	-6,8	-11,2
Résultat net	-4,0	3,4	-5,0	-7,1	-16,3	2,3	-7,6	-10,1

Source société

Les délais de développement, la contestation des résultats par l'administration fiscale, les retards pris en particulier avec le CEA expliquent la forte consommation de capital, les actionnaires et créanciers pouvant encore être sollicités avant que l'innovation produise des résultats substantiels en termes de marges et donc de rémunération du capital.

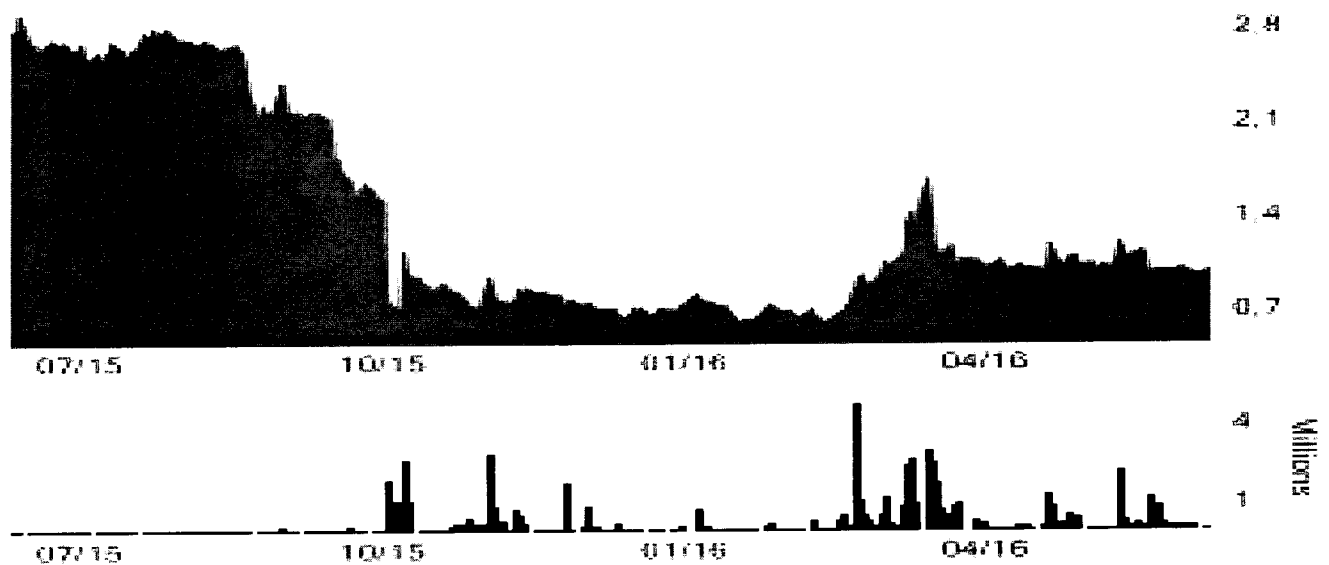
Capitaux propres	1,9	8,9	10,5	12,221
Dettes financières nettes	1	4,5	15,741	16,133
Gearing	54%	51%	163%	133%

Source société

Selon l'usage pour l'évaluation des instruments optionnels en général et des BSAR en particulier, seul le cours du sous-jacent est retenu et il n'est pas procédé à une évaluation multicritères qui aurait pour objet de porter un avis sur la juste valeur du cours de référence utilisé pour l'évaluation du BSAR.

Le titre cote de manière erratique et dans des volumes très disparates. Le cours a connu une forte érosion sur trois ans.

Dernier cours coté	1,07 euros			
Période	Un mois	Six mois	Un an	Trois ans
Cours plus haut en euros	1,37euro	1,77euros	3,02euros	4,64euros
Cours plus bas en euros	1,01 euros	0,66 euro	0,66 euro	0,66 euro



3) Analyse de la volatilité

Les circonstances de marché actuelles, les volumes très fluctuants sur la valeur et l'influence du secteur sur le titre nous ont amené à étudier la volatilité du titre.

A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

Le titre est coté de manière très irrégulière et dans des volumes connaissant de très fortes variations.

Le bon de souscription est coté et il est donc possible d'en déduire une volatilité implicite.

Il n'existe pas d'autres actifs cotés qui puissent servir de référence, tels que des options, des bons sur des sociétés comparables ou tout autre type d'instrument dérivé que ce soit sur GAUSSIN ou tout autre comparable pour en déduire une volatilité implicite.

Il n'existe pas non plus, à notre connaissance, d'instruments dérivés cotés tels que des BSA ou d'autres BSAR ou encore des convertibles émis par GAUSSIN.

Les volatilités observées de l'action GAUSSIN sont les suivantes :

- 29,5% depuis la cotation du BSAR
- 38,6% sur deux ans
- 64,8% sur un an
- 82,7% sur trois mois

Quelle que soit la période de référence ou le mode de calcul, trois observations s'imposent :

- la volatilité est élevée ce qui est logique vu la forte variation des volumes de transactions et le risque sur l'activité
- même si le caractère cyclique du secteur et la situation de retournement jouent un rôle important, c'est souvent la période de référence qui constitue la principale explication de la volatilité
- enfin la volatilité est elle-même très irrégulière
- le cours du bon de souscription traduit une volatilité implicite beaucoup plus élevée (98,3% estimée).

Nous avons choisi de retenir une volatilité de 64,8%.

4) Le taux sans risque

Nous avons retenu le taux de l'OAT à 10 ans, soit 0,88% à la date de l'évaluation, avec l'hypothèse que la France conserve la notation AA pour ses emprunts d'Etat et cela sur la durée de vie du bon. Une hausse des taux d'intérêt aurait pour effet d'augmenter la valeur théorique du bon de souscription mais avec un sous-jacent en forte baisse, les actions étant plus sensibles que la valeur temporelle des bons à une hausse des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt sans risque étant très bas, le volatilité sur les emprunts d'état est donc devenue très élevée, accroissant ainsi la sensibilité des bons de souscription.

5) Le rendement : la distribution de dividendes affecte négativement le cours du sous-jacent ce qui se répercute de manière négative sur la valorisation du BSAR. Toutefois, la société ne distribue pas de dividendes. Il n'est pas prévu d'en distribuer jusqu'à l'échéance du BSAR. Nous retiendrons donc un taux de rendement de 0%.

6) La dilution : il existe 29 438 593 actions. L'exercice de la totalité des bons de souscription existants aurait pour effet la création de 3 177 892 actions nouvelles.

Ancien nombre d'actions		29438593
Actions nouvelles		3177892
Nouveau nombre d'actions		32616485
Facteur de dilution		0,90256792

D'où un facteur de dilution de 0,90256792.

8) Résultats

Après prise en compte de la dilution mais avec des hypothèses de cours différentes et une volatilité de 64,8%, les résultats sont les suivants :

Black&Scholes	Cours de l'action				
Avant dilution	1	1,17	1,35	1,5	1,75
29,50%	0,0205	0,0525	0,0993	0,1488	0,2524
38,60%	0,0297	0,0818	0,1469	0,212	0,3376
64,80%	0,0401	0,1363	0,2457	0,342	0,511
	Cours de l'action				
Après dilution	1	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,0401	0,1363	0,2457	0,3420	0,5110
Après dilution	0,0362	0,1230	0,2218	0,3087	0,4612

Les hypothèses de cours reprennent les niveaux observés. La volatilité a été choisie de manière réaliste, en dehors des turbulences récentes des marchés.

Sur la base d'un cours de l'action de 1,05 euros, la valeur théorique après dilution ressort à 0,0623 euros, alors que le cours du BSAR a connu des extrêmes de 0,43 euros à 0,58 euros.

7) Méthode binomiale

La méthode binomiale est généralement acceptée en matière d'évaluation

La loi binomiale est adaptée à des durées longues et surtout à des situations avec des spécificités complexes, par exemple dans le cas de BSAR (bons de souscription d'action remboursables), caractérisés par de clauses de forçage, ce qui rend aléatoire la durée de vie des bons. Dans le cas présent, il y a une forte incertitude sur la durée de vie des bons du fait de la volatilité du sous-jacent et de la situation de retournement.

Binomiale	Cours de				
-----------	----------	--	--	--	--

	l'action				
Avant dilution	1	1,17	1,35	1,5	1,75
29,50%	0,0205	0,0425	0,0893	0,1378	0,2454
38,60%	0,0267	0,0788	0,1396	0,202	0,3136
64,80%	0,038018	0,1314	0,2275	0,301	0,4551
	Cours de l'action				
Après dilution	1	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,038018	0,1314	0,2275	0,301	0,4551
Après dilution	0,034	0,119	0,205	0,272	0,411

Sur la base d'un cours de l'action de 1,05 euros, la valeur théorique après dilution ressort à 0,0593 euros, alors que le cours du BSAR a connu des extrêmes de 0,43 euros à 0,58 euros.

III APPRECIATION DES BSAR MODIFIES

La modification des modalités d'exercice des BSAR vise à accroître la probabilité d'exercice en tenant compte de la dégradation continue du cours de bourse depuis l'émission de novembre 2013.

Les déterminants retenus restent les mêmes à savoir :

- le prix de l'action sous-jacente
- la volatilité de l'action sous-jacente
- la durée de vie du BSAR
- le taux d'intérêt sans risque
- la dilution potentielle maximale liée à la création d'actions nouvelles du fait de l'exercice du BSA et qui viennent se rajouter au nombre actuel d'actions
- la clause de forçage

Les deux méthodes utilisées sont Black&Scholes et la méthode binomiale.

A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

Les paramètres modifiés sont :

- Le prix d'exercice qui est ramené à 1,35 euros
- Le cours qui permet de déclencher la clause de forçage ramené à 1,62 euros.

La méthode Blak&Scholes donne les résultats suivants :

Black&Scholes	Cours de l'action					
Avant dilution	1	1,05	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,0448	0,0412	0,0528	0,0608	0,0671	0,0768
Black&Scholes	Cours de l'action					
Après dilution	1	1,05	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,0448	0,0412	0,0528	0,0608	0,0671	0,0768
Après dilution	0,040	0,037	0,048	0,055	0,061	0,069

Avec la méthode binomiale, les nouvelles valeurs sont les suivantes :

Binomiale	Cours de l'action					
Avant dilution	1	1,05	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,0446	0,0472	0,0523	0,0601	0,0667	0,0762
Binomiale	Cours de l'action					
Après dilution	1	1,05	1,17	1,35	1,5	1,75
64,80%	0,0446	0,0472	0,0523	0,0601	0,0667	0,0762
Après dilution	0,040	0,043	0,047	0,054	0,060	0,069

Pour un même cours de l'action, l'abaissement du prix d'exercice et du cours de forçage réduit considérablement la valeur temporelle lorsque le cours est éloigné du prix d'exercice initial. En revanche, la probabilité d'exercice augmente même si la probabilité d'une forte réduction de la durée de vie est importante. Surtout si la volatilité du sous-jacent est très élevée, ce qui est le cas de l'action Gaussin.

IV Calcul de l'incidence de l'opération proposée sur la situation des titulaires de titres donnant accès au capital

La modification des conditions d'exercice du BSAR augmente le potentiel de dilution ainsi que sa probabilité.

	Avant exercice des BSAR	Après exercice des BSAR	Après exercice des BSAR modifiés
Fonds propres	12,221	19,689	16,511
Nombre d'action	29,439	32,616	32,616
Fonds propres par action	0,415	0,604	0,506

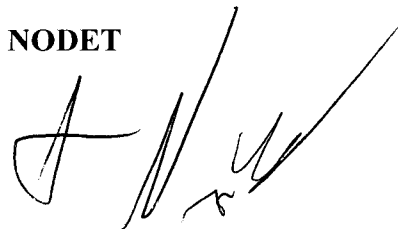
Par conséquent, comme l'illustre le tableau ci-dessus, si les BSAR sont exercés, les fonds propres comptables par action progresseront fortement même dans le cas où le prix d'exercice est abaissé de 2,35 euros à 1,35 euros. Cela résulte du fait que les fonds propres comptables sont devenus très faibles.

Sur la base des paramètres retenus et de nos travaux de valorisation, la modification des modalités d'exercice des BSAR est favorable tant aux porteurs de BSAR qu'aux actionnaires historiques. L'opération projetée peut donc être jugée équitable.

Achevé à Paris, le 6 juin 2016

A A FINEVAL

Antoine NODET



Annexe 1 :

Caractéristiques des souscriptions successives

SUIVI BSAR		NOMBRE	MONTANT
29/11/2013	EMISSION BSAR	4 035 097	605 264,55 €
31/12/2013	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-73 803	-11 070,45 €
31/01/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-122 218	-18 332,70 €
28/02/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-5 172	-775,80 €
31/03/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-2 505	-375,75 €
30/04/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-602 349	-90 352,35 €
31/05/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-11 651	-1 747,65 €
30/06/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-1 245	-186,75 €
31/07/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-390	-58,50 €
31/08/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-258	-38,70 €
30/09/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-129	-19,35 €
30/11/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-2 350	-352,50 €
31/12/2014	TRANSFORMATION EN ACTIONS	0	0,00 €
31/01/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-35 000	-5 250,00 €
28/02/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	0	0,00 €
31/03/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-120	-18,00 €
30/04/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	0	0,00 €
31/05/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	0	0,00 €
30/06/2015	TRANSFORMATION EN ACTIONS	-15	-2,25 €
SOLDE BSAR		3 177 892	476 684