Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT SES ACTIONS

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ GROUPE ROUSSELET

Agissant de concert avec la société Anatole France, la société Nep Services, la société Eda, Monsieur Nicolas Rousselet, Monsieur Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la Succession Monsieur André Rousselet

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 21 juin 2022, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier GRIVILLERS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet d'Ada (https://www.ada.fr/) et de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr), et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de :

ADA
22-28 rue Henri Barbusse
92110 Clichy

TABLE DES MATIÈRES

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 4

1.1. Description de l'Offre 4

1.2. Contexte et motifs de l'Offre 5

1.2.1. Contexte de l'Offre 5

1.2.2. Motifs de l'Offre 6

1.3. Acquisition d'actions par le Concert au cours des douze derniers mois 6

1.4. Principales caractéristiques de l'Offre 7

1.4.1. Termes de l'Offre 7

1.4.2. Modalités de l'Offre 7

1.4.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre 8

1.4.4. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait 8

1.4.5. Retrait Obligatoire 9

1.4.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 9

1.4.7. Calendrier indicatif de l'Offre 9

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE 9

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION VIS-A-VIS DE L'OFFRE 15

4. INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 15

5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 15

6. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 16

6.1. Structure et répartition du capital 16

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses de conventions portées à la connaissance de la Société prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de la Société 17

6.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions 17

6.2.2. Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote d'ADA 17

6.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital d'ADA ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres 17

6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 17

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 17

6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote 18

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société 18

6.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration 18

6.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société 18

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres 19

6.9. Accords conclus par ADA qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle d'ADA..... 19

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés d'ADA, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange 20

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 20

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE 20

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 20

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Groupe Rousselet, société par actions simplifiée au capital de 22.358.910 euros, dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 388 718 496 (« **Groupe Rousselet** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les autres actionnaires du Concert (tel que défini ci-après), s'est engagée de manière irrévocable à offrir à l'ensemble des actionnaires de la société Ada, société anonyme, au capital de 4.442.402,16 euros divisé en 2.922.633 actions ordinaires de 1,52 euro de valeur nominale, dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 338 657 141 (« **ADA** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société qu'ils détiennent dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 18 euros (le « **Prix d'Offre** ») payable exclusivement en numéraire.

L'Initiateur, actionnaire majoritaire et de contrôle de la Société, est contrôlé indirectement par Monsieur Nicolas Rousselet, président et membre du comité d'administration et actionnaire de l'Initiateur directement et indirectement à hauteur de 30,49% et par ailleurs, président du conseil d'administration et directeur général de la Société.

L'Initiateur agit de concert avec la société Anatole France, société en nom collectif dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 388 300 477, la société Nep Services, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 395 403 678, la société Eda, société anonyme dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 377 872 932 ainsi qu'avec Messieurs Nicolas Rousselet, Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la succession Monsieur André Rousselet (ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** »).

La société Anatole France est détenue à hauteur de 99% par la société Groupe Rousselet.

La société Nep Services est une holding familiale détenue à hauteur de 96 % par Monsieur Nicolas Rousselet, le solde étant réparti entre des membres de sa famille.

La société Eda est détenue à hauteur de 99,94% par la Société.

Messieurs Nicolas Rousselet (Président de Groupe Rousselet), Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud sont membres du comité d'administration de la société Groupe Rousselet et, avec les personnes représentées par la succession Monsieur André Rousselet, membres de la même famille.

Ainsi, en application de l'article L. 233-10 du Code de commerce et notamment des différentes présomptions (1°, 2°, 3°) visées au II, ces personnes physiques et morales agissent de concert à l'égard de la Société.

A la date du Projet de Note en Réponse, le Concert détient 2.768.349 actions et 2.797.834 droits de vote de la Société, représentant 94,72% du capital social et 94,70% des droits de vote de la Société[1].

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions existantes ADA non détenues directement ou indirectement par le Concert, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 154.284 actions de la Société représentant 156.437 droits de vote, soit 5,28% du capital social et 5,30% des droits de vote de la Société.

Il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Dans la mesure où le Concert détient d'ores et déjà plus de 90% du capital social et des droits de vote de la Société, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, le Retrait Obligatoire prévu à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mis en œuvre. Les actions ADA visées qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix d'Offre, soit 18 euros par action ordinaire, nette de tous frais.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Banque Degroof Petercam SA, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022 un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur. L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1. Contexte de l'Offre

Il est rappelé que la société Groupe Rousselet (dont la dénomination sociale était jusqu'au 18 février 2016, G7) et la famille Rousselet sont des actionnaires de référence de la Société depuis presque trente ans, soit avant l'introduction en bourse de la Société.

Les membres de la famille Rousselet sont devenus, au cours des années qui ont suivi la prise de participation par la société Groupe Rousselet de la Société, actionnaires de la Société directement et/ou via leur holding personnelle, notamment en ce qui concerne la société Nep Services, holding familiale de Nicolas Rousselet et des membres de sa famille.

Depuis le 25 septembre 2013, date à laquelle la société Groupe Rousselet a déclaré à l'AMF avoir franchi à la baisse le seuil de 95% des droits de vote de la société ADA et détenir 2.705.169 actions représentant 92,56% du capital social et 91,48% des droits de vote théoriques de la Société, cette dernière a :

- cédé, le 13 décembre 2013, 175.358 actions de la Société ;
- acquis, le 22 octobre 2014, 1.250 actions de la Société ;

[1] Sur la base d'un capital composé à la date du Projet de Note en Réponse de 2.922.633 actions et 2.954.271 droits de vote.

- acquis, les 4 et 5 décembre 2014, 475 actions de la Société ;
- acquis, le 18 décembre 2014, 62 actions de la Société.

La société Anatole France a acquis auprès de l'Initiateur le 13 décembre 2013 la totalité de sa participation actuelle dans le capital social de la Société, soit 175.358 actions. Cette acquisition s'était inscrite dans le cadre d'une opération de reclassement interne au groupe de l'Initiateur.

1.2.2. Motifs de l'Offre

Le Concert détenant plus de 90% du capital social et des droits de vote de ADA, l'Initiateur a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre Publique de Retrait, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, vise à procéder au retrait des actions de la Société du marché Euronext Growth Paris, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société dans la mesure où les contraintes réglementaires et administratives liées à sa cotation ne sont plus adaptées à sa taille et à son flottant. Sous l'impulsion de la direction générale récemment remaniée[2], cette simplification de fonctionnement permettra à la Société de concentrer ainsi tous ses moyens financiers et humains à l'accélération de la digitalisation de ses outils et de son modèle et mener une politique d'investissements lourds dans la segmentation du réseau afin d'accompagner de manière encore plus pertinente et performante les franchisés et les entrepreneurs membres du réseau d'ADA.

Par ailleurs, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché Euronext Growth Paris, un maintien de la cotation desdites actions n'est plus justifié.

Les actionnaires minoritaires de la Société, qui représentent 5,28% du capital social de la Société, obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions, sur la base du Prix d'Offre.

L'Offre permet notamment de répondre au manque de liquidité du titre ADA, les volumes échangés sur le marché s'avérant faibles depuis plusieurs années, et de proposer aux actionnaires minoritaires une sortie du capital de la Société à un Prix d'Offre extériorisant une prime sur les cours actuels et sur différentes moyennes de cours (1, 3, 6 et 12 mois), ainsi que décrit plus en détail en section 3 du Projet de Note d'Information. En particulier, le Prix d'Offre extériorise des primes de respectivement 63,0% et 59,0% sur les moyennes pondérées un et trois mois des cours de bourse précédant la date d'établissement du rapport d'évaluation tel que présenté en section 3 du Projet de Note d'Information.

1.3. Acquisition d'actions par le Concert au cours des douze derniers mois

A l'exception des acquisitions effectuées dans le cadre du contrat de liquidité confié par la société GROUPE ROUSSELET à Exane BNP Paribas, aucun membre du Concert n'a procédé à une acquisition d'actions de la Société au cours des douze derniers mois.

[2] Se référer au communiqué de presse de la Société en date du 10 novembre 2021 disponible sur son site Internet

1.4. Principales caractéristiques de l'Offre

1.4.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022 par l'Etablissement Présentateur.

En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à offrir aux actionnaires de la Société le droit d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait en contrepartie d'une somme en numéraire de 18 euros par action ADA, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

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

Il est précisé que le Prix d'Offre n'est pas inférieur (i) à l'actif net comptable, (ii) à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours, cent-vingt jours et cent quatre-vingt jours de négociation précédant le dépôt du Projet de Note d'Information et (iii) au prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la Société lors des 18 mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions ADA visées par l'Offre non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 18 euros par action ADA), nette de tout frais.

1.4.2. Modalités de l'Offre

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022 par l'Etablissement Présentateur. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (https://www.amf-france.org/fr) le même jour[3].

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse relatif aux principaux éléments du Projet de Note d'Information et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note d'Information a été diffusé par l'Initiateur.

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 21 juin 2022. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (https://www.amf-france.org/fr).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition sera diffusé par la Société.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (https://www.amf-france.org/fr) une déclaration de conformité relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa

[3] Avis AMF n°222C1321 du 31 mai 2022

de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'ADA seront mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) et de la Société (https://www.ada.fr/) et seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège social de la Société.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, dans le respect des délais prévus aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre et notamment sa prise d'effet.

1.4.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du Projet de Note en Réponse, le Concert détient 2.768.349 actions et 2.797.834 droits de vote de la Société, représentant 94,72% du capital social et 94,70% des droits de vote de la Société, calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société existantes non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à cette date, soit 154.284 actions de la Société représentant 156.437 droits de vote, soit 5,28% du capital social et 5,30% des droits de vote de la Société, calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription ou d'achat d'actions, ni aucun plan d'attribution gratuite d'actions en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.4.4. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les actions ADA apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur a indiqué qu'il se réservait le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable à l'Offre Publique de Retrait en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage, commissions bancaires et la taxe

sur la valeur ajoutée afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de ADA apportant à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais. Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de la Société apporteront leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

Les ordres de présentation des actions ADA à l'Offre Publique de Retrait seront irrévocables.

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

1.4.5. Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 18 euros par action de la Société, nette de tous frais.

Les détails du Retrait Obligatoire sont décrits à la section 2.6 du Projet de Note d'Information.

1.4.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.10 « Restrictions concernant l'Offre à l'étranger » du Projet de Note d'Information.

1.4.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.8 du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 261-1-I 1° et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société, en date du 20 avril 2022, a nommé le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier GRIVILLERS, agissant en qualité d'expert indépendant, afin que ce dernier se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration ne comportant aucun membre indépendant et à défaut de pouvoir constituer un comité *ad hoc* tel que visé au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, cette désignation a été soumise à l'AMF, qui ne s'y est pas opposée.

En l'absence de comité *ad hoc* constitué au sein du conseil d'administration, le suivi des travaux de l'expert indépendant a notamment été assuré par le président du conseil d'administration.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 21 juin 2022 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre en ce compris le Retrait Obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

A l'exception de Monsieur Christophe PLONEVEZ qui était absent, tous les administrateurs de la Société étaient présents, à savoir Monsieur Nicolas ROUSSELET, la société Groupe ROUSSELET (représentée par Madame Constance McKAY) et la société EDA (représentée par Monsieur Jérôme PLOUSEAU).

L'avis motivé du conseil d'administration sur l'intérêt que présente l'Offre pour ADA et ses actionnaires, tel que reproduit ci-dessous, a été adopté à l'unanimité lors de cette réunion du 21 juin 2022 :

« *Le Président rappelle aux administrateurs que le 31 mai 2022, la société Groupe Rousselet (« **Groupe Rousselet** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec la société Anatole France, la société Nep Services, la société Eda, Monsieur Nicolas Rousselet, Monsieur Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la Succession Monsieur André Rousselet (ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** ») a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), en vue d'acquérir, au prix unitaire de 18 euros (le « **Prix d'Offre** »), la totalité des actions ADA détenues par les actionnaires autres que le Concert.*

Le Président rappelle que, préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022 ;*

- *le projet de note en réponse de la Société (le « **Projet de Note en Réponse** »), destiné à être déposé auprès de l'AMF ce jour, à l'issue de la présente réunion, complété du rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier GRIVILLERS, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), et de l'avis motivé du Conseil d'administration ;*

- *le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse ; et*

- *le rapport d'expertise de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre.*

Le Président indique qu'il appartient au Conseil d'administration, en application de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

- ***Rappel des principaux termes et conditions du projet d'Offre***

Le Président rappelle les principaux termes et conditions du projet d'Offre :

- *l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues directement ou indirectement par le Concert soit 154.284 actions de la Société représentant 156.437 droits de vote, soit 5,28% du capital et 5,30% des droits de vote de la Société, étant rappelé que le Concert détient 2.768.349 actions et 2.797.834 droits de vote de la Société, représentant 94,72% du capital social et 94,70% des droits de vote de la Société ;*

- *l'Initiateur a indiqué que le maintien de la cotation de la Société ne lui semblait plus justifié notamment compte tenu de la structure de l'actionnariat de la Société et du manque de liquidité du titre ADA ;*

- *le Prix d'Offre est de 18 euros par action et la durée de l'Offre serait fixée à dix (10) jours de négociation ;*

- *dans la mesure où le Concert détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par le Concert et qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait. Le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix d'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions d'ADA d'Euronext Growth Paris ;*

- *l'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord relatif à l'Offre susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ;*

Le Président rappelle également les intentions suivantes de l'Initiateur, telles que décrites à la Section 1.2 du Projet de Note d'Information :

- *l'Initiateur, qui contrôle déjà la Société, entend que la Société poursuive son activité dans la continuité de la stratégie d'ores et déjà mise en place. Ainsi, l'Offre ne devrait avoir aucun impact direct sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;*

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société. L'Offre n'aura donc pas d'impact sur l'orientation en matière d'emploi au sein de la Société ;*

- *En dehors de la fin anticipée du mandat de Monsieur Christophe PLONEVEZ qui sera soumise au vote de l'assemblée générale ordinaire du 22 juin 2022, aucun changement dans la composition du Conseil d'administration n'est envisagé. Toutefois, l'Initiateur se réserve la faculté d'étudier l'opportunité d'un changement de structure et de composition des organes sociaux à l'issue du Retrait Obligatoire ;*

- *il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société. Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe ADA ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation impliquant l'Initiateur, la Société et toute autre entité du groupe ADA. Aucune décision n'a été prise à ce jour ;*

- *l'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts, ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable. L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade ;*

- *La réalisation de l'Offre n'affectera pas les modalités de détermination du montant du dividende distribué par la Société, ce montant étant proposé chaque année en fonction notamment des capacités distributives de la Société, de sa trésorerie et de ses besoins de financement.*

- ***Présentation des éléments d'appréciation du Prix d'Offre***

Le Prix d'Offre offert par l'Initiateur s'élève à 18 euros. Sur la base des travaux d'évaluation présentés dans le Projet de Note d'Information, le Prix d'Offre extériorise les primes suivantes :

	Valeur par action (en €)	Prime induite par le Prix
Méthode retenue à titre principal		
Flux de trésorerie actualisés		
Borne haute	**17,5**	2,8%
Valeur centrale (PGR : 1,50% / CMPC : 10,6%)	**15,0**	19,9%
Borne basse	**13,6**	32,2%
Méthodes retenues à titre secondaire		
Cours de bourse		
Cours de bourse au 27/05/2022	**11,1**	62,2%
VWAP - 20 jours	**11,0**	63,0%
VWAP - 60 jours	**11,3**	59,0%
VWAP - 120 jours	**11,3**	59,8%
VWAP - 180 jours	**11,3**	59,2%
VWAP - 250 jours	**11,2**	60,8%
Comparables boursiers		
Multiples boursiers (VE / EBIT) - Moyenne	**11,0**	64,3%
Multiples boursiers (VE / EBIT) - Médiane	**9,9**	82,7%
Transactions comparables		
Multiples transactionnels (VE / EBIT) - Moyenne	**15,6**	15,7%
Multiples transactionnels (VE / EBIT) - Médiane	**12,8**	41,0%
Autre critère de référence		
Actif net comptable par action		
Actif net comptable au 31/12/2021	**11,0**	64,2%

Note : PGR = perpetual growth rate = taux de croissance perpétuelle

- ***Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant***

Le Président présente aux administrateurs les travaux d'évaluation menés par l'Expert Indépendant pour le compte de la Société après avoir rappelé le cadre réglementaire de son intervention et de sa mission consistant à apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre.

Le Prix d'Offre offert par l'Initiateur s'élève à 18 euros. Sur la base de ses travaux d'évaluation, l'Expert Indépendant rapporte que le Prix d'Offre extériorise les primes suivantes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 18€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthode principale :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	13,6 €	15,0 €	17,5 €	15,97 €	12,7%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 27 mai 2022)		11,1 €		11,10 €	62,2%
Cours moyen pondéré 20 jours*		11,0 €		11,04 €	63,0%
Cours moyen pondéré 60 jours*		11,3 €		11,32 €	59,0%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		11,3 €		11,26 €	59,8%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		11,3 €		11,32 €	59,0%
*Cours moyen pondéré 250 jours**		11,2 €		n.a.	n.a
Méthode des comparables boursiers	9,9 €	n.a.	11,0 €	10,43 €	72,6%
Méthodes présentées à titre indicatif :					
Méthode des transactions comparables**	12,8 €	n.a.	15,6 €	10,67 €	68,7%
Référence à l'Actif Net Comptable***		11,0 €		n.a.	n.a

n.a. : non applicable
**calcul des cours moyens pondérés au 27 mai 2022*
***méthode retenue à titre secondaire par l'établissement présentateur*
****au 31 décembre 2021*

La conclusion de l'Expert Indépendant sur le caractère équitable de l'Offre est ainsi rédigée :

« *(…)*

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

- *de 15,97€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;*
- *de 11,04€ (cours moyen 20 jours) à 11,32€ (cours moyen 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) et de 11,10€ pour le cours spot au 27 mai 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération ;*
- *de 10,43€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;*
- *de 10,67€ pour la méthode des transactions comparables (méthode présentée à titre indicatif).*

Le prix offert de 18€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- *présente une prime de 12,7% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *présente des primes de 59,0% (cours moyen 60 jours) à 63,0% (cours moyen 20 jours) sur la référence au cours de bourse ;*

- *présente une prime de 72,6% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;*
- *présente une prime de 68,7% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables.*

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation à un prix présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (27 mai 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 18€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société ADA. »

- ***Conclusion et avis du Conseil d'administration***

Connaissance prise des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur et des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, ainsi que du Projet de Note en Réponse, et après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité :

- ***prend acte** des principaux termes et conditions du projet d'Offre rappelés ci-dessus ;*
- ***prend acte** de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*
- ***relève que** l'Offre s'inscrit dans un processus de simplification du fonctionnement opérationnel de la Société dans la mesure où les contraintes réglementaires et administratives liées à sa cotation ne sont plus adaptées à sa taille et à son flottant ;*
- ***considère** que, la Société étant déjà contrôlée par le Concert, il en fixe d'ores et déjà la stratégie ;*
- ***estime** en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et **décide** d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- ***considère** que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à des conditions leur permettant de bénéficier d'une prime significative par rapport au cours de bourse ;*
- ***recommande** par conséquent aux actionnaires de la Société autres que les membres du Concert d'apporter leurs actions à l'Offre, étant rappelé que, sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, les actions visées par l'Offre qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre, soit 18 euros par action, nette de tous frais ;*

- ***approuve*** *le Projet de Note en Réponse comprenant notamment, en application de la réglementation applicable, (i) l'avis motivé du Conseil d'administration, (ii) les éléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique et (iii) le rapport de l'Expert Indépendant ; et*

- ***confère*** *au Président-Directeur Général de la Société, avec faculté de délégation tous les pouvoirs nécessaires :*

  - *à la préparation et à la finalisation de la documentation relative à l'Offre, en ce compris le Projet de Note en Réponse et le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société,*
  - *à la signature et au dépôt auprès de l'AMF de toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre,*
  - *à la signature de toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre,*
  - *et, plus généralement, à l'effet de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse.* »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION VIS-A-VIS DE L'OFFRE

A la date du Projet de Note en Réponse, les membres du conseil d'administration détiennent des actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur Nicolas ROUSSELET détient 4.301 actions de la Société ;

- Monsieur Christophe PLONEVEZ détient une action de la Société ;

- la société GROUPE ROUSSELET détient directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société Anatole France qu'elle contrôle, 2.725.307 actions de la Société ;

- la société EDA détient une action de la Société.

Il est rappelé que les actions détenues par Monsieur Nicolas ROUSSELET, la société GROUPE ROUSSELET et la société EDA, membres du Concert, ne sont pas visées par l'Offre et ne pourront donc pas être apportées à cette dernière.

4. INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune de ses actions.

5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

L'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord relatif à l'Offre susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

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

6.1. Structure et répartition du capital

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 4.442.402,16 euros, divisé en 2.922.633 actions ordinaires de 1,52 euros de valeur nominale chacune, et le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote[1]	%
Groupe Rousselet	2.549.949[2]	87,24%	2.549.949	86,31%
Anatole France[3]	175.358	6,00%	175.358	5,94%
Sous-total Groupe Rousselet	2.725.307	93,24%	2.725.307	92,25%
Nep Services[4]	30.157	1,03%	59.610	2,02%
M. Nicolas Rousselet	4.301	0,15%	4.318	0,15%
M. Philippe Rousselet	4.284	0,15%	4.284	0,14%
M^me^ Evelyne Caillaud	4.285	0,15%	4.285	0,14%
Succession M. André Rousselet	14	0,00%	28	0,00%
EDA[5]	1	0,00%	2	0,00%
Concert	2.768.349	94,72%	2.797.834	94,70%
Flottant	154.284	5,28%	156.437	5,30%
Total	**2.922.633**	**100,00%**	**2.954.271**	**100,00%**

(1) Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

(2) Dont 18.251 actions détenues au titre d'un contrat de liquidité géré par Exane BNP Paribas.

(3) Société détenue à hauteur de 99% par la société Groupe Rousselet.

(4) Société détenue à hauteur de 96% par Monsieur Nicolas Rousselet.

(5) Société détenue à hauteur de 99,94% par la Société.

A la date du Projet de Note en Réponse il n'existe :

- aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société ;

- aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses de conventions portées à la connaissance de la Société prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de la Société

6.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Il n'existe pas de clause statutaire restreignant l'exercice des droits de vote ou le transfert d'actions dans les statuts de la Société.

6.2.2. Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote d'ADA

A la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % de son capital social ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

6.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital d'ADA ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 6.1 ci-dessus.

6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Conformément à l'article 33 des statuts de la Société, un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double pourra être conféré aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai prévu ci-dessus.

La fusion ou la scission de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l'ont institué.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

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

6.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de douze (12) membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Toute personne morale doit, lors de sa nomination, désigner une personne physique en qualité de représentant permanent au conseil d'administration.

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, le mandat des administrateurs est de six (6) ans et prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Toutefois, en cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur par décès ou démission, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales ordinaires, procéder à des nominations à titre provisoire qui seront soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre d'administrateurs devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restant en fonction doivent convoquer, dans le plus bref délai, l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action de la Société pendant toute la durée de son mandat. Si au jour de sa nomination, l'administrateur n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office s'il n'a pas régularisé la situation dans un délai de trois (3) mois.

6.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 41 des statuts de la Société.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur première convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Conformément à l'article 20 des statuts de la Société, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Autorisations en cours				
Nature de la délégation	**N° résolution**	**Durée**	**Montant maximum autorisé**	**Utilisation**
Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société	5ème résolution (AGM du 23 juin 2021)	18 mois	10% du capital	Néant
Réduction de capital par annulation d'actions en cas de rachat par la Société de ses propres actions	6ème résolution (AGM du 23 juin 2021)	18 mois	10% du capital	Néant
Attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions	7ème et 8ème résolutions (AGM du 24 juin 2020)	38 mois	292.263 actions (10% du capital au 24 juin 2020)	Néant
Attribution gratuite d'actions	9ème et 10ème résolutions (AGM du 24 juin 2020)	26 mois	43.839 actions (1,5% du capital au 24 juin 2020)	Néant

6.9. Accords conclus par ADA qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle d'ADA

A la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés d'ADA, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Néant.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1-I 1° et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société, en date du 20 avril 2022, a nommé le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier GRIVILLERS, agissant en qualité d'expert indépendant, afin que ce dernier se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire. A défaut de pouvoir constituer un comité *ad hoc*, conformément aux termes de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, la désignation a été soumise à l'approbation de l'AMF.

Le rapport établi par le cabinet Crowe HAF figure en Annexe du Projet de Note en Réponse.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (https://www.ada.fr/) et de l'AMF (https://www.amf-france.org/fr) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais et sur simple demande au siège social d'ADA (22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy).

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« *À ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

ADA
représentée par Monsieur Nicolas ROUSSELET, Président-Directeur Général

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

[Voir pages suivantes]

Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret (Paris)
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

ADA

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société ADA initiée par la société Groupe Rousselet

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2022 Crowe HAF

SOMMAIRE

1 - PRESENTATION DE L'OPERATION ET DU CONTEXTE 2

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération 2

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice 2

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre 3

1.1.2.1 - Activité d'ADA 3

1.1.2.2 - Historique d'ADA 4

1.1.2.3 - Actionnariat de ADA 5

1.1.2.4 - Description du marché 5

1.1.2.5 - Comptes consolidés de ADA 7

1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021 8

1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie 14

1.2 - Contexte et opération envisagée 17

1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre 17

1.2.2 - Termes de l'Offre 18

2 - PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT 20

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global 20

2.1.1 - Présentation générale 20

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes » 20

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois 21

2.3 - Déclaration d'indépendance 22

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 22

2.5 - Rémunération 22

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 23

2.6.1 - Programme de travail 23

2.6.2 - Calendrier de l'étude 24

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées 25

2.6.4 - Informations utilisées 25

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante 26

3 - ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE 26

3.1 - Données structurant l'évaluation 27

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions 27

3.1.2 - Dette financière nette ajustée 27

3.1.3 - Plan d'affaires 28

3.1.3.1 - Construction et approbation 28

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon 29

3.1.3.3 - Changement de modèle économique 29

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées 30

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC) 30

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) 30

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes 31

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs 31

3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres ADA dans les comptes de Groupe Rousselet 31

3.2.6 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 32

© 2022 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

3.2.7 - Référence aux augmentations de capital récentes 32
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal 32
3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 32
3.3.1.1 - Définition de la méthode 32
3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires d'ADA 32
3.3.1.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base de l'EBIT prévisionnel à fin juin 2022 35
3.3.1.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles 35
3.3.1.5 - Détermination du taux d'actualisation 36
3.3.1.6 - Calcul de la valeur terminale 38
3.3.1.7 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 38
3.3.1.8 - Résultats chiffrés 38
3.3.1.9 - Analyse de sensibilité 39
3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire 39
3.4.1 - Référence au cours de bourse 39
3.4.1.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse 40
3.4.1.2 - Analyse du cours de bourse 40
3.4.1.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse 43
3.4.2 - Méthode des comparables boursiers 43
3.4.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues 44
3.4.2.2 - Analyse des comparables boursiers 45
3.4.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples 46
3.4.2.4 - Application de la méthode 47
3.4.2.5 - Résultats 47
3.5 - Méthode d'évaluation présentée à titre indicatif 48
3.5.1 - Méthode des transactions comparables 48
3.5.1.1 - Choix des transactions 48
3.5.1.2 - Analyse des transactions 48
3.5.1.3 - Multiples obtenus 49
4 - ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR. 50
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées : 51
4.2 - Méthodes d'évaluations retenues : 51
4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés 51
4.2.1.1 - Détermination du flux normatif et de la valeur terminale 52
4.2.1.2 - Calcul du taux d'actualisation 52
4.2.1.3 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres… 53
4.2.1.4 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés 54
4.2.2 - Référence au cours de bourse 54
4.2.3 - Méthode des comparables boursiers 54
4.2.3.1 - Choix de l'échantillon 54
4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie 54
4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers 55
5 - ANALYSE DES OBSERVATIONS ECRITES D'ACTIONNAIRES 56
5.1 - Présentation des arguments développés dans les observations 56
5.2 - Analyse et appréciation des observations 56
6 - CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT 58
ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION 60

© 2022 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société ADA SA le 20 avril 2022 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO). Le Conseil d'Administration de ADA SA ne disposant pas d'administrateurs indépendants, ADA SA a soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisageait de désigner sans que l'AMF ne s'oppose à cette désignation.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ADA INITIEE PAR LA SOCIETE GROUPE ROUSSELET

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre » ou « l'OPR-RO ») portant sur les actions de la société ADA SA (ci-après « ADA », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société Groupe Rousselet, nous avons été nommés le 20 avril 2022 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

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

- 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la Société étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre.
- 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre étant suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de ADA dans le cadre de l'Offre s'établit à 18€ par action.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

La société Groupe Rousselet (ci-après « l'Initiateur ») est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 388 718 496.

Le Groupe Rousselet est un leader français et européen dans les services de mobilité et de stockage. Aujourd'hui, le Groupe Rousselet rassemble 10 métiers, structurés en trois pôles : mobilité (central de réservation taxi, équipementier taxi, services aux taxis, location de véhicules), stockage (self-stockage, logistique, archivage) et services support (développement de logiciels spécialisés, gestion de la relation client, foncière).

La société Groupe Rousselet (dont la dénomination sociale était G7 jusqu'au 18 février 2016) et la famille Rousselet sont des actionnaires de référence de la Société depuis presque trente ans, soit avant l'introduction en bourse de la Société en 1994.

L'Initiateur, actionnaire majoritaire et de contrôle de la Société, est contrôlé indirectement par Monsieur Nicolas Rousselet, président et membre du conseil d'administration et actionnaire de l'Initiateur directement et indirectement à hauteur de 30,49% et par ailleurs, président du conseil d'administration et directeur général de la Société.

L'Initiateur détient, directement et indirectement par l'intermédiaire de la société Anatole France[4] qu'elle contrôle, à la date du dépôt de l'Offre, 2.725.307 actions et autant de droits de vote de la société ADA, objet de l'offre et présentée en §1.1.2, représentant 93,25% de son capital et 92,25% des droits de vote de la Société[5].

Dans le cadre de l'opération, l'Initiateur agit de concert avec la société Anatole France[6], la société Nep Services[7], la société EDA[8], Monsieur Nicolas Rousselet, Monsieur Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la succession de Monsieur André Rousselet.

L'ensemble des personnes listées ci-dessous agissent de concert avec l'Initiateur et forment avec celui-ci le « Concert ». Le Concert détient à la date du dépôt de l'Offre 2.768.349 actions et 2.797.834 droits de vote de la Société, représentant 94,72% du capital social et 94,71% des droits de vote de la Société.

[4] Détenue à hauteur de 99% par la société Groupe Rousselet

[5] Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 2.922.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 2.954.171

[6] Holding familiale détenue à hauteur de 96 % par Monsieur Nicolas Rousselet, le solde étant réparti entre des membres de sa famille

[7] Détenue à hauteur de 99,94% par la Société

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société ADA est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 22-28 rue Henri Barbusse, 92110 Clichy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le 338 657 141, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0000053076.

1.1.2.1 - Activité d'ADA

Le groupe ADA, filiale du Groupe Rousselet, est un acteur spécialisé dans la location courte durée de véhicules utilitaires (numéro 1 français) et particuliers (numéro 4 français). Il opère en France par l'intermédiaire de ses enseignes principales ADA et Point Loc. Le Groupe, qui totalise 1.200 points de ventes, réalise ses activités de location essentiellement via un réseau d'agences en franchise ou en licence de marque, et ne détient que quelques agences en propre (2,3% de son chiffre d'affaires en 2021).

Le positionnement d'ADA se démarque par l'offre d'un service de proximité sur l'ensemble du territoire français. Le maillage régional de la Société lui permet de s'adresser au plus grand nombre, 90% des locataires du réseau ADA ayant une adresse fixe à moins de quinze minutes d'un point de vente. Cette stratégie se reflète dans la clientèle adressée, constituée à 70% de locataires particuliers, tandis que les principaux acteurs du marché sont davantage orientés vers le marché professionnel avec une implantation proche des gares et des aéroports.

Les points de ventes franchisés du groupe ADA sont répartis majoritairement en 4 réseaux d'enseignes :

- ADA, développant une activité de franchiseur dans les grandes et moyennes agglomérations ;
- Point Loc, se caractérisant par une activité de franchiseur présente majoritairement en zone rurale et destinée aux professionnels de l'automobile (garagiste, …) ;
- ADA Connect, avec une activité de location en libre-service présente en majorité à proximité des gares et des aéroports ;
- ADA Bikes, développement plus récent d'une activité de location 2-roues lancée en 2006 à la suite du rachat du réseau Holiday Bikes.

Le groupe ADA propose à la fois la location de véhicules particuliers qui représente environ 70% de son chiffre d'affaires, et la location de véhicules utilitaires sur lequel il est leader en France et qui représente environ 30% du chiffre d'affaires.

La Société propose plusieurs offres et garantit un accompagnement complet pour chaque franchisé. Afin d'intégrer le réseau, ce dernier doit s'acquitter de droits d'entrée puis chaque année, de redevances d'exploitation *(royalties*). Le groupe ADA propose en outre à ses franchisés des formations, des services de publicité et marketing, des outils informatiques, un site internet de réservation, une centrale d'achat de véhicules négociés auprès des constructeurs ou encore du courtage en assurance. La Société fournit donc un service clés en main à chaque franchisé afin qu'il débute son activité, soit en location gérance soit en tant que propriétaire du fonds de commerce s'il souhaite l'acheter.

ADA réalise en complément une activité de négoce sur des véhicules d'occasion. Grâce à une veille sur le marché de l'occasion, ADA a la possibilité d'acheter et de revendre des véhicules sur ce marché. La Société utilise également les options de rachat auprès des loueurs afin d'acquérir un véhicule à la fin du contrat de location pour le revendre à un client identifié.

1.1.2.2 - Historique d'ADA

ADA est fondée en 1984 par Jean-Yves Vigouroux autour du concept, alors novateur, de « location à prix *discount* ». La création de la première agence à Brest est rapidement suivie de celle d'une trentaine d'agences sur le territoire, franchisées pour la plupart.

En 1988, appuyé par un groupe d'investisseurs et le développement d'une campagne marketing autour du « petit cochon rose », le Groupe développe son activité discount de mobilité et de déménagement en camionnette et se fait connaitre dans toute la France.

En 1992, le Groupe G7 (désormais Groupe Rousselet) entre au capital social d'ADA, appui lui permettant d'acquérir les activités aéroportuaires françaises du réseau de location de voitures Eurodollar.

En 1994, forte de sa 200ème ouverture d'agence franchisée, ADA entre au Second Marché de la Bourse de Paris. ADA décide alors d'investir en propre dans des comptoirs au sein des gares et des aéroports.

La Société devient dès 1998 le quatrième loueur du marché. Ce développement se poursuit au début des années 2000, ADA totalisant 400 agences en 2005 et couvrant la quasi-totalité des villes moyennes et des grandes villes de plus de 100.000 habitants.

En 2006, ADA diversifie son activité en rachetant le réseau Holiday Bikes, numéro un français de la location de vélos, scooters et motos composé de 30 agences, qui atteint 100 agences deux ans plus tard.

En 2008, ADA décide de lancer une 3ème enseigne sous le nom de ADA BOX avec pour ambition de se positionner en tant qu'acteur majeur du *self-stockage* à petit prix en France.

Entre 2009 et 2013, ADA continue de renforcer son réseau d'agence. ADA, en plus de s'agrandir, innove et met en place des services additionnels comme la livraison à domicile du véhicule loué, la visualisation du véhicule par mail et la location sans surcoût aux jeunes de 18 ans dès leur premier jour de permis.

En 2015, la Société lance son nouveau site internet « ada.fr » avec l'objectif d'améliorer la qualité de l'expérience client.

En 2017, ADA déploie sa nouvelle offre ADA Express dans les villes moyennes avec le lancement de son application mobile permettant de réserver un véhicule connecté 7j/7 et 24h/24 via un smartphone et une clé virtuelle. Le succès de cette nouvelle enseigne conduit à une présence sur l'ensemble du territoire national dès la fin 2017.

En 2018, ADA assoit son positionnement sur les véhicules 100% connectés et accessibles 24/7 et atteint ainsi les 1.200 véhicules connectés. Ce nouveau marché lui permet un retour en gare et aéroports via l'ouverture de 25 agences en libre-service.

En 2019, ADA continue sur sa lancée et compte à la fin de l'année 88 stations en libre-service disposant d'une flotte globale de 2.500 véhicules.

En 2020, l'activité d'ADA est affectée, à l'instar du reste du secteur de la location de véhicules, par la crise sanitaire. Pour surmonter cette crise, ADA privilégie la croissance de son activité digitale grâce à son application lancée en 2018. Le Groupe lance une nouvelle activité de vente pour compte tiers d'outils de location courte-durée. ADA peut désormais fournir à des réseaux tiers une solution complète de location de véhicules. Sur ce segment, c'est Bosch Car Services qui sera le premier partenaire d'ADA permettant au Groupe de se positionner dans plus de 600 garages automobiles.
Les ambitions de croissance d'ADA sur l'année 2020 sont revues à la baisse pour s'adapter aux conséquences de la crise sanitaire. Le déploiement d'agence dans les gares et aéroports est interrompu afin de se concentrer sur l'agrandissement du réseau Point Loc qui comptait 830 points de ventes ouverts en 2020.

En 2021, ADA a pu bénéficier d'une stratégie d'accroissement de sa flotte (+6,5% versus 2019) maintenue tout au long de la crise, ce qui différencie le Groupe de ses concurrents. ADA continue sa transformation digitale avec le lancement de plusieurs projets informatiques (logiciel en agence, *back office*, base de données, site internet…)

1.1.2.3 - Actionnariat de ADA

A la date du dépôt du projet de note d'information, l'actionnariat de ADA se présente comme suit :

ADA - Répartition du capital social et des droits de vote

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
Groupe Rousselet[1]	2 549 949	87,25%	2 549 949	86,32%
Anatole France[2]	175 358	6,00%	175 358	5,94%
Sous-total Groupe Rousselet	2 725 307	93,25%	2 725 307	92,25%
NEP Services[3]	30 157	1,03%	59 610	2,02%
M. Nicolas Rousselet	4 301	0,15%	4 318	0,15%
M. Philippe Rousselet	4 284	0,15%	4 284	0,15%
Mme Evelyne Caillaud	4 285	0,15%	4 285	0,15%
Succession de M. André Rousselet	14	0,00%	28	0,00%
EDA[4]	1	0,00%	2	0,00%
Concert	**2 768 349**	**94,72%**	**2 797 834**	**94,71%**
Flottant	154 284	5,28%	156 337	5,29%
Total	**2 922 633**	**100,00%**	**2 954 171**	**100,00%**

Source : Projet de note d'information

[1] Dont 18.251 actions détenues au titre d'un contrat de liquidité géré par Exane BNP Paribas

[2] Société détenue à hauteur de 99% par la société Groupe Rousselet

[3] Société détenue à hauteur de 96% par Monsieur Nicolas Rousselet

[4] Société détenue à hauteur de 99,94% par la Société

1.1.2.4 - Description du marché

1.1.2.4.1 - Le marché de la location de courte durée

La location de courte durée (LCD) se définit comme un service payant par lequel un loueur met à disposition un véhicule, pour une durée inférieure à un an, dans le cadre d'un voyage ou pour un besoin occasionnel.

La location de courte durée se distingue de la location longue durée, dont les contrats sont supérieurs à une durée d'un an. Les enjeux et contextes de l'activité de LCD, à dominante *BtoC* (*Business to Consumer*), sont bien distincts de ceux de la location de longue durée, qui est utilisée majoritairement par les entreprises comme un moyen de financement et un service d'externalisation de leur parc automobile, activités principalement *BtoB* (*Business to Business*).

Le marché français de la location de courte durée de véhicules se compose de deux principaux segments : d'une part, la location dite de « trajet » à proximité de gares ou d'aéroports, qui fait suite à un voyage réalisé par le biais de transports en commun (avion, train) ; d'autre part, la location de « proximité », davantage relative à des particuliers, qui concerne des besoins ponctuels de courte durée à tarifs souvent moindres, tels que les déménagements.

Un troisième segment de la location de courte durée a émergé avec les services d'autopartage, mais ces derniers restent pour l'heure des marchés de niche en comparaison des modèles classiques. Ces services d'autopartage ont émergé avec la nouvelle économie numérique et se distinguent de l'offre traditionnelle par leur fonctionnement sans agences, par le biais d'applications. L'autopartage constitue un segment à offres multiples, avec :

- l'autopartage *BtoC*, qui se traduit par la location de voitures en libre-service, sur les modèles de Citiz, de Communauto ou de Car2Go par exemple ;
- l'autopartage *BtoB*, constituant une forme innovante de *fleet management*, proposé notamment par le français Ubeeqo ;
- la location entre particuliers, sur les modèles de Getaround, OuiCar ou encore GoMore.

Le marché français est le premier marché européen de la location de courte durée de véhicules (2,5 milliards d'euros en 2019) devant l'Allemagne et l'Espagne, la France étant la première destination touristique européenne (plus de 90 millions d'arrivée d'étrangers en 2019) devant l'Espagne. Le marché allemand se classait en deuxième position grâce au poids du marché du voyage d'affaires.

1.1.2.4.2 - Les typologies d'acteurs du marché

Les acteurs principaux du marché de la location de courte durée français, qui a la spécificité d'être très concentré et dominé par un nombre restreint d'acteurs, se divisent en trois sous-catégories :

- les opérateurs dits « historiques » (Europcar, Hertz, Avis Budget Group, Sixt et Enterprise Holdings notamment), à dimension internationale marquée. Leurs parts de marché regroupent la plupart de la clientèle professionnelle et du segment du tourisme. Les quatre principaux acteurs en France, à savoir Europcar Mobility Group, Hertz, Avis Budget Group et Sixt, représentent plus de 56% du chiffre d'affaires 2019 du marché ;
- les acteurs nationaux et locaux (Rent A Car, Ucar et ADA principalement en France) qui sont centrés sur le segment de la proximité ainsi que de la LCD d'utilitaires, et proposent des prestations à tarif préférentiel ;
- les « non spécialistes » (constructeurs automobiles, enseignes de grande distribution, etc.).

Au sein même de ces catégories, des différences de modèle subsistent. Les principales stratégies de développement sur le marché peuvent être de deux ordres :

- le développement d'un réseau de succursales d'une part, qui se définissent comme des filiales à part entière de la société mère, comme par exemple pour l'acteur Sixt en France ;
- le développement d'un réseau de franchises d'autre part, avec un franchisé (ou concessionnaire) indépendant qui gère et finance de façon autonome son entreprise, y compris les investissements nécessaires (locaux, véhicules…). L'entrée dans le réseau est permise par le versement d'un droit d'entrée, puis seront versés au franchiseur par la suite des *royalties*. Les réseaux du secteur de la LCD comptent souvent une majorité de franchisés.

Ainsi, parmi les acteurs nationaux et locaux, parmi lesquels se positionne ADA, Rent A Car se développe par succursalisme et franchise, tandis que les groupes ADA et Ucar privilégient la franchise et la marque blanche, accompagnant ainsi les acteurs souhaitant développer une activité de location.

ADA se positionne plus globalement en France sur le segment de la location de proximité à moindre coût avec une présence moindre dans les gares et aéroports. Cette activité comprend les véhicules particuliers mais aussi les véhicules utilitaires utilisés majoritairement lors de déménagements. Le Groupe propose aussi un service d'autopartage grâce à ses véhicules disponibles 7j/7 et 24h/24 dans des agences en libre-service et son application de réservation.

1.1.2.4.3 - Evolutions récentes du marché et perspectives

Après une décennie de croissance faible, s'établissant autour de 1% par an entre 2003 et 2013, une nouvelle dynamique s'enclenche à partir de 2014. Le chiffre d'affaires des loueurs croît alors en moyenne de 5,5% par an entre 2014 et 2019. Tout d'abord, le recours à la location de courte durée progresse chez les Français grâce à la montée en puissance de la location en libre-service et de la location entre particuliers, ainsi qu'à l'émergence des outils numériques, qui améliore et simplifie l'expérience client. De plus, l'amélioration de la conjoncture économique mondiale a

permis la progression des déplacements touristiques comme professionnels. Enfin, la croissance de la livraison s'est traduite par une hausse de la location courte durée d'utilitaires.

La crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 marque un coup d'arrêt brutal à la croissance du secteur. Pour lutter contre la circulation du virus, les états ont mis en place des mesures de restriction de déplacement entraînant une chute des déplacements professionnels et touristiques. Les séjours personnels des Français se sont effondrés de près de 45% en 2020, ainsi que les arrivées de touristes étrangers (-50%) et le marché des voyages d'affaires en France (-55%). En conséquence, le chiffre d'affaires de la location courte durée s'est effondré de 25% environ en 2020.

La croissance reprend dès 2021, l'activité bénéficiant d'un effet rebond important (+16,5%), sans retrouver pour autant le niveau de chiffre d'affaires de l'année 2019 (indice 130 en 2021 contre 149 en 2019[9]). La reprise timide du trafic aérien ainsi que la pénurie de semi-conducteurs, causant des problèmes d'approvisionnement en véhicules, n'ont pas pu permettre une pleine reprise. En outre, le chiffre d'affaires 2021 bénéficiait d'un effet prix, du fait d'un excédent de demande par rapport à l'offre.

L'année de la location courte durée en 2022 devrait revenir à un niveau proche de 2019. La croissance de l'activité sectorielle devrait selon Xerfi atteindre 10% de sorte que l'activité s'établisse à un niveau équivalent à 96% de celui de 2019, porté par la reprise du tourisme international et des déplacements professionnels.
Des tensions inflationnistes sur les prix d'achat des véhicules sont attendues et les prix de location devraient continuer à progresser du fait des difficultés persistantes d'approvisionnement.

1.1.2.5 - Comptes consolidés de ADA

Le périmètre de consolidation du groupe ADA, dont la société tête de groupe est ADA SA, comprend 10 sociétés qui sont toutes consolidées par intégration globale. Au 31 décembre 2021, le périmètre de consolidation du groupe ADA comprenait les sociétés suivantes :

Périmètre de consolidation du Groupe ADA au 31 décembre 2021			
Société	**Méthode de conso.**	**% d'intérêts**	**Activité**
ADA	Société mère		Animation et dévelopement du réseau de franchisés ; agences en location gérance
EDA	Intégration Globale	99,94%	Gestion du parc de véhicules, location longue durée du parc de véhicules et vente de services auprès des franchisés
ADA Services	Intégration Globale	100,00%	Prestations informatiques destinées tant aux franchisés qu'aux succursales et au siège ADA
ADA Courtage	Intégration Globale	100,00%	Courtage en assurance
Point LOC	Intégration Globale	100,00%	- Agences de location courte durée et restructuration des agences - Animation et développement d'un réseau de licenciés de marque
Moovendi	Intégration Globale	100,00%	- Mise à disposition de solutions de mobilité destinées au transport de personnes - Vente pour compte de tiers d'outils de location courte durée
Transport ADA	Intégration Globale	100,00%	Mise à disposition de solutions de mobilité
ADA Express	Intégration Globale	100,00%	Stations de location courte durée en autopartage
Moovin	Intégration Globale	100,00%	Mise à disposition de solutions de mobilité destinées au transport de personnes
ADA Developpement	Intégration Globale	100,00%	Développement et commercialisation d'un concept de location de courte durée de véhicules

Alors qu'elle présentait ses comptes consolidés en normes IFRS historiquement, la Société a choisi d'appliquer à compter de l'exercice clos au 31 décembre 2019 le référentiel comptable français[10] pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des états financiers historiques et prévisionnels qui n'intègrent pas les effets des

[9] Indice de valeur base 100 en 2006
[10] Résultant des arrêtés de l'Autorité des Normes Comptables (ANC n°2020-01)

normes IFRS et notamment la norme IFRS 16 (comme les comptes consolidés 2019, 2020 et 2021 ainsi que le plan d'affaires de la Société) relative aux loyers opérationnels.

A noter que depuis l'exercice clos au 31 décembre 2021 et conformément au nouveau règlement de l'ANC, la Société inscrit à l'actif de son bilan les contrats de crédit-bail et au passif en dettes financières la dette de loyer associée à ces contrats.

Enfin, le groupe ADA a procédé sur l'exercice 2021 à deux changements d'estimations comptables :

- dans les comptes ADA SA, une partie des créances auprès de franchisés auparavant dépréciée à 25% est depuis 2021 dépréciée à 75%. L'impact de ce changement d'estimation portant sur la provision pour dépréciation des créances s'élève à -3,1m€.
- dans les comptes de Point Loc SA, le chiffre d'affaires constitué des droits d'entrée facturés est dorénavant comptabilisé lors de l'entrée effective de l'agence Point Loc dans le réseau et non plus lorsqu'elle signe un bon de commande afin de rejoindre le réseau. Ce changement d'estimation s'est traduit par une baisse du chiffre d'affaires de 1,2m€ en 2021.

Le groupe ADA a procédé également à un changement de pratique de gestion :

- une provision de 2,0m€ a été passée pour refléter le risque d'impayés sur les crédits vendeurs liés aux ventes de fonds de commerce ou territoires aux membres du réseau.

1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021

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

ADA - Compte de résultat			
En k€	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**
Produits de locations directes de véhicules	3 626	2 971	2 261
Produits franchise et autres services aux franchiseurs	95 140	84 835	97 459
Chiffre d'affaires	**98 766**	**87 806**	**99 720**
Croissance (%)	*8,5%*	*-11,1%*	*13,6%*
Achats et variation de stocks	-2 888	-2 046	-3 745
Autres charges externes	-74 834	-69 813	-79 375
Charges de personnel	-8 065	-6 394	-7 242
Autres produits (+) et charges (-) d'exploitation	1 210	1 372	921
Impôts et taxes	-2 076	-1 224	-1 395
Dotations aux amortissements et provisions	-7 252	-8 328	-12 441
Résultat d'exploitation (EBIT)	**4 861**	**1 373**	**-3 557**
En % du chiffre d'affaires	*4,9%*	*1,6%*	*-3,6%*
Résultat financier	185	179	2
Résultat exceptionnel	1 374	577	4 108
Impôt sur le résultat	-2 046	-555	904
Dotation aux amortissements des écarts d'acquisition	-66	-66	-66
Résultat net	**4 307**	**1 508**	**1 392**
Agrégats en % du chiffre d'affaires			
Loyers divers	*-45%*	*-52%*	*-51%*
Entretien, maintenance et assurances	*-13%*	*-9%*	*-10%*
Honoraires et services extérieurs divers	*-14%*	*-16%*	*-17%*
Publicité, déplacements et autres frais divers	*-4%*	*-3%*	*-3%*
Autres charges externes	*-76%*	*-80%*	*-80%*
Charges de personnel	*-8%*	*-7%*	*-7%*
Dotations aux amortissements et provisions	*-7%*	*-9%*	*-12%*
EBIT hors changements d'estimations comptables	**n.a**	**n.a**	**2 740**
En % du chiffre d'affaires	*n.a*	*n.a*	*2,7%*

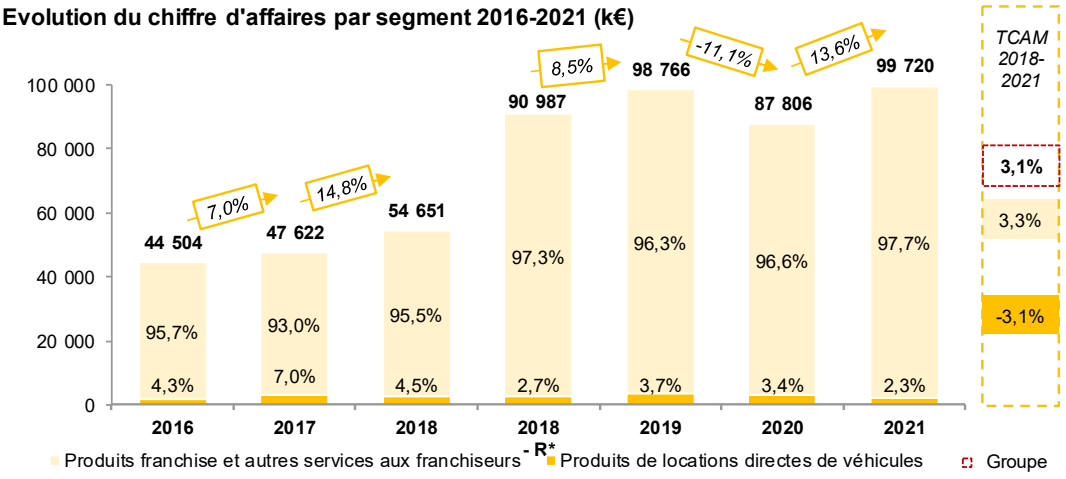
Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 d'ADA
n.a. : non applicable

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'ADA, intégralement réalisé en France, est quasi-exclusivement constitué des produits de franchise et autres services facturés aux franchisés (98% en 2021), mais également des produits de locations directes de véhicules, correspondant à des portages par ADA de succursales sur une période transitoire lors du départ du réseau d'un franchisé, jusqu'à reprise par un nouveau franchisé (entre 5 et 6 agences en moyenne sur l'année 2021). Le chiffre d'affaires est réparti au sein de *Business Units* (BU), dont trois représentent plus de 85% du chiffre d'affaires en 2021 :

- les comptes centralisés, regroupant des apports d'affaires par le franchiseur à ses réseaux (pour le B2C, principalement des services digitaux liés au site internet et à l'application mobile ; pour le B2B, principalement des grands comptes via des assisteurs) ;
- la flotte, correspondant à la centrale d'achat de véhicules d'ADA, négociés auprès des constructeurs et concessionnaires et loués à ses propres clients (dont les réseaux du groupe ADA), étant précisé que la majeure partie de la flotte de véhicules louée par les franchisés est elle-même louée auprès du groupe ADA ;
- les assurances, offrant des services de courtage en assurances.

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2016-2021 (k€)



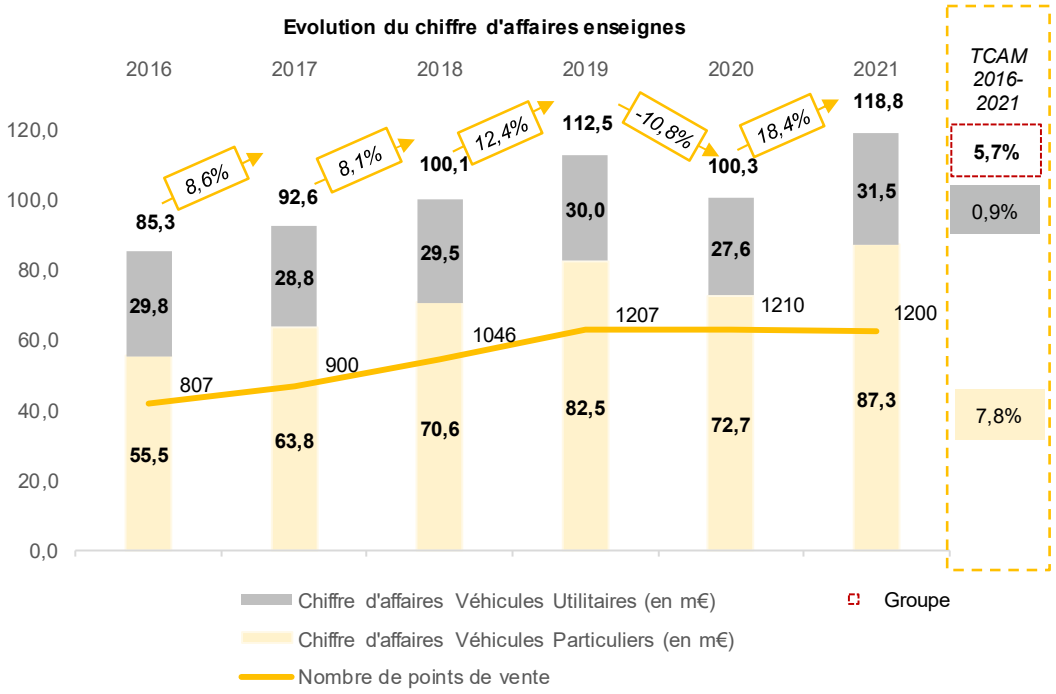
Source : rapports annuels de ADA

**Présentation de l'année 2018 en normes françaises à des fins de comparaison (passage en 2019 aux normes françaises)*

Un changement de présentation des comptes est intervenu en 2019, ces derniers étant établis à compter de cette date en normes françaises selon le règlement n°99-02 du Comité de Réglementation Comptable (désormais ANC n°2020-01), tandis que les comptes consolidés annuels 2018 et antérieurs étaient établis selon les normes IFRS telles qu'adoptées dans l'Union Européenne. Le chiffre d'affaires 2018 a été présenté dans une version retraitée en 2019 (91,0m€ en normes françaises contre 54,7m€ en normes IFRS), sa forte évolution étant ainsi attribuable à un changement de la reconnaissance du chiffre d'affaires en normes françaises[11].

La croissance du chiffre d'affaires d'ADA peut être mise en perspective à l'aide du chiffre d'affaires enseignes :

[11] La norme IFRS 15, qui définit les principes de reconnaissance des revenus, a conduit le Groupe à étaler son chiffre d'affaires lié aux droits d'entrée/territoire sur la durée des contrats en faisant abstraction des modalités de facturation. En normes françaises, ce chiffre d'affaires est acquis définitivement lors de sa réalisation contractuelle avec le client



Sur la période 2016-2021, la croissance du chiffre d'affaires est étroitement corrélée à celle du chiffre d'affaires enseignes et ainsi notamment au développement du réseau, bien que le large panel de services proposés aux franchisés et la survenance d'opérations ponctuelles puissent créer des écarts. Malgré l'impact de la crise sanitaire en 2020, la Société affiche un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 3,1% sur la période 2018-2021. Le TCAM du chiffre d'affaires enseignes s'établit pour sa part à 5,7% sur la période 2016-2021.

En 2017, la Société présentait une croissance du chiffre d'affaires enseignes en ligne avec l'évolution du chiffre d'affaires consolidé (respectivement +8,6% et +7,0%). Cette évolution favorable est notamment portée par la croissance du réseau de l'enseigne Point Loc, lancée au cours du second semestre 2015, qui compte 555 points de vente dès la fin 2017 (+237 points de vente sur l'année), ainsi que par le succès du concept ADA Express (parc de véhicules 100% connectés), déployé en fin d'année sur l'ensemble du territoire national.

En 2018, la dynamique de croissance se poursuit, avec un chiffre d'affaires enseignes en hausse (+8,1%) et une croissance plus marquée encore du chiffre d'affaires consolidé (+14,8%). Une part de la croissance s'explique à nouveau par le développement du réseau, avec plus de 1.046 agences ouvertes à fin 2018 contre 900 en 2017 ; d'autre part, l'année est marquée par le début de l'opération ponctuelle Moov'in en partenariat avec Renault, un dispositif d'autopartage 100% électrique ayant généré des revenus additionnels décorrélés du chiffre d'affaires enseignes (mise à disposition de véhicules, services marketing…).

En 2019, le chiffre d'affaires enseignes (112,5m€ soit +12,4%) est fortement porté par le développement rapide du réseau Point Loc, avec 808 points de vente ouverts en fin d'année (contre 694 à fin 2018). La croissance du chiffre d'affaires consolidé se poursuit également à un niveau légèrement moindre (98,8m€, soit +8,5%).

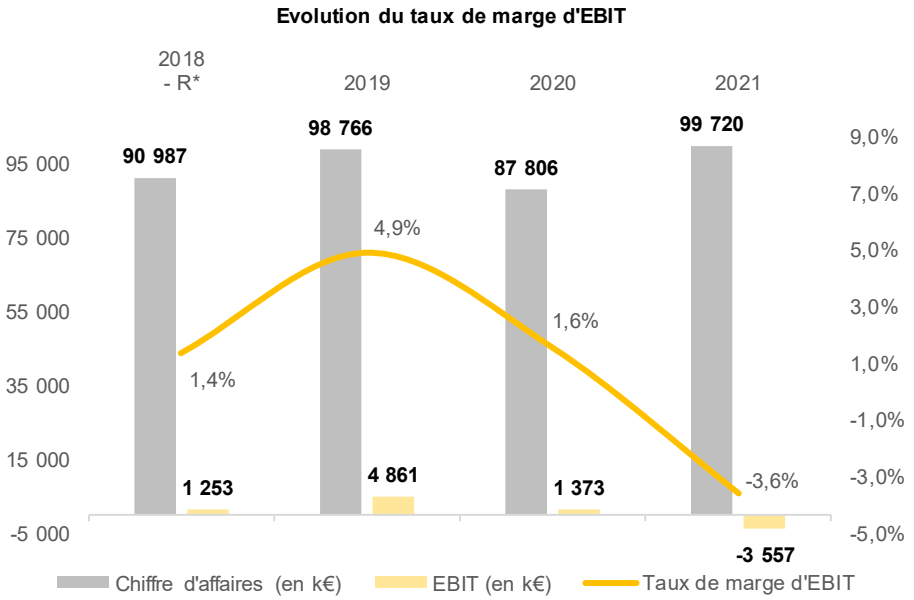
L'année 2020 est marquée par l'occurrence de la crise sanitaire, avec un impact similaire de cette dernière sur le chiffre d'affaires enseignes (-10,8%) et le chiffre d'affaires consolidé (-11,1%). ADA affiche une résilience marquée au regard de l'évolution du chiffre d'affaires du secteur (- 25% en 2020). La réduction de l'impact de la crise a pu être permise par l'accompagnement par ADA de ses franchisés, avec notamment une augmentation de plus de 25% de la part moyenne du chiffre d'affaires apporté par le franchiseur à ses agences.

Un rebond de l'activité est constaté dès 2021, avec un chiffre d'affaires enseignes en forte hausse (+18,4%) ainsi qu'un chiffre d'affaires consolidé en croissance à +13,6% qui retrouve son niveau

d'avant-crise (+1% par rapport à 2019). Malgré l'impact important de la crise des semi-conducteurs ayant conduit à une pénurie de véhicules et de fortes problématiques d'approvisionnement pour les loueurs, le groupe ADA affiche une croissance de sa flotte roulante (+6,5% par rapport à sa flotte moyenne de 2019). La possibilité pour cet acteur de dimension intermédiaire (nationale et non mondiale) d'établir une relation de proximité, flexible, avec les constructeurs et les concessionnaires est à l'origine de cette dynamique. Dans un contexte de contraction du marché, le groupe ADA a continué à soutenir l'activité de ses franchisés grâce à son apport d'affaires centralisé, avec une augmentation de plus de 15% de volume d'affaires apporté à ses 1.200 points de vente.

Le résultat d'exploitation (EBIT)

L'évolution de la marge opérationnelle historique d'ADA sur la période 2018-2021 (sur la base de comptes consolidés établis en normes françaises depuis 2019[12]) est présentée ci-après :



**Présentation de l'année 2018 en normes françaises à des fins de comparaison (passage en 2019 aux normes françaises)*

Les charges opérationnelles courantes de ADA se composent principalement de charges externes (80% des charges opérationnelles courantes en 2021) au premier rang desquelles les loyers divers (51%), correspondant aux loyers des véhicules loués dans le cadre de contrats tripartites avec des constructeurs et des banques, les honoraires et services extérieurs divers (17%) et les frais d'entretien, de maintenance et d'assurance (10%). Elles sont constituées également dans une moindre mesure de charges de personnel et de dotations aux amortissements et provisions (pour créances clients notamment).

Le résultat d'exploitation (ci-après « EBIT ») s'élève à 4,9m€ (4,9% du chiffre d'affaires) en 2019, contre 1,3m€ (1,4% du chiffre d'affaires) en 2018[13]. Cette augmentation de la profitabilité est notamment attribuable au partenariat Moov'in réalisé avec Renault, à impact année pleine en 2019, qui se distinguait par une rentabilité plus élevée que sur les autres activités. Une diminution des honoraires et services extérieurs divers est notamment constatée, d'un niveau de 16,0m€ (18% du chiffre d'affaires) à 14,0m€ (14% du chiffre d'affaires).

[12] L'horizon 2018 ayant été retenu au regard de l'impact sur l'EBIT 2018 (1.253k€ en normes françaises versus 4.587k€ en normes IFRS) du changement de normes comptables (IFRS aux normes françaises) opéré en 2019

[13] Pour des données 2018 présentées en normes françaises à des fins de comparaison

La diminution du taux de marge d'EBIT en 2020 (1,6% à 1,4m€) fait suite à la survenance de la crise sanitaire de la Covid-19, avec d'une part la diminution du chiffre d'affaires, et d'autre part le maintien de charges à un niveau élevé du fait de l'accompagnement nécessaire des franchisés. Des politiques de réduction des coûts ont néanmoins été mises en place avec la réduction des frais d'entretien, de maintenance et d'assurances mais également des frais de publicité permettant aux autres charges externes de s'établir au même niveau qu'en 2018 en valeur relative (soit 80% du chiffre d'affaires). Le Groupe a également procédé à la mise en œuvre du chômage partiel (30-40% de la masse salariale de mars à mai puis début juin 2020) permettant de limiter l'impact de la baisse d'activité sur sa profitabilité.

En 2021, la marge d'EBIT comptable s'établit à un niveau négatif et est fortement affectée par les changements de présentation comptable et de pratique de gestion décrits ci-avant (§1.1.2.5). Hors changements de présentation comptable et de pratique de gestion, cette marge s'établit à 2,7m€, soit 2,7% du chiffre d'affaires, en recul par rapport au niveau précédant la crise sanitaire (4,9% en 2019). Dans le cadre d'une situation de pénurie de semi-conducteurs, les prix pratiqués ont augmenté, ce qui s'observe au poste de loyers divers, avec une hausse sensible à 51% du chiffre d'affaires, contre 46% et 45% en 2018 et 2019. Le groupe ADA n'a pas souhaité répercuter l'augmentation de prix trop fortement sur les franchisés, ce qui se traduit par une diminution provisoire des marges.
La profitabilité de la Société est par ailleurs impactée par la forte hausse des dotations aux amortissements et provisions en 2021 du fait de dotations aux amortissements en croissance en raison d'investissements informatiques et de la dotation aux provisions pour charge de 2,0m€ reflétant le risque d'impayés sur les crédits vendeurs liés aux ventes de fonds de commerce aux membres du réseau (changement de pratique de gestion).
La baisse des charges de personnel en 2021 (sans tenir compte des indemnités d'activité partielle perçues en 2020) s'explique par la réduction des effectifs, passés en moyenne de 89 personnes en 2020 à 79 personnes en 2021, qui a permis d'atténuer la dégradation de la profitabilité.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à 2k€ en 2021 et est principalement constitué des intérêts appliqués sur les crédits vendeurs d'ADA auprès des franchisés constituant l'essentiel des produits financiers divers (281k€), et de charges liées aux lignes de crédit et découverts bancaires (-279k€).
La diminution du résultat financier en 2021 est notamment liée à l'augmentation des charges de lignes de crédit et découverts bancaires, ayant évolué de -148k€ à -279k€.

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 1,4m€ en 2021. Il comprend également :

- un résultat exceptionnel constitué principalement d'un montant de 4,6m€ d'abandon de créances. Ce montant a été consenti par Groupe Rousselet, actionnaire majoritaire d'ADA, afin de compenser l'impact dans les comptes des décisions de changements d'estimations comptables et de pratiques de gestion mentionnées ci-avant (§1.1.2.5), de telle sorte que l'impact sur le résultat net d'ADA pour 2021 soit neutralisé. En contrepartie, ADA s'est engagée à procéder avant le 21 décembre 2023 à une augmentation de capital réservée à Groupe Rousselet d'un montant au moins égal à celui de l'abandon de créance consenti ;
- un produit d'impôt sur les bénéfices de la Société de 0,9m€ du fait de l'existence de déficits fiscaux reportables activés (solde résiduel de déficits reportables de 3,1m€ au 31/12/2021) ;
- une dotation aux amortissements des écarts d'acquisition (0,1m€).

La baisse du résultat net sur la période observée en 2020 et 2021 reste essentiellement liée à celle du résultat d'exploitation.

EBIT[14]

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

Conformément aux états financiers publiés par ADA et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat d'Exploitation comme étant l'EBIT.

L'EBIT comptable s'élève à -3,6m€ en 2021. Afin de pouvoir extérioriser une valeur par la méthode des transactions comparables, et dans la mesure où le caractère négatif de cet EBIT s'explique par des décisions comptables et de gestion, nous avons retenu l'EBIT hors changements d'estimations comptables et de gestion, qui s'élève à 2,7m€, soit un taux de marge d'EBIT de 2,7%.

[14] *Earnings Before Interest & Tax*

1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

ADA - Bilan économique				
En k€	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**
Ecarts d'acquisition nets	693	627	561	495
Immobilisations incorporelles	14 583	14 649	16 823	15 849
Immobilisations corporelles	3 640	2 701	2 219	10 189
Immobilisations financières	603	535	536	708
Actif immobilisé	**19 519**	**18 512**	**20 139**	**27 241**
Actif courant	64 185	75 133	78 806	77 866
Passif courant	-27 313	-33 935	-35 244	-39 424
Besoin en Fonds de Roulement	**36 872**	**41 198**	**43 562**	**38 442**
Impôts différés (nets)	**62**	**100**	**65**	**984**
Capitaux Employés	**56 453**	**59 811**	**63 766**	**66 668**
Capital social	4 442	4 442	4 442	4 442
Primes et autres réserves consolidées	19 647	20 513	24 820	26 212
Résultat de l'exercice	3 790	4 307	1 508	1 392
Capitaux Propres	**27 879**	**29 262**	**30 770**	**32 046**
Provisions pour risques et charges	**75**	**94**	**94**	**2 170**
Dette financière	20 267	22 891	25 669	27 454
Comptes courants créditeurs	8 500	11 045	11 045	6 445
Trésorerie et équivalents	-268	-3 483	-3 812	-1 447
Dette financière nette	**28 499**	**30 453**	**32 902**	**32 452**
Capitaux Investis	**56 453**	**59 811**	**63 766**	**66 668**

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 d'ADA

Au 31 décembre 2021, l'actif immobilisé d'ADA s'élève à 27,2m€ et se compose essentiellement d'immobilisations incorporelles et corporelles.

Les écarts d'acquisition du Groupe, d'un montant brut de 4,2m€ au 31 décembre 2021, résulte notamment de l'acquisition des activités aéroportuaires françaises du réseau de location de voitures Eurodollar, intervenue en 1993.

Les immobilisations incorporelles de la Société s'élèvent à 15,8m€ au 31 décembre 2021. Elles se composent principalement de la comptabilisation de fonds de commerce liés aux contrats de location-gérance proposés aux franchisés ou en attente de reprise par des nouveaux franchisés, à hauteur de 10,6m€. Le montant résiduel est essentiellement lié au poste de marques et licences (5,1m€), intégrant notamment l'activation des frais de développement (réalisés essentiellement par des prestataires externes) des outils informatiques dont l'utilisation est ensuite facturée aux franchisés.

Les immobilisations corporelles, dont la valeur nette comptable s'élève à 10,2m€ au 31 décembre 2021, se composent essentiellement de véhicules et d'immobilisations en cours. La hausse du montant attribuable aux véhicules (6,2m€ contre 1,0m€ au 31 décembre 2020) s'explique d'une part par l'acquisition d'une centaine de véhicules électriques en propre, et d'autre part du fait de la comptabilisation des crédits-baux en immobilisations corporelles en conséquence de la nouvelle norme ANC 2020-01[15]. Les immobilisations en cours, s'établissant à 2,8m€, sont relatives à des investissements effectués sur des projets informatiques dont la livraison n'a pas encore été effectuée au 31 décembre 2021.

Les immobilisations financières, dont le montant s'élève à 0,7m€ au 31 décembre 2021, sont notamment relatives à des dépôts de garantie liés aux locaux d'ADA (0,7m€) pris à bail sur les fonds de commerce d'agences dont la Société est propriétaire.

[15] Cette dernière impliquant que tous les contrats de location-financement doivent être obligatoirement portés au bilan sous forme de droit d'utilisation et de dette locative

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

Les capitaux propres d'ADA s'élèvent à 32,0m€ au 31 décembre 2021. Leur évolution depuis le 31 décembre 2018 découle principalement des résultats réalisés sur les exercices de la période et de la distribution de dividendes effectuée au titre de l'exercice 2018 (2,9m€).

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 2,2m€ au 31 décembre 2021 contre 0,1m€ au 31 décembre 2020. Elles se composent au 31 décembre 2021 principalement de provisions pour charges à hauteur de 2,0m€, correspondant au changement de pratique de gestion décrit en §1.1.2.5 : cette provision a été inscrite au bilan pour refléter le risque d'impayés sur les crédits vendeurs liés aux ventes de fonds de commerce ou territoires aux membres du réseau, risque qui n'était auparavant pas pris en compte. Le montant résiduel correspond à des indemnités de départ à la retraite pour 0,2m€, ainsi que des provisions pour contentieux pour 0,1m€.

La dette financière nette comptable d'ADA s'élève à 32,5m€ au 31 décembre 2021. Elle est constituée de dettes financières pour 33,9m€ et de trésorerie pour 1,5m€. Les dettes financières sont composées d'emprunts auprès d'établissements de crédit (22,5m€) incluant un prêt garanti par l'Etat de 7,0m€, de comptes courants créditeurs consentis par Groupe Rousselet (6,5m€), ainsi que de découverts bancaires (1,1m€), et de dépôts et garanties (0,4m€) correspondant à des cautions déposées par les franchisés en amont de leur approvisionnement en véhicules auprès de la centrale d'achat EDA. La dette financière nette comptable se compose également de dettes financières de crédit-bail (ANC 2020-01) pour 3,5m€.
L'augmentation de la dette financière entre fin 2019 et fin 2020 s'explique par l'augmentation des découverts bancaires (7,5m€ contre 4,7m€ au 31 décembre 2019). Au 31 décembre 2021, la comptabilisation des dettes financières de crédit-bail (+3,5m€) et la hausse des emprunts auprès des établissements de crédit (+4,5m€) ont été compensées par la diminution des découverts bancaires (-6,5m€) et des comptes courants créditeurs (-4,6m€) du fait de l'abandon de créance consenti par Groupe Rousselet.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

ADA - Besoin en Fonds de Roulement				
En k€	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**31/12/2020**	**31/12/2021**
Stocks	91	272	286	214
en jours de CA	*0,4 jours*	*1 jours*	*1 jours*	*1 jours*
Avances et acomptes	1 697	7 856	5 041	4 947
en jours de CA	*7 jours*	*29 jours*	*21 jours*	*18 jours*
Créances clients	41 441	43 870	46 647	51 820
en jours de CA	*166 jours*	*162 jours*	*194 jours*	*190 jours*
Créances fiscales et sociales	3 733	5 140	8 233	7 376
en jours de CA	*15 jours*	*19 jours*	*34 jours*	*27 jours*
Autres actifs courants	15 893	17 185	17 363	12 748
en jours de CA	*64 jours*	*64 jours*	*72 jours*	*47 jours*
Charges constatées d'avance	1 330	810	1 236	761
en jours de CA	*5 jours*	*3 jours*	*5 jours*	*3 jours*
Actif courant	**64 185**	**75 133**	**78 806**	**77 866**
en jours de CA	*257 jours*	*278 jours*	*328 jours*	*285 jours*
Dettes fournisseurs	-14 457	-17 650	-16 262	-20 635
en jours de CA	*-58 jours*	*-65 jours*	*-68 jours*	*-76 jours*
Dettes fiscales et sociales	-7 354	-7 485	-7 871	-8 459
en jours de CA	*-30 jours*	*-28 jours*	*-33 jours*	*-31 jours*
Autres dettes/passifs courants	-2 542	-5 246	-5 429	-5 849
en jours de CA	*-10 jours*	*-19 jours*	*-23 jours*	*-21 jours*
Produits constatés d'avance	-2 960	-3 556	-5 682	-4 481
en jours de CA	*-12 jours*	*-13 jours*	*-24 jours*	*-16 jours*
Passif courant	**-27 313**	**-33 935**	**-35 244**	**-39 424**
en jours de CA	*-110 jours*	*-125 jours*	*-147 jours*	*-144 jours*
BFR	**36 872**	**41 198**	**43 562**	**38 442**
Chiffre d'affaires	*90 987*	*98 766*	*87 806*	*99 720*
BFR en jours de CA	*148 jours*	*152 jours*	*181 jours*	*141 jours*
BFR en % de CA	*40,5%*	*41,7%*	*49,6%*	*38,5%*

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 d'ADA

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») structurellement positif et en augmentation sur la période allant de fin 2018 à fin 2020, puis en diminution à fin 2021.

Le BFR d'ADA se compose principalement de créances clients auprès des franchisés, d'autres actifs courants correspondant notamment à des crédits-vendeurs relatifs aux cessions de fonds de commerce, de dettes fournisseurs, et de dettes fiscales et sociales.

Les autres éléments du BFR au 31 décembre 2021 sont constitués essentiellement de créances fiscales et sociales (7,4m€), d'avances et acomptes (5,0m€) et d'avoirs à recevoir (3,8m€) à l'actif, ainsi que d'avances et acomptes reçus (5,2m€) et de produits constatés d'avance (4,5m€) au passif.

L'actif courant est en augmentation du 31 décembre 2018 (257 jours de chiffre d'affaires) au 31 décembre 2020 (328 jours). Cette augmentation résulte dans un premier temps au 31 décembre 2019 d'une hausse des avances et acomptes versés (7,9m€ contre 1,7m€ au 31 décembre 2018), puis au 31 décembre 2020 d'une hausse des créances clients malgré la baisse du chiffre d'affaires (194 jours de chiffre d'affaires contre 166 au 31 décembre 2018). L'évolution des créances clients est liée au renouvellement de la signature de contrats de franchise (7 ans d'engagement) ayant un impact significatif sur les créances clients, ainsi qu'à l'augmentation des délais de facturation des loyers de véhicule de 30 jours à 60 jours.

Le passif courant suit la même dynamique que l'actif courant sur la période considérée, à la hausse puis à la baisse à fin 2021. L'augmentation du passif courant résulte au 31 décembre 2019 principalement d'une augmentation des dettes fournisseurs (65 jours de chiffre d'affaires contre 58 jours au 31 décembre 2018). Ces dernières restent stables au 31 décembre 2020 (68 jours de chiffre d'affaires), l'augmentation du passif courant en jours de chiffre d'affaires résultant cette année essentiellement de la hausse des produits constatés d'avance. La diminution du BFR au 31 décembre 2021 est ensuite portée par l'augmentation des montants de dettes fournisseurs (20,6m€ contre 16,3m€ au 31 décembre 2020), s'expliquant par une situation exceptionnelle

envers les fournisseurs du Groupe Rousselet, à 3,2m€ à fin 2021 ; les versements intragroupes sont habituellement réalisés avant la clôture, ce qui n'a pas pu être le cas en 2021.

L'augmentation du BFR sur la période 2018-2020 résulte donc principalement de l'évolution des créances clients et avances et acomptes versés. La diminution du BFR à fin 2021 est, elle, notamment liée à une situation exceptionnelle envers les fournisseurs du Groupe Rousselet.

D'après les informations communiquées par le management, le BFR se caractérise par une légère saisonnalité dans l'année, avec des montants plus élevés autour des mois de juillet, août et septembre. Nous comprenons que le niveau de BFR observé en fin d'année est inférieur au niveau pouvant être observé ponctuellement sur certains mois de l'année, mais se situe à un niveau proche du niveau moyen observé sur l'année.

Sur cette base, nous ne procéderons donc pas à un ajustement du BFR dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la différence entre le BFR qui pourrait être jugé normatif et le BFR observé au 31 décembre 2021.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre

Il est rappelé que la société Groupe Rousselet (dont la dénomination sociale était jusqu'au 18 février 2016, G7) et la famille Rousselet sont des actionnaires de référence de la Société depuis presque trente ans, soit avant l'introduction en bourse de la Société.

Les membres de la famille Rousselet sont devenus, au cours des années qui ont suivi la prise de participation par la société Groupe Rousselet de la Société, actionnaires de la Société directement et/ou via leur *holding* personnelle, notamment en ce qui concerne la société Nep Services, *holding* familiale de Nicolas Rousselet et des membres de sa famille.

Groupe Rousselet agit dans le cadre de la présente opération de concert avec les actionnaires suivants : la société Anatole France, la société Nep Services, la société EDA, Monsieur Nicolas Rousselet, Monsieur Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la succession de Monsieur André Rousselet

Le Concert détenant plus de 90% du capital social et des droits de vote de ADA, l'Initiateur souhaite acquérir la totalité des titres non encore détenus par lui-même et a ainsi déposé le 31 mai 2022 un projet d'Offre Publique de Retrait auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre Publique de Retrait, qui sera suivie d'un retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire »), vise à procéder au retrait des actions de la Société du marché Euronext Growth Paris, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société dans la mesure où les contraintes réglementaires et administratives liées à sa cotation ne sont selon l'Initiateur plus adaptées à sa taille et à son flottant.

Par ailleurs, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché Euronext Growth Paris, un maintien de la cotation desdites actions n'est plus justifié selon l'Initiateur.

Les actionnaires minoritaires de la Société, qui représentent 5,28% du capital de la Société, obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions, sur la base du prix d'Offre. L'Offre devrait permettre ainsi de répondre notamment au manque de liquidité du titre ADA.

À la date du dépôt de l'Offre, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre

l'Initiateur et la Société. Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe ADA ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation impliquant l'Initiateur, la Société et toute autre entité du Groupe. Aucune décision n'a été prise à ce jour.

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts, ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du dépôt de l'Offre. L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade.

1.2.2 - Termes de l'Offre

A notre connaissance, le capital social de la Société est réparti comme suit à la date du dépôt de l'Offre :

ADA - Répartition du capital social et des droits de vote

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
Groupe Rousselet[1]	2 549 949	87,25%	2 549 949	86,32%
Anatole France[2]	175 358	6,00%	175 358	5,94%
Sous-total Groupe Rousselet	2 725 307	93,25%	2 725 307	92,25%
NEP Services[3]	30 157	1,03%	59 610	2,02%
M. Nicolas Rousselet	4 301	0,15%	4 318	0,15%
M. Philippe Rousselet	4 284	0,15%	4 284	0,15%
Mme Evelyne Caillaud	4 285	0,15%	4 285	0,15%
Succession de M. André Rousselet	14	0,00%	28	0,00%
EDA[4]	1	0,00%	2	0,00%
Concert	**2 768 349**	**94,72%**	**2 797 834**	**94,71%**
Flottant	154 284	5,28%	156 337	5,29%
Total	**2 922 633**	**100,00%**	**2 954 171**	**100,00%**

Source : Projet de note d'information

[1] Dont 18.251 actions détenues au titre d'un contrat de liquidité géré par Exane BNP Paribas

[2] Société détenue à hauteur de 99% par la société Groupe Rousselet

[3] Société détenue à hauteur de 96% par Monsieur Nicolas Rousselet

[4] Société détenue à hauteur de 99,94% par la Société

Le Concert détient à la date du dépôt de l'Offre 2.768.349 actions et 2.797.834 droits de vote de la Société, représentant 94,72% du capital social et 94,71% des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes ADA non détenues directement ou indirectement par le Concert, soit, à la date du dépôt de l'Offre, un nombre maximum de 154.284 actions de la Société représentant 156.337 droits de vote, soit 5,28% du capital et 5,29% des droits de vote de la Société.

L'Initiateur s'engage de manière irrévocable à offrir à l'ensemble des actionnaires de la société ADA, d'acquérir la totalité de leurs actions ADA dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, au prix de 18 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Dans la mesure où le Concert détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique

de Retrait, le Retrait Obligatoire prévu à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mis en œuvre. Les actions ADA visées qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au prix d'Offre, soit 18 euros par action, nette de tous frais.

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

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 38.000 associés et collaborateurs dans plus de 145 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

Fort de 126 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

d'Offres publiques » dans l'ouvrage « Ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et qui sera actualisé d'ici fin 2022.
Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et membre du comité directeur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

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

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

- Yohan Bonnet, Directeur, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 10 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Inès Meflah, Analyste Senior, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a récemment rejoint Crowe HAF après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure.

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

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

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

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Umanis initiée par la société CGI France (Mai 2022, Etablissement présentateur : Société Générale) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Tivoly initiée par la société Holding Tivoly, contrôlée par Peugeot Frères Industrie (Avril 2022, Etablissement présentateur : Société Générale) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société S.T. Dupont initiée par la société D and D International BV (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Alantra) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Etablissements Fauvet-Girel initiée par la société Advanced Biological Laboratories (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Banque Delubac & Cie) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Media 6 initiée par la société Vasco (Mai 2021, Etablissement présentateur : Banque Neuflize OBC) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Eurogerm initiée par la société Novagerm (Avril 2021, Etablissement présentateur : Banque Palatine) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SuperSonic Imagine initiée par la société Hologic Hub Ltd (Mars 2021, Etablissement présentateur : Crédit Agricole Corporate & Investment Bank) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Groupe Open initiée par la société New GO (Novembre 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IntegraGen initiée par la société OncoDNA (Septembre 2020, Etablissement présentateur : ODDO BHF Corporate Finance) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Dedalus France initiée par la société Dedalus Italia (Juin 2020, Etablissement présentateur : BNP Paribas).

2.3 - Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

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

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

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

2.5 - Rémunération

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

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 280 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (direction financière de ADA et direction financière et juridique de Groupe Rousselet) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

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

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

Analyse des éléments prévisionnels
- discussion avec la direction financière de ADA ;
- analyse du plan d'affaires de ADA et mise en regard de celui-ci avec les données financières historiques ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir
- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)
- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action ADA ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)
- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

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

Méthode des transactions comparables (méthode présentée à titre indicatif)

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

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

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

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Référence à la valeur nette comptable des titres chez Groupe Rousselet (méthode écartée)

Référence aux transactions récentes sur le capital (méthode écartée)

Référence aux augmentations de capital récentes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

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

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

VI Analyse des observations écrites des actionnaires

VII Rédaction du rapport d'évaluation

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

IX Revue indépendante

X Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de ADA

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de ADA a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 20 avril 2022.

Notre mission s'est déroulée du 20 avril 2022 au 21 juin 2022. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 20 avril au 28 avril 2022 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echange avec la direction financière de ADA le 22 avril 2022.

- du 29 avril au 9 mai 2022 : Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles. Echange avec la direction financière de ADA sur les états financiers le 29 avril 2022. Echange avec la direction financière de ADA sur le plan d'affaires le 9 mai 2022.

- du 10 mai au 30 mai 2022 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de

valorisation. Echanges avec la direction financière de ADA. Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.

- du 31 mai au 21 juin 2022 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au Conseil d'Administration de ADA (21 juin 2022).

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

ADA (Société objet de l'Offre)

- M. Jérôme Plouseau, Directeur Financier de Groupe Rousselet
- Mme. Loraine Mignot de Hauteclocque, Directrice Administrative et Financière de ADA
- Mme. Hélène Touret, Responsable contrôle de gestion de ADA
- Mme. Constance Mckay, Directrice Juridique de Groupe Rousselet

Degroof Petercam (Etablissement présentateur)

- M. Franck Ceddaha, *Managing Partner*
- M. Philippe Personne, *Managing Director*
- M. François-Régis Cottin, *Executive Director*
- M. Matthieu Guillemin, *Analyst*

Fieldfisher (Conseil juridique de ADA)

- M. Samuel Pallotto, Avocat associé

Paper Audit & Conseil (Conseil financier de Groupe Rousselet)

- M. Xavier Paper, *Managing Partner*

2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur de la Location Courte Durée et l'autopartage réalisée par Xerfi et publiée en janvier 2022,

- les informations publiques sur la société ADA, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc…),

- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques de la Société au 31 décembre 2019, 2020 et 2021,

- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2019, 2020 et 2021,

- le *reporting* prévisionnel de la Société au 30 juin 2022,

- les projets de résolutions qui seront soumises à l'assemblée générale mixte du 22 juin 2022 (exercice 2021) et les procès-verbaux des assemblées générales mixtes du 23 juin 2021 (exercice 2020) et 24 juin 2020 (exercice 2019),

- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2022-2027 de la Société établi par la direction financière de ADA,

- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et droits de vote au 31 décembre 2021 ainsi que l'actionnariat de la Société au 19 avril 2022,

- la liasse fiscale du groupe d'intégration fiscale d'ADA pour l'exercice 2021,

- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,

- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de ADA,

- le projet de note d'information relatif à la présente Offre établi et déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022,

- le rapport d'évaluation de Degroof Petercam intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

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

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

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

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

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

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

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 2.922.633.

Le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation de ADA correspond au nombre d'actions en circulation, soit le nombre d'actions composant le capital à la date d'évaluation diminué de l'auto-détention éventuelle et augmenté du nombre d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs qui seraient émis par la Société.

Nous comprenons qu'à la date du dépôt du projet de note d'information, 18.251 actions ADA sont détenues par Groupe Rousselet au titre d'un contrat de liquidité géré par Exane BNP Paribas. Elles ne correspondent par conséquent pas à de l'auto-détention.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (*stock-options*, bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc…) sur la valeur de l'action ADA.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 2.922.633 actions.

3.1.2 - Dette financière nette ajustée

En cohérence avec le plan d'affaires qui nous a été transmis qui intègre le budget de l'année 2022 et le niveau de besoin en fonds de roulement de la Société observée au 31 décembre 2021, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation d'endettement financier net d'ADA au 31 décembre 2021 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La dette nette ajustée d'ADA repose ainsi sur des données bilancielles récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

La dette financière d'ADA s'élève à 30.358k€ au 31 décembre 2021 et se compose d'emprunts auprès d'établissements de crédit[16] (15.437k€), d'un Prêt Garanti par l'Etat (7.000k€), de dépôts de garanties (405k€), de découverts bancaires (1.071k€) et de comptes courants d'associés consentis par Groupe Rousselet (6.445k€).

Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation qui intègre le crédit-bail comme un flux de loyer, l'endettement financier n'inclut pas la dette de location de crédit-bail de 3.541k€ au 31 décembre 2021, comptabilisée au passif du bilan en application de la norme comptable du règlement ANC 2020-01.

ADA - Dette financière nette	
En k€	**31/12/2021**
Emprunts auprès d'établissements de crédit (hors PGE)	15 437
Prêt garanti par l'Etat (PGE)	7 000
Dépôts de garantie	405
Découverts bancaires	1 071
Comptes courants d'associés	6 445
Dette financière	**30 358**
- Trésorerie	-1 447
= Dette financière nette	**28 911**

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021 d'ADA

[16] Hors PGE

Au 31 décembre 2021, la trésorerie d'ADA s'élève à 1.447k€, faisant apparaître un endettement financier net de 28.911k€.

Par ailleurs, nous avons intégré à la trésorerie nette des éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2021 et des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

A ce titre, nous avons considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 31 décembre 2021, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25,8%) s'élève à 129k€.

Suivant la même logique, nous avons également retraité à la dette nette le montant des provisions pour risques et litiges dont le montant s'élève à 18k€ au 31 décembre 2021 et qui s'apparentent essentiellement à des provisions pour contentieux.

Nous avons retraité de la dette financière nette les autres immobilisations financières (relatives notamment à des prêts au personnel) pour leur valeur nette comptable, soit 62k€ au 31 décembre 2021.

La dette financière nette ajustée n'intègre pas en revanche les dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 646k€ au 31 décembre 2021 correspondant à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation.

La dette financière nette ajustée de ADA s'élève ainsi à 28.996k€ au 31 décembre 2021 et se présente comme suit :

ADA - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	**31/12/2021**
Dette financière nette	**28 911**
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	129
+ Provisions pour risques et litiges	18
- Autres immobilisations financières	-62
= Dette financière nette ajustée	**28 996**

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021 d'ADA
** Nets d'impôts*

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 28.996k€.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de ADA a été élaboré en avril 2022 dans le cadre de l'opération.

Nous comprenons qu'à l'instar des plans d'affaires préparés historiquement par la direction financière d'ADA, il n'a pas été soumis au Conseil d'Administration de la Société pour approbation.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires d'ADA est un *business plan* consolidé qui intègre les changements d'estimations comptables et de pratique de gestion opérés en 2021 et décrits en §1.1.2.5 du présent rapport.

Il a été élaboré sur une durée de 6 ans (exercices clos du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2027) afin de tenir compte de l'évolution du *business model* de la Société décrit ci-après (en §3.1.3.3 du présent rapport) et intègre les impacts de la crise des semi-conducteurs sur l'activité d'ADA.

Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe et repose sur l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Par ailleurs, le plan d'affaires n'intègre pas l'éventuel impact (principalement via la hausse des coûts de l'énergie et de l'inflation générale qui en résulte) que pourrait avoir le conflit en Ukraine sur l'activité d'ADA.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel et notamment de la flotte de véhicules et du chiffre d'affaires enseignes découlant du nombre de points de vente,
- au niveau de la marge brute qui évolue selon le coût d'achat des marchandises et prestations vendues incluant les loyers des véhicules loués dans le cadre de contrats tripartites avec des constructeurs et banques et qui sont sous-loués au réseau de franchisés,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des frais généraux (honoraires, loyers de parking, des agences et du siège, de la sous-traitance informatique et des achats d'espace publicitaire) et des charges de personnel, mais également sur la marge réalisée sur l'activité de vente de véhicules d'occasion et l'évolution des dotations aux provisions sur actif circulant relatives aux créances clients,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques de la Société, de l'évolution des indicateurs clés de performance (flotte de véhicules et chiffre d'affaires enseignes découlant du nombre de points de vente), ainsi que de la croissance du marché sur lequel la Société opère.

3.1.3.3 - Changement de modèle économique

Le groupe ADA avait historiquement un modèle tourné vers la facturation ponctuelle, à l'entrée de nouveaux franchisés dans le réseau, mais impliquant un étalement des paiements sur la durée du contrat de franchise ou de licence de marque (7 ans pour ADA, 4 ans pour Point Loc). De ce fait, le BFR présentait une hausse structurelle depuis cinq années jusqu'en 2020, avec des créances clients et un risque client associé en hausse. La crise sanitaire de la Covid-19 a mis en exergue les conséquences négatives que ce modèle pouvait entraîner dans le cadre de tensions de trésorerie et d'augmentation des défaillances.

Lors du changement de direction opéré fin 2021, le groupe ADA a mis en place un nouveau modèle économique afin de réduire son BFR et de recentrer son activité vers une source de revenu plus récurrente. Pour ce faire, le groupe ADA a :

- renouvelé ses offres aux réseaux ADA et Point Loc ;
- diminué ses droits d'entrée et mis fin aux étalements de plus de 6 mois ; et
- révisé sa tarification mensuelle.

Ce renouvellement de modèle économique initié en 2021 s'étend sur 7 ans du fait de la durée des contrats de franchises ADA. Par ailleurs, cette transition a un effet négatif à court terme sur la profitabilité mais positif sur le besoin en fonds de roulement et le *free cash flow.*

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Référence à la valeur nette comptable des titres ADA dans les comptes de Groupe Rousselet,
- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société,
- Référence aux augmentations de capital récentes.

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

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

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du Groupe) au 31 décembre 2021 s'élève à 32.046k€, soit une valeur de 10,96€ par action. Le prix d'Offre proposé de 18€ offre une prime de 64,2% sur cette valeur.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

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

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

Cette approche n'est donc pas pertinente pour évaluer une société comme ADA qui ne dispose pas à notre connaissance d'actifs dissociables de l'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

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

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur de l'action ADA ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Au cours des cinq dernières années, ADA a procédé à deux distributions de dividendes : 1,50€ par action au titre de l'exercice 2017 et 1,00€ au titre de l'exercice 2018.

Le taux de distribution associé à ces versements de dividendes varie significativement d'un exercice à l'autre. De surcroît, la situation actuelle, caractérisée par un manque de visibilité, limite la capacité du Groupe à définir une politique de distribution de dividendes futurs et ne permet pas d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés à moyen ou long terme.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la Société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres ADA dans les comptes de Groupe Rousselet

La référence à la valeur nette comptable des titres consiste à évaluer une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Groupe Rousselet dans le cas présent.

La valeur nette reflète la valeur d'acquisition historique des titres diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres ADA sont détenus à la date du dépôt de l'Offre à hauteur de 87,25% par Groupe Rousselet, société *holding* animatrice du groupe ADA.

Cette référence de valorisation n'est pas pertinente dans le cas présent car la part du capital détenu aujourd'hui par Groupe Rousselet résulte d'acquisitions de titres ADA qui remontent à de nombreuses années et n'ont donc pas un caractère récent.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre informatif seulement, le prix de revient des 2.549.949 titres ADA chez Groupe Rousselet qui représente 87,25% du capital de la Société, s'élève à 10,5€ par action.

3.2.6 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de ADA.

Il n'existe pas à notre connaissance de transactions récentes significatives sur le capital de la Société.

Nous ne retiendrons donc pas en synthèse cette référence d'évaluation.

3.2.7 - Référence aux augmentations de capital récentes

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales augmentations de capital d'ADA.

Nous n'avons pas identifié d'augmentations de capital significatives récentes (moins de deux ans) pouvant constituer une référence en matière de valeur de l'action ADA.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

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

3.3.1.1 - Définition de la méthode

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

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2027 d'après le plan d'affaires construit en avril 2022 par le management d'ADA. Pour rappel, ce plan d'affaires n'intègre pas les effets de la norme ANC n°2020-01 concernant les loyers de crédit-bail, qui sont considérés en intégralité comme une charge d'exploitation dans le plan d'affaires sans être intégrés à la dette financière.

3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires d'ADA

Chiffre d'affaires

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

Les prévisions de chiffre d'affaires de la Société sont affectées par le changement de modèle économique tel que présenté en §3.1.3.3. Pour rappel, ce changement d'offre, tourné vers un modèle plus récurrent a un double impact négatif en début de période explicite, avec :

- la réduction significative des revenus ponctuels tels que les droits d'entrée, bien que parallèlement, le Groupe continue de supporter les charges liées aux défaillances d'agences (impayés sur étalement de factures ponctuelles précédentes) ;
- la lenteur de la croissance du revenu récurrent, au fur et à mesure du renouvellement des réseaux.

De ce fait, le chiffre d'affaires devrait connaître une baisse sensible en 2022 (-9%) avant de revenir dès 2023 à un niveau de chiffre d'affaires proche du chiffre d'affaires 2021.

La croissance devrait ainsi reprendre dès 2023 et s'établir sur l'ensemble du plan (2022-2027) à un niveau annuel moyen de 6,2% contre un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 3,1% sur la période 2018-2021. Cette dynamique repose sur deux sous-jacents principaux :

- le nombre d'agences (points de vente), avec une extension des réseaux ADA et Point Loc sur la durée du plan d'affaires. Ces prévisions se retranscrivent dans les projections de chiffre d'affaires enseignes et reflètent un effet volume. Le chiffre d'affaires enseignes croît à un rythme s'établissant autour de 4,5% sur la période explicite, contre un TCAM historique 2016-2021 lui étant légèrement supérieur (environ 5,7%) ;
- la flotte moyenne, projetée en croissance de 6,3% sur la période 2022-2027, soit un niveau en ligne avec la croissance moyenne observée sur la période 2016-2021.

Au terme du plan, d'une durée explicite de 6 ans, la quasi-totalité du réseau aura été renouvelé sur la base de la nouvelle offre ADA, de sorte que moins de 2% du réseau ADA et Point Loc reposera sur l'ancien modèle. La transformation se produit au terme du contrat du franchisé d'une durée de 7 ans, à l'occasion de son renouvellement.

Analyse de la marge brute

La marge brute d'ADA est fonction du coût d'achat des marchandises et prestations vendues. Elle comprend principalement les loyers des véhicules loués dans le cadre de contrats tripartites avec des constructeurs et des banques, les véhicules étant ensuite sous-loués au réseau de franchisés. Elle est également composée de charges liées aux prestations digitales. La marge brute constitue un indicateur non publié par la Société, aussi sera-t-elle seulement commentée sur ses évolutions tendancielles en tant que composante clé de la marge d'EBIT.

En 2022, la marge brute est fortement impactée par l'augmentation du prix de la flotte louée par ADA, qui ne devrait pas répercuter pleinement cet impact sur les locations aux franchisés.

Par la suite, entre 2023 et 2027, la marge brute devrait être en légère amélioration (+1 point de taux de marge brute environ). Cette évolution découle de l'évolution du mix services du fait de la hausse de 2023 à 2027 de la contribution des revenus liés à la flotte et aux assurances dans le chiffre d'affaires total du Groupe, ces activités extériorisant une marge opérationnelle supérieure.

Analyse de la marge d'EBIT

Le taux de marge d'EBIT, après une diminution sensible en 2022 (-7,6%), devrait s'améliorer progressivement sur la durée du plan d'affaires.

La première année de transition est marquée par un niveau de marge d'EBIT plus fortement négatif que celui de l'année 2021, s'expliquant par le double impact négatif décrit ci-avant : la marge brute est en forte diminution, tandis que les dotations aux provisions sur actif circulant dues aux risques d'impayés se maintiennent à un niveau élevé.

A partir de 2023, le taux de marge d'EBIT redevient positif pour s'établir à 1,4%, et s'améliore progressivement jusqu'en 2027 pour atteindre 7,9% au terme de l'horizon explicite. Les facteurs principalement à l'origine de cette progression sont les suivants :

- la progression de la marge brute telle que décrite ci-avant ;

- la forte diminution des dotations aux provisions sur actif circulant, évoluant d'un niveau de 3,3m€ en 2022[17] à 0,7m€ en 2027. Cette diminution résulte de la mise en œuvre du nouveau modèle économique, basé sur des revenus récurrents, devant se traduire par un niveau d'impayés en diminution significative,
- la maitrise des coûts de structure (loyers hors véhicules, sous-traitance informatique, publicité et charges de personnel notamment) malgré la croissance de l'activité.

Les autres charges d'exploitation se maintiennent à un niveau stable en pourcentage de chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

Le niveau de marge anticipé au terme du plan est supérieur au taux de marge d'EBIT[18] maximum réalisé par la Société depuis 2018 (4,9% en 2019).

Impôt normatif

ADA opérant intégralement en France, une estimation de l'impôt sur la période du plan sur la base de la réglementation fiscale en vigueur en France a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2022) et tiennent compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices[19]. Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 25% en 2022, pour atteindre 25,6% à l'horizon du plan.

Pour rappel, les économies d'impôts relatives aux déficits reportables et à la perte réalisée sur l'année 2022 du plan d'affaires sont prises en compte dans le calcul des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan concernent exclusivement des investissements informatiques, ADA passant essentiellement par des prestataires externes pour son développement informatique. Sur un historique récent, le niveau d'investissement d'ADA s'établit en moyenne 2018-2021 à 1,6% du chiffre d'affaires, mais a été affecté en 2020 par la crise sanitaire liée à la Covid-19 (2,1% en moyenne 2018-2021 en excluant l'année 2020).

Le niveau d'investissement est projeté en hausse à 4,8m€ (environ 5% du chiffre d'affaires) sur la période 2022-2023 du fait d'importantes dépenses de développement informatique, afin de remettre à niveau les outils de la Société, et retrouvent ensuite un niveau plus proche de l'historique récent constaté avec des investissements récurrents de 1,7m€ à 1,9m€ de 2024 à 2027 (environ 1,6% du chiffre d'affaires).

Analyse du Besoin en fonds de roulement

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

Les prévisions de BFR de la Société reposent pour partie sur les niveaux observés historiquement, avec des charges projetées pour chaque *Business Unit* et leurs délais de paiement afférents. Néanmoins, le changement de modèle économique tel que présenté en §3.1.3.3 vise précisément à réduire le niveau de BFR et de créances clients, en hausse significative depuis 5 ans à l'exclusion de l'année 2021 (+30m€ de BFR entre 2016 et 2020). La

[17] 5,2m€ en 2021
[18] Résultat d'exploitation (en normes françaises)
[19] La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€ après déduction du CIR

situation historique est donc non normative, ne permettant pas une comparaison en l'état à l'horizon prévisionnel.

Ainsi, du fait du changement de modèle économique, la Société devrait voir son BFR être fortement réduit en 2022 (-10m€), cette évolution étant suivie d'une réduction plus modérée de 2023 à 2026 (-7m€ en cumul sur la période). A compter de 2027, le BFR devrait évoluer avec la croissance de l'activité.

Le BFR devrait atteindre un niveau estimé à environ 18% du chiffre d'affaires en 2027.

Le BFR intégrant le risque de non-recouvrement lié à la facturation antérieure, nous avons par ailleurs réintégré les provisions pour actif circulant liées à la facturation antérieure aux flux de trésorerie post-EBIT, ce poste de dotations aux provisions intégrant l'ensemble des dotations aux provisions pour actif circulant (facturation antérieure et facturation courante), et ce afin d'éviter une double comptabilisation dans les flux.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée par la Société et du changement de modèle économique en cours, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois raisonnables et cohérentes.

Ces hypothèses intègrent d'abord l'impact négatif lié à ce changement les premières années (notamment en 2022), puis le potentiel de croissance de l'activité impactant la rentabilité de la Société à la hausse.

A compter de 2023, la croissance annuelle moyenne observée, portée par l'extension du réseau d'agences ADA et Point Loc et la hausse de la flotte de véhicules, est cohérente avec la croissance historique observée sur la période 2016-2021[20].

Le plan d'affaires d'ADA apparait plus volontariste sur les hypothèses de rentabilité au regard des marges réalisées historiquement depuis 2018 par la Société.

3.3.1.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base de l'EBIT prévisionnel à fin juin 2022

Afin d'analyser la cohérence du budget 2022 servant au calcul du flux de trésorerie disponible de cette même année, nous nous sommes fait communiquer par la direction financière de la Société l'EBIT (résultat d'exploitation) prévisionnel non audité d'ADA à fin juin 2022, ainsi que les principaux éléments de *reporting* qui le composent.

L'EBIT estimé à fin juin 2022 est en ligne avec celui budgété en avril 2022.
Nous comprenons par ailleurs que, sur la base de l'EBIT estimé à fin juin 2022, la direction financière de la Société estime que les prévisions du budget 2022 dans le plan d'affaires d'ADA, en termes de marge opérationnelle, sont confirmées.

3.3.1.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du Groupe sur la période 2022 – 2027, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

[20] Hors évolution relative au passage des normes IFRS aux normes françaises en 2019

ADA - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
= EBIT	*Incluant l'ensemble des charges de loyer dont crédit-bail*
- Impôt normatif théorique	*Sur résultat d'exploitation*
= NOPAT	***Net Operating Profit After Tax***
+ Provision pour actif circulant (Facturation antérieure)	*Dotation retraitée (intégrée dans la variation du BFR)*
+ Amortissements	*Hors amortissements liés au crédit-bail (ANC 2020-01)*
- Investissements	
+/- Variation du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	**ou *Free Cash-Flows (FCF)***

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1er juin 2022.

3.3.1.5 - Détermination du taux d'actualisation

3.3.1.5.1 - Approche court terme

Calcul du CMPC		Court terme
		ADA
Taux sans risque	(1)	1,52%
Prime de risque du marché	(2)	7,32%
Beta désendetté	(3)	0,97
Gearing	(4)	55%
Beta endetté	(5)	1,36
Prime de taille	(6)	3,94%
Coût des capitaux propres	**(7)**	**15,45%**
Coût de la dette	(8)	0,8%
Taux d'IS	(9)	25,83%
Coût de la dette après impôts		**0,6%**
D/(D+CP)		36%
CP/(D+CP)		64%
Coût moyen pondéré du capital	**(10)**	**10,16%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 31 mai 2022
(2) Fairness Finance - à fin mai 2022
(3) Médiane 2 ans des comparables
(4) Gearing de la société (hors dette de crédit-bail)
(5) Formule de Hamada
(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(7) Formule du modèle CAPM
(8) Coût de la dette de la Société
(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(10) Formule 1-D/(D+E)=E/(D+E)

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,16%, sur la base des hypothèses suivantes :

- le taux sans risque basé sur la moyenne 1 mois au 31 mai 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 1,52% ;
- une prime de risque du marché actions France de 7,32% calculée par Fairness Finance à fin mai 2022.
- un *gearing* de 55% correspondant au *gearing* (ratio dette nette / capitalisation boursière) d'ADA sur la base de la dette financière (hors crédit-bail) de la Société au 31 décembre 2021, et de la valeur des fonds propres induite par le prix d'Offre ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,97 retenu correspond à la moyenne des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables à ADA affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 20%. Il regroupe les sociétés Avis Budget Group et Sixt ;
- la prime de taille retenue (3,94%) est fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson (publiée par Duff & Phelps en 2020) qui fait référence en la matière et de

celle de la CCEF[21] publiée en 2022. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ; et

- un coût de la dette après impôt de 0,6%, obtenu en considérant le coût de la dette moyen pondéré (par le montant des différents emprunts) de 0,75% et un taux d'impôt effectif de 25,8%.

3.3.1.5.2 - Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme (2 ans) :

Calcul du CMPC		**Long terme**
		ADA
Taux sans risque	(1)	0,13%
Prime de risque du marché	(2)	7,91%
Beta désendetté	(3)	0,97
Gearing	(4)	55%
Beta endetté	(5)	1,36
Prime de taille	(6)	3,94%
Coût des capitaux propres	**(7)**	**14,86%**
Coût de la dette	(8)	0,8%
Taux d'IS	(9)	25,83%
Coût de la dette après impôts		**0,6%**
D/(D+CP)		36%
CP/(D+CP)		64%
Coût moyen pondéré du capital	**(10)**	**9,78%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 31 mai 2022
(2) Fairness Finance - à fin mai 2022
(3) Médiane 2 ans des comparables
(4) Gearing de la société (hors dette de crédit-bail)
(5) Formule de Hamada
(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(7) Formule du modèle CAPM
(8) Coût de la dette de la Société
(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(10) Formule 1-D/(D+E)=E/(D+E)

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 9,78%, sur la base des hypothèses suivantes :

- le taux sans risque retenu correspond à la moyenne 2 ans au 31 mai 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,13% ;
- la prime de risque du marché actions France retenue est la moyenne sur 2 ans glissants de 7,91% des primes de risques calculées par Fairness Finance à fin mai 2022.

3.3.1.5.3 - Approche retenue

Nous retiendrons en définitive un taux d'actualisation qui résulte d'une moyenne du taux d'actualisation obtenu sur le « court terme » de 10,16% et du taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » de 9,78%, et qui s'établit à 9,97%.

Calcul du CMPC	
Approche court terme	10,16%
Approche long terme	9,78%
Coût Moyen Pondéré du Capital retenu	**9,97%**

[21] Compagnie des Conseils et Experts Financiers

3.3.1.6 - Calcul de la valeur terminale

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

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Un niveau de marge d'EBIT de 7,9% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge anticipé par ADA à l'horizon du plan d'affaires (2027) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8% (y compris contribution additionnelle) correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022 complété de la contribution additionnelle ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 2,3% du chiffre d'affaires, correspondant à la moyenne sur une période de 10 ans (2018-2027) et intégrant des données historiques et prévisionnelles ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

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

Nous avons retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, en plus de la dette nette ajustée de 28.996k€ au 31 décembre 2021 telle que déterminée en §3.1.2 du présent rapport, l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables qui devraient être observés sur la base du plan d'affaires.
Les déficits reportables imputés sur la durée du plan d'affaires correspondent au stock de déficits reportables au 31 décembre 2021, soit 3.147k€ à l'échelle du Groupe, augmenté de la perte anticipée en 2022.

Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels de la filiale au regard de la réglementation fiscale, l'horizon de l'imputation des déficits étant l'exercice clos au 31 décembre 2026.

La valeur totale obtenue, soit 1.872k€, correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

Le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres utilisé dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés représente une dette nette et s'élève à 27.124k€.

3.3.1.8 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	25,5
Valeur terminale actualisée	48,3
Valeur d'entreprise	**73,8**
Dette financière nette ajustée	-29,0
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	1,9
Valeur des capitaux propres	**46,7**
Nombre d'actions (en milliers)	2 923
Valeur par action (€)	**15,97 €**
Prix d'Offre (€)	18,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	*12,7 %*

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 46,7m€.

La valeur unitaire de l'action ADA s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 15,97€.

Le prix d'Offre de 18,00€ induit une prime de 12,7% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.1.9 - Analyse de sensibilité

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

Analyse de sensibilité (en €)				
		Taux de croissance à l'infini		
		1,00%	1,50%	2,00%
CMPC	9,47%	16,68 €	17,59 €	18,62 €
	9,97%	15,19 €	15,97 €	16,84 €
	10,47%	13,85 €	14,52 €	15,27 €

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 14,52€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 10,47%) et 17,59€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 9,47%).

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux de marge d'EBIT normative fait quant à elle ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité (en €)				
		Marge d'EBIT normative		
		7,40%	7,90%	8,40%
CMPC	9,47%	16,40 €	17,59 €	18,78 €
	9,97%	14,87 €	15,97 €	17,06 €
	10,47%	13,51 €	14,52 €	15,53 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT sur le flux normatif et le taux d'actualisation fait ressortir la même fourchette de valeurs.

3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Nous avons retenu, à titre secondaire, les méthodes de valorisation suivantes :

- référence au cours de bourse ;
- méthode des comparables boursiers.

3.4.1 - Référence au cours de bourse

La société ADA a été introduite en bourse sur le Second Marché de la Bourse de Paris[22]

[22] Marché d'actions qui était réservé aux PME voulant être cotées sur le marché boursier de Paris. Celui-ci n'existe plus depuis 2005, et les valeurs ont été intégrées à l'Eurolist d'Euronext (résultant de la fusion des anciens Premier, Second et Nouveau marchés)

en 1994. Les actions ADA sont aujourd'hui cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0000053076 et ont pour code mnémonique ALADA.

La capitalisation boursière à l'annonce de l'opération et à la suspension du cours qui en découle s'élève à environ 32m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *small caps* ».

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

3.4.1.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Le capital flottant représente 5,28% du capital de la Société soit 154.284 titres sur un total de 2.922.633 titres.

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

ADA - Analyse de liquidité

	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total[1]	Volume cumulé en % du flottant[2]
Moyenne 1 mois	306	6 727	0,2%	4,4%
Moyenne 3 mois	394	25 629	0,9%	16,6%
Moyenne 6 mois	426	55 319	1,9%	35,9%
Moyenne 9 mois	552	107 696	3,7%	69,8%
Moyenne 12 mois	477	124 571	4,3%	80,7%

Source : Capital IQ, Euronext au 27 mai 2022

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

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

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés du fait notamment de la faible part du flottant dans le capital de la Société. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 306 titres (moyenne 1 mois) et 552 titres (moyenne 9 mois).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 124.571, soit 4,3% du nombre total de titres et 80,7% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération d'Offre Publique de Retrait, le nombre total de titres échangés représente 0,2% du nombre total de titres et 4,4% du flottant.

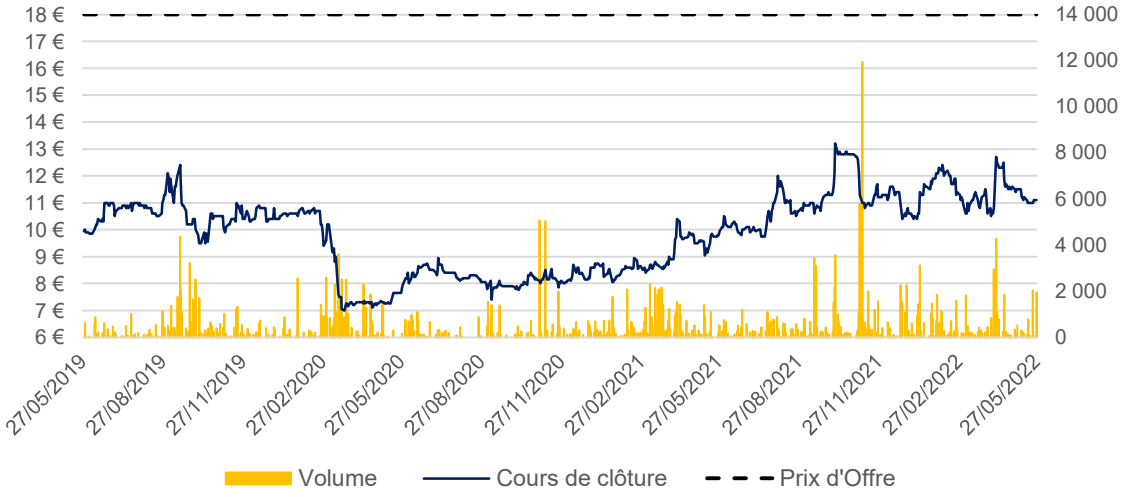
Au regard de ces données, le titre ADA, qui fait l'objet de volumes d'échanges disparates selon les journées, présente une liquidité réduite. D'autre part, la société ADA ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers indépendants.

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

3.4.1.2 - Analyse du cours de bourse

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

Cours de bourse sur 3 ans de l'action ADA



Alors qu'il se situait autour des 10€ fin mai 2019, le cours progresse courant juin 2019 pour atteindre 11€. Le cours de stabilise à ce niveau jusque fin août 2019, la publication des résultats semestriels le 26 juillet 2019 (progression du chiffre d'affaires des enseignes de +4,3% et résultat d'exploitation du Groupe en léger recul à 2,2m€ contre 2,5m€) n'ayant pas d'impact notable sur le cours.

A compter de fin août 2019, le cours est en forte progression et dépasse les 12€ par action début septembre 2019 avant de décrocher légèrement puis reprendre sa marche en avant. Il atteint 12,4€ le 16 septembre 2019.

Le cours de bourse d'ADA chute à partir de mi-septembre 2019 ; cette baisse se poursuit jusque mi-octobre 2019 pour s'établir à 9,5€ sans annonces particulières de la Société sur cette période.

Dans la foulée d'un léger rebond au-delà des 10€, le cours se stabilise et oscille entre 10€ et 11€ jusque fin février 2020.

Fin février 2020, le cours va connaître en quelques jours une chute brutale (-30% environ) et s'établir à 7€ le 23 mars 2020 du fait de la pandémie mondiale de Covid-19 et du confinement décidé sur le territoire français.

À la suite de la publication le 23 mars 2020 du communiqué des résultats 2019 affichant une croissance du chiffre d'affaires consolidé d'ADA de +6,5% et un taux de marge opérationnelle proche de 5%, le cours se maintient autour des 7€ et ce jusque mi-mai 2020.

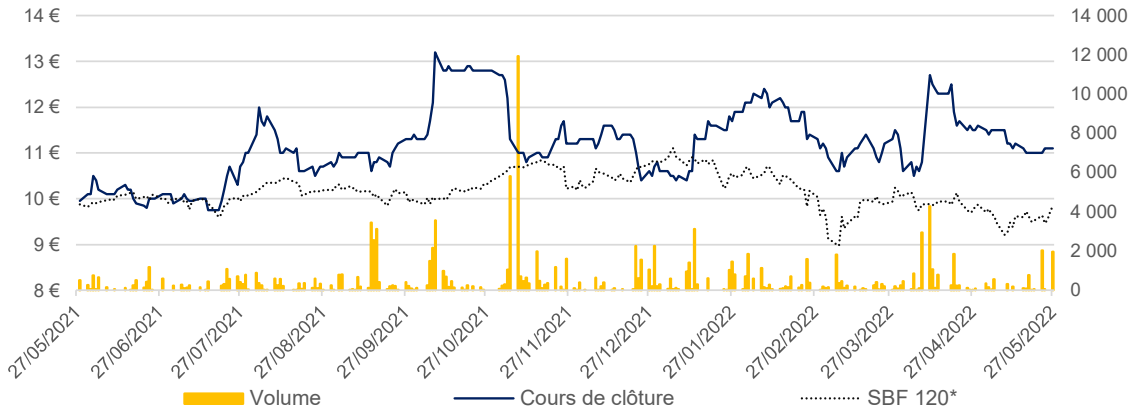
A compter de cette date, le cours va connaître une tendance haussière en se rapprochant des 9€ mi-juillet 2020 avant de décrocher légèrement et passer sous les 8€ début septembre 2020, cette période étant marquée par des volumes d'échange très limités.

Le cours stagne alors et oscille entre 8€ et 9€ sur la période de septembre 2020 à début mars 2021, période d'incertitude concernant les impacts de la pandémie mondiale sur l'activité de la Société. Sur cette période, la publication des résultats semestriels 2020 le 15 octobre 2020 n'a pas d'effet observable sur le cours.

Quelques jours après la publication des résultats 2020 le 11 mars 2021 mettant en exergue, dans le contexte de Covid-19, une baisse de l'activité d'ADA sur l'exercice (-10,8% sur le chiffre d'affaires enseignes et -11,1% sur le chiffre d'affaires consolidé) plus limité que celles des concurrents et laissant présager un rebond sur 2021 notamment grâce à une stratégie de gestion de la crise basée sur l'investissement dans la flotte de véhicules et une diversification de l'offre à l'horizon 2021, le cours progresse et repasse la barre des 10€ pour atteindre 10,3€ le 12 avril 2021.

À la suite de cette embellie, le cours d'ADA est en léger recul. Il se rapproche à nouveau des 9€ mi-mai 2021 avant de rebondir rapidement fin mai et atteindre 10€ fin mai 2021.

Cours de bourse sur 1 an de l'action ADA



**Indice rebasé sur le cours de ADA au 27 mai 2022*

Par la suite, le cours se stabilise à l'instar du marché boursier (SBF 120[23]) autour des 10€ jusque mi-juillet 2021.

A partir du 21 juillet 2021, le cours connait une progression importante alimentée par la publication des résultats semestriels le 28 juillet 2021 qui extériorisent une reprise forte de l'activité (+25% du chiffre d'affaires des enseignes) ainsi qu'un partenariat avec le Groupe SNCF qui lui confie la mise en place de stations 100% libre-service dans 33 gares. Le cours de bourse monte à 12€ début août 2021.
Il s'ensuit une légère baisse du cours qui se stabilise autour des 11€ jusque fin septembre 2021.

A partir de fin septembre 2021, le cours d'ADA s'envole avec une croissance de plus de 15% en quelques jours pour atteindre 13,2€ le 8 octobre 2021, soit le niveau maximum observé au cours de la dernière année (13,5€ en *intraday* le même jour), témoignant d'une dynamique nettement plus favorable que celle du SBF 120 avec des volumes d'échanges plus importants sur cette période.

Le cours se maintient à un niveau proche de 13€ jusque début novembre 2021 avant de plonger en quelques jours en deçà des 11€ jusque mi-novembre 2021. Il évolue par la suite entre 11€ et 12€ jusqu'au 20 décembre 2021 et décroche légèrement fin décembre 2021 (-10% environ sur cette période).

Le cours rebondit mi-janvier 2022 et connait par la suite une tendance haussière pour franchir les 12€ début février 2022. Mais après une période de hausse d'un mois, le cours revient à son niveau de début janvier à 10,6€ au 8 mars 2022.

Dans un contexte de reprise d'activité globale, le cours progresse à nouveau et atteint 11,4€ le 30 mars 2022. Ce même jour, le communiqué sur les résultats 2021 est publié. En dépit de l'annonce d'un retour de l'activité au niveau d'avant crise sanitaire sur l'exercice 2021, le marché réagit défavorablement et le cours recule légèrement jusqu'à 10,5€ au 5 avril 2022.

Le 11 avril 2022, le cours progresse de près de 18% à 12,7€ sans que cela ne soit en lien avec une publication de la Société. Une dizaine de jours plus tard, le cours revient à un niveau proche de 11,5€ et se stabilise jusqu'au 9 mai 2022 avant de se rapprocher des 11€ mi-mai.

[23] Indice composé des 120 capitalisations boursières les plus importantes de la Bourse de Paris

Le dernier cours de clôture au 27 mai 2022, soit la dernière journée d'échanges avant la suspension du cours (le 30 mai 2022) et l'annonce au marché du projet d'Offre Publique de Retrait (le 31 mai 2022) à 18€, s'élève à 11,10€.

Les niveaux de cours de bourse historique semblent faiblement corrélés, au regard de nos recherches, aux annonces de la Société, du fait notamment de la liquidité réduite du titre ADA.

3.4.1.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 27 mai 2022, dernier cours précédant la suspension du cours le 30 mai 2022 et l'annonce au marché le 31 mai 2022 du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire de ADA au prix de 18€ par action.

ADA - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	**Prime extériorisée en %[1]**
Cours de clôture (le 27 mai 2022)	**11,10**	**62,2%**
CMPV* 20 jours	**11,04**	**63,0%**
CMPV* 60 jours	**11,32**	**59,0%**
CMPV* 120 jours	11,26	59,8%
CMPV* 180 jours	11,32	59,0%
CMPV* 250 jours	11,20	60,8%
Maximum cours de clôture - 1 an	*13,20*	*36,4%*
Minimum cours de clôture - 1 an	*9,75*	*84,6%*

[1] Pour un prix d'offre de 18€ par action
**Cours Moyen Pondéré par les Volumes*
Source : Euronext, Capital IQ le 27 mai 2022

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 11,04€ (moyenne 20 jours) et 11,32€ (moyenne 60 et 180 jours).

Le prix proposé de 18€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 59,0% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 et 180 jours) et 63,0% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours). Il offre une prime de 62,2% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (11,10€ le 27 mai 2022) et une prime de 36,4% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année (13,20€ le 8 octobre 2021).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières (notamment la publication des résultats annuels 2021 le 30 mars 2022) et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 27 mai 2022 (dernier cours observé avant la suspension du cours de bourse et l'annonce de l'opération).

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours et 180 jours seront également présentées en synthèse.

3.4.2 - Méthode des comparables boursiers

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

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

Néanmoins, cette méthode de valorisation n'a été retenue qu'à titre secondaire car :

- la Société ayant opéré un changement de modèle économique en février 2022 comme décrit en §3.1.3.3 du présent rapport, se traduisant par une montée en puissance progressive de la profitabilité d'ADA, l'horizon de prévisions des analystes sur les sociétés comparables (2025) ne permet pas la prise en compte du potentiel de croissance de la Société à moyen et long terme ;
- bien qu'ayant des activités proches, les sociétés retenues, de taille sensiblement supérieure à ADA, présentent des taux de marge opérationnelle historique plus élevés qu'ADA et opèrent pour certaines avec une majorité de succursales tandis qu'ADA opère quasi-exclusivement par le biais d'un réseau de franchisés,
- les valeurs des sociétés du secteur (à l'exception d'Europcar qui fait l'objet d'une offre) ont connu ces derniers mois une volatilité significative,
- le mode de détention et de financement de la flotte de véhicules diffère selon les sociétés du secteur,
- les sociétés comparables publient leurs comptes selon des référentiels comptables (en normes IFRS ou en US GAAP) différents de celui utilisé par ADA (en normes françaises).

3.4.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'ADA.

Sur le marché de la location de véhicules, nous avons identifié les principaux concurrents directs d'ADA. Afin de tenir compte des spécificités d'ADA (activité, organisation, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents (sociétés disposant d'une certaine liquidité), nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- opérant majoritairement sur de la location courte durée. Nous avons exclu les comparables présentant une activité de location longue durée s'apparentant à du leasing ;
- présentes sur le marché de la location de véhicules particuliers et utilitaires ;
- européennes ou américaines.

Nous avons également identifié les sociétés Ucar et Europcar. Ces sociétés faisant actuellement l'objet d'une offre publique d'achat annoncées respectivement en avril 2022 et en juillet 2021, nous ne les avons pas retenues dans notre échantillon de sociétés cotées comparables. Nous les avons en revanche intégrées à notre échantillon de transactions comparables. Ces sociétés sont présentées en §3.5.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes et américaines actives sur le secteur de la location de courte durée et se présente comme suit :

Présentation des sociétés comparables

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2021 (en m€)
Avis Budget Group, Inc.	Etats-Unis	10 008	8 189
Sixt SE	Allemagne	4 809	2 294
Hertz Global Holdings, Inc.	Etats-Unis	7 435	6 451
Moyenne		**7 417**	**5 644**

Source : Capital IQ
**Moyenne 1 mois au 31/05/2022*

Les trois sociétés comparables à ADA opérant dans le marché de la location courte durée de véhicules particuliers et utilitaires sont décrites ci-dessous :

- Avis Budget Group, Inc, est une société américaine créée en 1946 faisant partie des leaders mondiaux de la location de courte durée, dont la majeure partie de l'activité provient de l'activité de location de voitures (92%). Le groupe opère à travers près de 11 000 agences et dans près de 180 pays. Son activité se divise en 2 réseaux principaux,

Avis, l'enseigne *premium* (55% du chiffre d'affaires 2020) et Budget, le segment *low-cost* (35% du chiffre d'affaires) Avis Budget Group présente un modèle mixte reposant à la fois sur des succursales et des franchises. La société est cotée au Nasdaq et son chiffre d'affaires s'est élevé à 8.189m€ en 2021, dont plus de 80% est réalisé dans les Amériques.

- Sixt SE est une société allemande fondée en 1911 spécialisé dans la location de courte durée de véhicules particuliers et utilitaires majoritairement actif sur le marché européen. Le groupe opère à travers plus de 2100 agences. Sixt SE est positionnée sur le segment haut de gamme avec une flotte composée de véhicules *premiums* destinés principalement aux professionnels. Les agences Sixt sont implantées pour près de la moitié dans les gares et les aéroports. Le groupe se développe principalement en propre et possède un nombre limité de franchisés. La société est cotée sur le Xetra et son chiffre d'affaires s'est élevé à 2.294m€ en 2021, dont 13% est réalisé en France.

- Hertz Global Holdings est une société américaine fondée en 1918. Elle opère majoritairement sur le segment de la location courte de durée mais propose également des services de leasing et de gestion de flottes, d'autopartage, de vente de véhicules et de location d'équipement. L'activité du groupe est concentrée sur les Etats-Unis où se situe plus de 80% de son chiffre d'affaires. Hertz exploite à la fois des agences en propre mais aussi des franchises. La société est cotée au Nasdaq et son chiffre d'affaires s'est élevé à 6.451m€ en 2021, dont 94% issu de son activité de location de voiture. Pour note, la société a connu une diminution notable de son chiffre d'affaires à l'occasion de la crise de la Covid-19. Elle a de ce fait déposé en mai 2020 une demande pour se placer sous la protection de la loi sur les faillites aux Etats-Unis (au titre du chapitre 11 de cette loi), suivie d'une suspension de la cotation du titre à la bourse de New York (NYSE) le 30 octobre 2020 du fait de la mise en faillite d'Hertz Global Holdings. La société est sortie du chapitre 11 en juin 2021 et a été réintroduite en bourse en novembre 2021.

3.4.2.2 - Analyse des comparables boursiers

Le taux de croissance du chiffre d'affaires de 2019 à 2025 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables							
Comparables boursiers	**Croissance du chiffre d'affaires**						
	18/19	**19/20**	**20/21**	**21/22**	**22/23**	**23/24**	**24/25**
Avis Budget Group, Inc.	2,6%	-46,0%	85,4%	29,7%	-1,8%	3,5%	n/a
Sixt SE	-14,6%	-38,5%	48,9%	19,7%	13,3%	11,8%	14,9%
Hertz Global Holdings, Inc.	5,0%	-50,7%	50,1%	34,8%	6,1%	3,2%	n/a
Moyenne	**-2,3%**	**-45,1%**	**61,5%**	**28,1%**	**5,9%**	**6,1%**	**14,9%**
ADA	**8,5%**	**-11,1%**	**13,6%**		**2,8%[1]**		

Source : Capital IQ au 31/05/2022

[1] Taux de croissance annuel moyen sur la période 2021-2025

n/a : non applicable

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires historique des sociétés comparables de l'échantillon est inférieure à celle d'ADA sur la période 2018-2020, tandis qu'elle lui est supérieure pour l'année 2021.

Il convient de noter que l'année 2020 a été fortement impactée par la crise sanitaire de la Covid-19, concernant l'ensemble du secteur de la location de courte durée. Cela s'est traduit par un taux de croissance du chiffre d'affaires moyen des sociétés comparables de -45,1%. ADA, de par sa moindre exposition au tourisme du fait d'une présence moins importante dans les gares et aéroports et son fonctionnement en franchise, a fait preuve d'une résilience supérieure lors de cette crise (-11,1%) ce qui explique une reprise 2021 moins forte que ses concurrents.

Sur la période 2021-2025, la croissance prévisionnelle d'ADA est inférieure à l'échantillon. Sur l'année 2022 les estimations d'ADA prévoient une décroissance, pour les raisons mentionnées en §3.1.3.3, alors que la moyenne de l'échantillon de comparables extériorise une croissance de

+28,1%. Sur la période 2022-2025, le TCAM d'ADA serait plus favorable, dépassant les croissances prévisionnelles moyennes 2023 et 2024 de l'échantillon de comparables.

Ces comparaisons sont à relativiser au regard du mode de détention des actifs et de la comptabilisation du chiffre d'affaires qui varie en fonction des sociétés.

Les taux de marge d'EBIT de 2019 à 2025 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables							
Comparables boursiers	**Marge d'EBIT[1]**						
	2019	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Avis Budget Group, Inc.	9,9%	-2,9%	26,1%	23,7%	15,2%	14,3%	n/a
Sixt SE	14,0%	-0,7%	20,1%	18,3%	16,1%	15,2%	13,1%
Hertz Global Holdings, Inc.	7,7%	-19,7%	28,1%	24,3%	16,7%	13,1%	n/a
Moyenne	**10,5%**	**-7,8%**	**24,8%**	**22,1%**	**16,0%**	**14,2%**	**13,1%**
ADA	**4,9%**	**1,6%**	**-3,6%**		**0,6%[2]**		

Source : Capital IQ au 31/05/2022

[1] EBIT retraités de la norme IFRS 16 pour les sociétés cotées comparables concernées

[2] Moyenne arithmétique des marges d'EBIT sur la période 2022-2025

Note : l'EBIT correspond au Résultat d'Exploitation

n/a : non applicable

A l'exception de l'année 2020 pendant laquelle ADA a vu sa profitabilité se dégrader moins fortement que les sociétés comparables pour les raisons explicitées préalablement, les taux de marge d'EBIT générés par ADA sur la période historique et prévisionnelle sont inférieurs aux taux de marge moyens des sociétés comparables, ceci pouvant s'expliquer notamment par :

- la différence de taille entre ADA et les sociétés de l'échantillon ;
- le fait que les sociétés de l'échantillon opèrent pour certaines avec une majorité de succursales tandis qu'ADA opère quasi-exclusivement par le biais d'un réseau de franchisés ;
- la publication par les sociétés comparables de comptes selon des référentiels comptables (en normes IFRS ou en US GAAP) différents de celui utilisé par ADA (en normes françaises).

Ces comparaisons sont à relativiser au regard des limites exprimées en préambule (normes comptables, *business model*…)

3.4.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat d'Exploitation comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans les traitements comptables des locations opérationnelles et locations financement selon les normes (IFRS 16 ou la norme ASC 842 en US GAAP) qui rendent moins pertinent le multiple d'EBITDA.

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

Nous avons également retraité l'ensemble des dettes nettes des sociétés comparables de l'impact des normes comptables IFRS 16 pour Sixt et ASC 842 (US GAAP) pour Hertz et Avis Budget Group.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, ADA présente des marges opérationnelles nettement inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;

- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le mode de détention de leur flotte de véhicule et sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	**VE/EBIT**	
	2024	**2025**
Avis Budget Group, Inc.	15,9x	n/a
Sixt SE	11,6x	11,7x
Hertz Global Holdings, Inc.	13,6x	n/a
Moyenne	**13,7x**	**11,7x**

Source : Capital IQ au 31/05/2022
n/a : non applicable en raison de l'absence de prévisions d'analystes

3.4.2.4 - Application de la méthode

La profitabilité observée en 2022 et 2023 n'étant pas normative, nous avons retenu, afin de refléter au mieux le changement de modèle économique en cours chez ADA et l'amélioration de la profitabilité anticipée à compter de 2024, les multiples médians VE / EBIT pour les années 2024 et 2025, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport (31 mai 2022) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées que nous avons appliquées aux EBIT prévisionnels d'ADA sur les mêmes années.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon malgré la différence significative entre la taille d'ADA et celle de l'échantillon, l'hypothèse retenue maximisant la valeur obtenue par la méthode des comparables boursiers.

3.4.2.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites d'ADA obtenues par la méthode des comparables boursiers.

ADA - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
	VE / EBIT		**Moyenne**
	2024	**2025**	**24-25**
Valeur des fonds propres (en m€)	**21,1**	**39,9**	**30,5**
Nombre d'actions (en milliers)	2 923	2 923	2 923
Valeur par action (€)	**7,22 €**	**13,64 €**	**10,43 €**
Prix d'offre (€)			18,00 €
Prime offerte par le prix d'offre			*72,6%*

Nous obtenons, en synthèse, une valeur d'ADA par la méthode des comparables boursiers de 10,43€.

Le prix d'Offre de 18,00€ fait ressortir une prime de 72,6% sur la valeur obtenue par cette méthode.

Cette valeur repose sur des prévisions d'EBIT d'ADA à moyen terme qui se fondent sur une amélioration continue de l'EBIT sans atteindre toutefois le niveau de marge opérationnelle considéré comme normatif, à savoir 7,9% (observé seulement à l'horizon 2027).

3.5 - Méthode d'évaluation présentée à titre indicatif

3.5.1 - Méthode des transactions comparables

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

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues sur les trois dernières années pour des sociétés comparables à ADA, situées en Europe et aux Etats-Unis.

Cependant, l'échantillon de transactions identifiées ne présente pas une information financière suffisante (absence de données de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT pour la plupart des transactions identifiées) et met en exergue des multiples extrêmes non représentatifs d'une valeur de marché. De plus, certaines transactions ne reflètent pas la dynamique actuelle du marché car ces dernières ont été réalisées avant la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 et la pénurie observée sur les semi-conducteurs.

De surcroît, les résultats opérationnels d'ADA en 2021 (post changements d'estimations comptables) et 2020 sont négatifs et l'application des multiples de valorisation à l'EBIT 2021 et 2020 d'ADA ferait ressortir une valeur d'entreprise d'ADA négative, ce qui rend la mise en œuvre de cette méthode non pertinente.

Nous présentons toutefois à titre purement informatif ci-dessous notre analyse des transactions qui auraient été considérées comme comparables, les multiples ayant été appliqués à l'EBIT 2021 avant changement d'estimations comptables.

3.5.1.1 - <u>Choix des transactions</u>

La Société est positionnée sur le marché des entreprises de location de courte durée.

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2019 sur 5 sociétés évoluant sur le même secteur d'activité.

3.5.1.2 - <u>Analyse des transactions</u>

Notre analyse nous a conduit à analyser un échantillon de 5 transactions. Ces transactions sont présentées ci-après.
Nous avons mis en exergue dans notre analyse le multiple d'EBIT. Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base du dernier EBIT connu à la date de la transaction, à savoir l'EBIT du dernier exercice clos[24] des sociétés cibles précédant la réalisation de la transaction[25].

[24] A l'exception de la transaction visant Via Location, pour laquelle l'EBIT 2018 a été retenu (4,2m€ contre 0,9m€ en 2019)
[25] Pour Europcar Mobility Group, un EBIT 2021 a donc été retenu (l'EBIT 2020 étant négatif du fait de la pandémie de Covid-19)

Les transactions se synthétisent comme suit :

Ada - Transactions comparables				
Date d'annonce	**Acquéreur**	**Cible**	**Nationalité cible**	**% acquis**
avr.-22	Groupe Cosmobilis	Ucar SA	France	67%
déc.-21	Spuigroep B.V.	Avis Budget Autoverhuur B.V.	Pays-Bas	100%
juil.-21	Green Mobility Holding*	Europcar Mobility Group	France	100%
févr.-20	Fraikin SAS	VIA LOCATION S.A.S.	France	100%
juil.-19	Mutua Madrileña	CENTAURO RENT A CAR	Espagne	80%

**Consortium mené par Volkswagen*

Source : Capital IQ

Nous avons retenu un échantillon de cinq transactions comparables à ADA opérant sur le secteur de la location de courte durée :

- Le 11 avril 2022, le groupe de distribution automobile Cosmobilis a annoncé l'acquisition d'un bloc majoritaire d'actions (67% du capital) de la société Ucar au prix de 59,15€ par action. Cette opération sera suivie d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde des actions Ucar au même prix de 59,15€. Ucar a pour activité la location de voitures pour particuliers et de véhicules utilitaires en France. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 32m€.

- En décembre 2021, Spuigroep, a annoncé le rachat de Avis Budget Autoverhuur pour 22m€. Avis Budget Autoverhuur est la filiale des activités de location courte durée du groupe Avis aux Pays-Bas. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 18m€.

- En juillet 2021, un consortium mené par le groupe Volkswagen a annoncé le projet d'offre publique d'achat sur Europcar Mobility Group au prix de 0,50€ par action. Europcar Mobility Group propose aux particuliers et aux entreprises de la location courte et moyenne durée de véhicules de tourisme et utilitaires. Europcar Mobility Group s'est diversifiée et offre aujourd'hui des services de chauffeur, d'autopartage, et de location de voitures entre particuliers. Son chiffre d'affaires en 2019 était de 3022m€[26]. A noter que cette offre, ouverte depuis le 26 novembre 2021, n'a été approuvée par la Commission Européenne que fin mai 2022 et que l'AMF a publié l'avis de résultat de l'offre le 15 juin 2022.

- En février 2020, Fraikin a annoncé le rachat de Via Location pour 190m€. Via Location loue, entretient et gère des véhicules commerciaux et des poids lourds. Elle propose des services de location courte durée, des services de location avec chauffeur, des services de maintenance et des solutions de reprise de flotte et d'atelier. La société est basée à Paris, en France. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 121m€.

- En juillet 2019, Mutua Madrileña Automovilista a annoncé le rachat de Centauro Rent A Car pour 163m€. Centauro Rent A Car est une entreprise espagnole de location de courte durée de véhicules particuliers et utilitaires. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 73m€.

3.5.1.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le résultat d'exploitation comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans les traitements comptables des loyers (location opérationnelle et location financement) entre les différentes normes comptables notamment dans le cadre de la location de la flotte de véhicules.

[26] Chiffre d'affaires 2020 affecté par la pandémie de Covid-19

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison du différentiel de profitabilité existant entre les sociétés de l'échantillon et ADA ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le mode de détention de leur flotte de véhicule ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

ADA - Transactions comparables

Date annonce	Cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBIT (m€)	VE/EBIT extériorisés	VE/EBIT retenus
avr.-22	Ucar SA	100	32	0,4	279,8x	n.s[1]
déc.-21	Avis Budget Autoverhuur B.V.	26	18	-7	-3,7x	n.s[1]
juil.-21	Europcar Mobility Group	5 212	3 022	187	27,9x	27,9x
févr.-20	VIA LOCATION S.A.S.	327	121	4	77,7x	n.s[1]
juil.-19	CENTAURO RENT A CAR	199	73	12	16,0x	16,0x
Moyenne						**22,0x**

[1] *Multiples non exploitables*

Source : Capital IQ, Orbis, presse, projet de note d'information et de note en réponse pour Europcar Mobility

Seules les transactions concernant Europcar Mobility Group et Centauro Rent A Car qui extériorisaient des multiples cohérents ont été retenues dans le calcul de la moyenne. Nous avons exclu les multiples des autres transactions qui ne nous apparaissaient pas cohérents avec l'échantillon retenu et pouvaient fausser selon nous l'application de la méthode.

A noter que la transaction sur Ucar annoncée le 11 avril 2022 met en exergue un multiple d'EBIT très élevé (près de 280x) et qui *de facto* apparaît non exploitable. Ce multiple résulte selon nous d'une profitabilité opérationnelle de la société très faible en 2021, d'un plan d'affaires établi par le management de Ucar qui est qualifié de « très ambitieux »[27] par l'établissement présentateur de cette offre, et de synergies anticipées par Cosmobilis avec les autres activités du groupe. Il n'a par conséquent pas été retenu dans le calcul de la moyenne et de la médiane des multiples.

En appliquant l'EBIT d'ADA pour l'année 2021 avant changements d'estimations comptables au multiple de VE / EBIT moyen extériorisé, permettant ainsi d'extérioriser une valeur d'entreprise d'ADA positive, puis en retranchant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée en §3.1.2. de ce rapport, nous obtiendrions une valeur implicite d'ADA par la méthode des transactions comparables qui s'établirait à 10,67€ par action. Le prix d'Offre de 18€ ferait ressortir une prime de 68,7% sur cette valeur.

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

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

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

[27] Plan d'affaires ayant pour objectif :

- d'atteindre près de 1.000 points de location à horizon 2025, et de poursuivre son expansion jusqu'à plus de de 1.100 en 2026 (contre 437 en 2021) ;
- la réalisation d'un chiffre d'affaires et d'un EBITDA ajusté en croissance annuelle moyenne respectivement de 16% et 47% entre 2021 et 2026

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches ainsi que la référence aux objectifs de cours, à la valeur nette comptable des titres ADA dans les comptes de Groupe Rousselet, aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société, et aux augmentations de capital récente d'ADA pour les raisons respectivement évoquées aux §3.2.3, §3.2.5, §3.2.6 et §3.2.7 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés (à titre principal) ;
- Référence au cours de bourse (à titre secondaire) ;
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) ;
- Méthode des transactions comparables (à titre secondaire) ;
- Référence à l'actif net comptable (présentée à titre indicatif).

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

L'établissement présentateur a retenu la méthode des transactions comparables à titre secondaire. Nous avons retenu cette méthode à titre indicatif pour notre part pour les raisons explicitées en §3.5, où nous présentons notre approche méthodologique.

L'établissement présentateur a, de plus, présenté la référence à l'actif net comptable en synthèse comme autre critère de référence. Nous n'avons pour notre part pas retenu cette méthode pour les raisons explicitées en §3.2.1, bien que nous la présentions à titre indicatif dans ce même paragraphe, et aboutissons à la même valeur que l'établissement présentateur (11,0€ par action).

Notre approche est décrite dans les parties §3.2, §3.3 et §3.4 du présent rapport.

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

4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a, dans le cadre d'un premier plan d'affaires :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2027[28] ;
- calculé une valeur terminale intégrant un taux de croissance à l'infini de 1,5% et une marge d'EBITDA de 10,2% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,6%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la Société et intègre un taux sans risque (1,48%), une prime de risque (7,51%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 1,33 (bêta désendetté de 1,02), une prime de taille de 3,2%, un coût de la dette avant impôt de 0,9% et un *gearing* d'environ 40% ; et
- déduit de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres estimée au 30 juin 2022 (-27,6m€).

[28] En ne retenant cependant sur le premier flux que la période allant du 1er juillet 2022 au 31 décembre 2022

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur et découlant du plan d'affaires de la Société (scénario de base), fait ressortir une valeur d'entreprise ADA comprise entre 65,5m€ et 78,7m€ et une valeur centrale de 71,4m€.

L'établissement présentateur a en outre étudié un scénario dégradé, qui :
- décale à l'année 2024 le retour à la croissance de l'activité de la Société, au lieu de 2023 ;
- retient les mêmes hypothèses de coût moyen pondéré du capital et de taux de croissance à l'infini que décrites précédemment.

Ce scénario dégradé fait ressortir une fourchette de valeur d'entreprise centrale de 67,4m€.

En retenant comme fourchette basse la valeur centrale du scénario dégradé et comme fourchette haute la borne haute des valeurs issus du plan d'affaires (scénario de base), la méthode de flux de trésorerie actualisés telle qu'appliquée par l'établissement présentateur fait ressortir une valeur par action ADA comprise entre 13,6€ et 17,5€, avec une valeur centrale s'établissant à 15,0€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 13,6€ (plan d'affaires dégradé avec un taux d'actualisation de 10,64% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 17,5€ (plan d'affaires de la Société avec un taux d'actualisation de 10,14% et taux de croissance à l'infini de 2,0%).

Nous n'avons pour notre part pas mis en œuvre la méthode sur la base d'un scénario dégradé, et avons extériorisé des valeurs basées uniquement sur le plan d'affaires de la Société.

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires de la Société (scénario de base) jusqu'au 31 décembre 2027, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur.

Lesdites modalités que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.1.1 - Détermination du flux normatif et de la valeur terminale

Le niveau de flux de trésorerie normatif retenu par l'établissement présentateur reste proche de celui que nous avons extériorisé.

4.2.1.2 - Calcul du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Ada - Calcul du CMPC					
	Etablissement présentateur		Crowe HAF		
			Court terme	Long terme	Moyenne
Taux sans risque	1,48%	(1)	1,52%	0,13%	0,82%
Prime de risque du marché	7,51%	(2)	7,32%	7,91%	7,61%
Beta désendetté	1,02	(3)	0,97	0,97	0,97
Gearing	40,0%	(4)	55,1%	55,1%	55,1%
Beta endetté	1,33	(5)	1,36	1,36	1,36
Prime de taille	3,2%	(6)	3,9%	3,9%	3,9%
Coût des capitaux propres	**14,6%**	**(7)**	**15,45%**	**14,86%**	**15,15%**
Coût de la dette	0,9%	(8)	0,8%	0,8%	0,8%
Taux d'IS	25,00%	(9)	25,83%	25,83%	25,83%
Coût de la dette après impôts	**0,7%**		**0,6%**	**0,6%**	**0,6%**
D/(D+CP)	28,57%		35,53%	35,53%	35,53%
CP/(D+CP)	71,43%		64,47%	64,47%	64,47%
Coût moyen pondéré du capital	**10,6%**	**(10)**	**10,16%**	**9,78%**	**9,97%**

(1) Bloomberg - Taux spot au 27/05/2022 (OAT 10 ans)
(2) Fairness Finance - moyenne historique sur 6 mois
(3) Damodaran - Beta 1 an des comparables boursiers sauf Ucar
(4) Structure financière cible d'Ada
(5) Formule de Hamada
(6) Duff & Phelps 2020
(7) Formule du modèle CAPM
(8) Coût de la dette 2021 d'Ada
(9) Taux d'impôt sur les sociétés françaises 2022
(10) Formule 1-D/(D+E)=E/(D+E)
Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.1.5 du présent rapport

Les écarts observés proviennent d'une part des sources de marché utilisées et d'autre part des horizons temporels considérés pour la détermination des différents paramètres comme le montre le tableau ci-dessus.
L'établissement présentateur applique également un *gearing* sur la base d'une structure financière cible d'ADA tandis que nous retenons un *gearing* sur la base de la capitalisation boursière issue du prix d'Offre.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,6%) est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (9,97%, moyenne des deux approches) et reste cohérent.

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

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -27,6m€ au 30 juin 2022 intégrant la dette financière nette hors dette de location crédit-bail au 31 décembre 2021 (-22,5m€) ajustée des comptes courants auprès de Groupe Rousselet (-6,4m€), des provisions liées aux indemnités de retraite (-0,1m€), des immobilisations financières (+0,1m€) et des flux de trésorerie estimés au 1er semestre 2022 (+1,4m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -27,1m€ correspondant à la dette financière nette ajustée de -29,0m€ au 31 décembre 2021 sur la base du calcul détaillé en §3.1.2 du présent rapport, auquel a été ajouté l'économie d'impôt projetée sur déficit reportable à savoir +1,9m€ tel qu'indiqué en §3.3.1.7, tandis que l'établissement présentateur tient compte de cette économie d'impôt dans les flux de trésorerie.

L'écart porte principalement sur la prise en compte par l'établissement présentateur des flux de trésorerie au 1er semestre 2022 pour 1,4m€, que nous n'avons pas comptabilisé car nous intégrons directement le 1er semestre 2022 dans nos flux de trésorerie dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés.

4.2.1.4 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 15,0€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur (15,97€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

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

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60, 120, 180 et 250 dernières séances boursières précédant le 27 mai 2022 correspondant au dernier jour de bourse avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Nous avons également retenu le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières précédant l'annonce de l'opération au 27 mai 2022, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 27 mai 2022 pour les raisons mentionnées en §3.4.1 tout en mettant en exergue les moyennes 120 et 180 jours.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.

Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre secondaire comme expliqué en §3.4.1.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de quatre sociétés de location de véhicules (Avis Budget Group, Hertz, Sixt et Ucar) évoluant principalement aux Etats Unis et en Europe, et qui, à l'exception de Ucar, présentent une taille nettement supérieure à celle d'ADA.

Nous avons pour notre part un échantillon composé de trois sociétés (Avis Budget Group, Hertz et Sixt), ces dernières étant également retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu la société Ucar qui fait l'objet d'une offre publique d'achat dont la réalisation n'est pas encore effective. En effet, l'annonce de cette offre, initiée par le groupe Cosmobilis, a eu lieu le 11 avril 2022 et a conduit à un ajustement important du cours de Ucar au niveau du prix d'offre.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

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

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 27 mai 2022, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés

comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date[29], soit une capitalisation boursière au 27 mai 2022 et la dernière dette nette consolidée publiée par ces sociétés. Nous avons pour notre part retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 31 mai 2022 et une dette nette au 31 mars 2022 (Avis Budget Group et Hertz) ou au 31 décembre 2021 (Sixt).

Les multiples médians et moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à un EBIT d'ADA dit « normatif », correspondant à un EBIT de la Société post transition de l'ancien *Business Model* au nouveau *Business Model* anticipé par la Société dans son plan d'affaires pour 2027 sans croissance. Cet EBIT, qui n'intègre pas la croissance du réseau de franchisés anticipé par le management d'ADA, a été calculé en modélisant sur 6 ans la fin des contrats en cours avec les membres de son réseau dans le format de l'ancien modèle économique, et par le remplacement de ces derniers par des contrats dans le format du nouveau modèle économique, sur la base d'indications de la Société. Pour les raisons citées en §3.4.2, nous avons pour notre part appliqué les multiples d'EBIT extériorisés à l'EBIT[30] 2024 et 2025 résultant du plan d'affaires d'ADA intégrant la croissance du réseau de franchisés.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de -28,2m€ au 31 décembre 2021 tandis que nous avons retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de -29m€. Cet écart provient de la prise en compte des économies d'impôts sur les déficits fiscaux reportables (0,8m€) par l'établissement présentateur. Nous considérons pour notre part que les comparables boursiers, présentant un profil similaire à notre Société, disposent également de déficits fiscaux reportables qui sont intégrés dans la valeur de marché (capitalisation boursière) de ces sociétés.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action ADA obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 9,9€ et 11,0€. Cette fourchette correspond à la médiane (borne basse) et à la moyenne (borne haute) des multiples d'EBIT des multiples boursiers.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action ADA par la méthode des comparables boursiers de 10,43€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT pour les années 2024 et 2025.

L'écart observé provient essentiellement du choix de l'agrégat par l'établissement présentateur, qui utilise un EBIT dit « normatif » expliqué ci-avant, tandis que nous utilisons les EBIT issus du plan d'affaires communiqué par la Société pour les exercices 2024 et 2025.
Par ailleurs, les multiples proviennent d'échantillons de sociétés retenues légèrement différents et sont calculés sur des années différentes (2022 pour l'établissement présentateur et 2024 et 2025 pour notre part).

[29] Par exception, la capitalisation boursière de la société Ucar a été considérée au 7 avril 2022 afin de ne pas prendre en compte les effets sur le cours de bourse de l'annonce le 11 avril 2022 du projet d'OPA sur la société Ucar initié par le Groupe Cosmobilis

[30] Retraités de la charge d'intérêt liée aux dettes de crédit-bail en cohérence avec le retraitement similaire appliqué sur les prévisions d'EBIT servant de base au calcul des multiples

5 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

5.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous avons reçu un courriel d'un actionnaire minoritaire d'ADA en date du samedi 18 juin 2022.

Il nous informe dans ce courriel de questions qui seront posées à l'Assemblée Générale d'ADA du 22 juin 2022 et nous interpelle sur différents sujets :

- La « *sortie de Ucar des comparables par la banque présentatrice* » et les « *valorisations fondées sur les DCF et les comparables* » par l'expert indépendant qui est intervenu sur l'offre Ucar ;
- L'impact sur l'évaluation des changements d'estimations comptables et de pratique de gestion et ce qu'aurait donné le *business plan* sans l'impact de ces changements dans un contexte de croissance du secteur ;
- La valorisation des synergies « *entre ADA et le Groupe Rousselet* » qui seraient dégagées par l'opération.

5.2 - Analyse et appréciation des observations

Concernant la prise en compte par la banque présentatrice du multiple induit par le prix de l'offre publique visant les actions Ucar, il convient de noter que la banque présentatrice a bien pris en compte Ucar en tant que société comparable en utilisant comme référence le dernier cours de bourse d'Ucar précédent sa suspension de cotation.

Concernant le fait que l'expert indépendant qui est intervenu sur l'offre Ucar ait retenu des valorisations fondées sur les DCF (flux de trésorerie actualisés) et les comparables boursiers, il est rappelé que ces mêmes méthodes ont été appliquées par nous-mêmes[31] avec un échantillon proche par la méthode des comparables boursiers. Il est rappelé également l'exclusion de la méthode des transactions comparables par l'expert indépendant dans l'offre Ucar.

Sur le point de la référence au prix de la transaction Ucar, il est expliqué en §3.5.1.3 de notre rapport que « *la transaction sur Ucar annoncée le 11 avril 2022 met en exergue un multiple d'EBIT très élevé (près de 280x) et qui de facto apparaît non exploitable. Ce multiple résulte selon nous d'une profitabilité opérationnelle de la société très faible en 2021, d'un plan d'affaires établi par le management de Ucar qui est qualifié de « très ambitieux » par l'établissement présentateur de cette offre, et de synergies anticipées par Cosmobilis avec les autres activités du groupe. Il n'a par conséquent pas été retenu dans le calcul de la moyenne et de la médiane des multiples.* »

Concernant la « *modification substantielle en matière de gestion et de comptabilité* », il convient tout d'abord de noter que la Société avait annoncé le principe de ces modifications le 21 décembre 2021 dans le cadre d'un communiqué et précisé l'impact de cette modification dans le rapport annuel de l'exercice 2021.
En outre, ces changements d'estimations comptables et de pratique de gestion ont été approuvés par les commissaires aux comptes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021. Enfin, il convient de noter que le Groupe Rousselet a consenti un abandon de créances de 4,6m€ pour compenser l'impact dans les comptes du ADA de ce changement comptable.
En ce qui concerne l'impact de ces changements sur la méthode des DCF, il convient de noter que ceux-ci ont un effet négatif à court terme sur la profitabilité mais positif sur le besoin en fonds de roulement et le *free cash-flow* de la Société.
Il convient enfin de noter qu'à terme les modifications en matière de gestion et de comptabilité aboutissent à l'horizon du plan d'affaires (2027) à un niveau de marge opérationnelle et de *free cash-flow* jamais atteint historiquement par la Société.

[31] Descriptif des méthodes retenues et écartées en page 23

Concernant la valorisation des synergies dégagées, comme indiqué en §1.2.5 du projet de note d'information :
« *L'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts, ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du Projet de Note d'Information. L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade.* »
Nous comprenons par conséquent que la sortie de la cotation ne devrait pas générer de synergie et de changement dans les relations entre ADA et Groupe Rousselet, ce dernier détenant en outre plus de 90% du capital et des droits de vote et contrôlant la Société depuis plusieurs années.

6 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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

	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 18€
en €/action	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthode principale :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	13,6 €	15,0 €	17,5 €	15,97 €	12,7%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 27 mai 2022)		11,1 €		11,10 €	62,2%
Cours moyen pondéré 20 jours*		11,0 €		11,04 €	63,0%
Cours moyen pondéré 60 jours*		11,3 €		11,32 €	59,0%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		11,3 €		11,26 €	59,8%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		11,3 €		11,32 €	59,0%
*Cours moyen pondéré 250 jours**		11,2 €		n.a.	n.a
Méthode des comparables boursiers	9,9 €	n.a.	11,0 €	10,43 €	72,6%
Méthodes présentées à titre indicatif :					
Méthode des transactions comparables**	12,8 €	n.a.	15,6 €	10,67 €	68,7%
Référence à l'Actif Net Comptable***		11,0 €		n.a.	n.a

n.a. : non applicable
**calcul des cours moyens pondérés au 27 mai 2022*
***méthode retenue à titre secondaire par l'établissement présentateur*
****au 31 décembre 2021*

Il est rappelé que la société Groupe Rousselet (l'Initiateur) et la famille Rousselet sont des actionnaires de référence de la Société depuis presque trente ans.

Les membres de la famille Rousselet sont devenus, au cours des années qui ont suivi la prise de participation par la société Groupe Rousselet de la Société, actionnaires de la Société directement et/ou via leur *holding* personnelle, notamment en ce qui concerne la société Nep Services, *holding* familiale de Nicolas Rousselet et des membres de sa famille.

Le 31 mai 2022, l'Initiateur a fait connaître au marché, par le biais de la Société, son intention de déposer ce même jour une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant à acquérir l'intégralité des actions ADA non détenues directement ou indirectement par le Concert (représentant 5,28% du capital et 5,29% des droits de vote de la Société), au prix de 18€ par action ADA.

L'Initiateur agit dans le cadre de l'Offre de concert avec la société Anatole France, la société Nep Services, la société EDA, Monsieur Nicolas Rousselet, Monsieur Philippe Rousselet, Madame Evelyne Caillaud et la succession de Monsieur André Rousselet.

Le Concert détenant plus de 90% du capital social et des droits de vote de ADA, l'Initiateur souhaite acquérir la totalité des titres non encore détenus par lui-même et a ainsi déposé le 31 mai 2022 le projet d'Offre auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 18€ par action, égale au prix d'Offre.
Les actionnaires de la Société ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leurs actions au prix d'Offre, soit 18€, ou bien de se faire

indemniser au même prix (net de tout frais) dans le cadre de la mise en œuvre par l'Initiateur du Retrait Obligatoire.

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

- de 15,97€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- de 11,04€ (cours moyen 20 jours) à 11,32€ (cours moyen 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) et de 11,10€ pour le cours spot au 27 mai 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération ;
- de 10,43€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- de 10,67€ pour la méthode des transactions comparables (méthode présentée à titre indicatif).

Le prix offert de 18€ par action dans le cadre de la présente Offre :

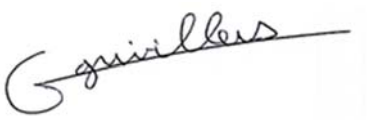
- présente une prime de 12,7% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 59,0% (cours moyen 60 jours) à 63,0% (cours moyen 20 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 72,6% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 68,7% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation à un prix présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (27 mai 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 18€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société ADA.

Fait à Levallois-Perret, le 21 juin 2022

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global



Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission

Sommaire

1. Définition de la mission 1
2. Notre approche de la mission 4
3. Notre proposition d'intervention 5
4. Conditions particulières 6
5. Acceptation de la mission 7

Annexes: 8
Annexe 1 : Estimation du budget 9

www.crowe-haf.fr

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 205 040 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2022 Crowe HAF

Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret (Paris)
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

ADA
A l'attention de Jérôme Plouseau
22 rue Henri Barbusse
92110 Clichy

Levallois-Perret, le 15 avril 2022

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre lettre de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société ADA dans le cadre de l'offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire qui sera initiée par Groupe Rousselet.

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous nous avez confié, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global

Olivier GRIVILLERS
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

En 1984, ADA fut la première société à proposer la location de voiture et de véhicules utilitaires à prix discount.

Désormais implanté partout en France, ADA est le leader français de la location courte durée de véhicules utilitaires et le 4ème acteur français de la location courte durée de véhicules particuliers (enseigne ADA). En outre, le groupe est le leader français de la location de vélos, de scooters et de motos (enseigne Holiday Bikes). Le CA par type de revenus se répartit comme suit :

- revenus des franchisés (96,6%) : redevances de franchise, droits d'entrée, revenus de location, etc. ;
- produits de locations directes de véhicules (3,4%).

ADA dispose d'un réseau de plus de 1.200 agences implantées en France.

ADA S.A. est cotée sur Euronext Growth, sous le code ISIN « FR0000053076 » et le mnémonique ALADA.

ADA, qui compte une centaine de collaborateurs, a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 87,8m€.

ADA est aujourd'hui une filiale contrôlé par le Groupe Rousselet constitué de filiales dans les métiers de la mobilité (G7, G7 Taxi Services, ADA), du stockage et de l'archivage (Homebox, Novarchive), des logiciels spécialisés (Pragmatik) et de la relation clients (Sérénis).

Groupe Rousselet, qui détient aujourd'hui ensemble avec deux sociétés apparentés 94,7% du capital d'ADA, envisage de lancer une Offre Publique de Retrait visant le solde du capital d'ADA.

Conformément à la réglementation applicable, cette offre sera suivie d'un Retrait Obligatoire.

Dans ce cadre, la société ADA a souhaité désigner un expert indépendant qui sera chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'Administration de ADA s'est réuni le 20 avril 2022 et nous a désigné comme expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre et du retrait obligatoire.

Au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration rendra, le moment venu, un avis motivé sur ce projet d'offre, qui sera inclus dans la note d'information en réponse de la Société déposée auprès de l'AMF.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de ADA, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'Administration de la Société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant sera désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé. Si la Société n'est pas en mesure de constituer le comité ad hoc susmentionné, elle soumettra à l'AMF le nom de l'expert. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

© 2022 Crowe HAF

La mission d'expert indépendant que vous nous avez confié s'inscrit donc dans ce contexte et visera ainsi à apprécier le prix des titres ADA qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Lorsque l'expert sera désigné, il lui sera remis, conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'AMF, une lettre de mission contenant les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de la mission.

1.3. Calendrier de l'opération

Le calendrier prévu de l'opération pourrait être le suivant :

Date	Action
20 avril 2022	Réunion du Conseil d'Administration en vue de la désignation de l'expert indépendant
20 mai 2022	Premier avis de l'expert indépendant sur la valeur de la société cible
23 mai 2022	Dépôt du projet de note d'information et annonce de l'opération au marché
15 juin 2022	Dépôt du projet de note en réponse incluant le rapport de l'expert indépendant à l'AMF
5 juillet 2022	Collège de l'AMF se prononçant sur l'opération

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. En cas de changement, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du nouveau règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006[1] prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

[1] Modifiée le 10 février 2020

© 2022 Crowe HAF

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,

- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,

- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération,

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

© 2022 Crowe HAF

2. Notre approche de la mission

2.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous nous avez confié comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2020 et 2019,
3. L'analyse du budget 2022 et du plan d'affaires prévisionnel de ADA,
4. L'analyse, le cas échéant, d'accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre,
5. L'analyse du cours de bourse de ADA,
6. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le groupe ADA et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
7. L'élaboration d'un ou de modèles d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
8. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société,
9. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
10. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
11. L'analyse de la note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant),
12. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la société et de ses conseils. Une liste de documents préliminaires nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

2.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme ADA.

Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- *Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)*

  Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

© 2022 Crowe HAF

- *Analyse de sociétés cotées comparables*

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net…).

- *Comparaison avec des transactions récentes du secteur*

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT…) des sociétés cibles.

- *Analyse du cours de bourse*

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- *Analyse des notes d'analystes*

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

3. Notre proposition d'intervention

3.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de mission et dans le secteur d'activité dans lequel opère le groupe ADA.

Olivier Grivillers sera signataire de l'expertise indépendante. Il prendra en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Quatre autres personnes seront affectées à cette mission :
- Maxime Hazim, CFA, Associé,
- Yohan Bonnet, Directeur,
- Yassine Chennaoui, Superviseur,
- Inès Meflah, Analyste Senior.

L'équipe est présentée plus en détail en 2.3 de la présente lettre de mission. Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des différents intervenants sont présentés en Annexe 2.

Marc de Prémare, associé au sein du département évaluation, procédera à la revue indépendante du rapport. Associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.
Il a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

3.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

© 2022 Crowe HAF

Il est précisé que la nouvelle instruction AMF n°2006-08 stipule que la rémunération de l'expert doit être supérieure ou égale à 50.000€ et que lorsque celle-ci est inférieure, l'expert devrait justifier, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées.

Le budget estimé est compris entre 25 et 30 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 50.000€ et 60.000€ compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.000€.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement de ces honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

4. Conditions particulières

4.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

4.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

© 2022 Crowe HAF

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société ADA

Signature « Bon pour Accord »

Nom ROUSSELET Nicolas

Fonction Président Directeur Général

Date 21/04/2022

© 2022 Crowe HAF

Annexes :

Annexe 1 : Estimation du budget

© 2022 Crowe HAF

Annexe 1 : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :
Offre publique de retrait visant les titres de la société ADA

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération *- Réunions préparatoires* *- Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération* *- Entretien avec les dirigeants d'ADA et ses conseils* *- Analyse et compréhension du projet d'offre publique*	2	2
2. Préparation de l'évaluation *- Analyse du contexte juridique, fiscal et social* *- Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat)* *- Analyse du budget 2022 des éléments prévisionnels (business plan)* *- Revue des projections d'activité et de rentabilité* *- Analyse, le cas échéant, des accords connexes conclus dans le cadre de l'opération envisagée*	4	6
3. Evaluation multicritère de la société *- Méthode des Discounted Cash Flows* *Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan* *Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, rentabilité…)* *- Méthode des comparables boursiers* *Recherche de comparables boursiers* *Valorisation des comparables en termes de multiples* *Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus* *- Méthode des transactions comparables* *Recherche de transactions comparables* *Valorisation des transactions comparables en termes de multiples* *Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus* *- Méthode du cours de bourse* *Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre)* *Calcul des différentes moyennes du cours de bourse* *- Référence aux objectifs de cours des analystes (si applicable)* *- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats* *- Détermination d'une fourchette de valeurs* *- Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur*	14	16
4. Rédaction du rapport et échanges avec l'AMF	5	6
Total Jours	25	30

© 2022 Crowe HAF