

**Projet de note établi par la société**



**En réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions et les obligations convertibles de la société Advenis**

**Initiée par**



**Agissant de concert avec la société Hoche Partners PEI**



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 (« **AMF** ») le 17 novembre 2020, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

**Le présent Projet de Note en Réponse reste 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 Sorgem Evaluation agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la société Advenis ([www.advenis.com](http://www.advenis.com)) (la « **Société** ») et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société (52, rue de Bassano, 75008 Paris).

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

Conformément aux dispositions de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## **SOMMAIRE**

|   |    |
|---|----|
| <b>1. Présentation de l'Offre</b> .....   | 4  |
| <b>2. Contexte et motifs de l'Offre</b> .....   | 5  |
| <b>2.1 Contexte de l'Offre</b> .....  | 5  |
| <b>2.1.1 Le Concert</b> .....   | 5  |
| <b>2.1.2 Déclarations de franchissement de seuils et intentions du Concert</b> .....  | 5  |
| <b>2.1.3 Motifs de l'Offre</b> .....  | 6  |
| <b>3. Rapport de l'Expert Indépendant</b> .....   | 6  |
| <b>4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société</b> .....   | 7  |
| <b>4.1 Composition du Conseil d'administration</b> .....  | 7  |
| <b>4.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration</b> .....  | 7  |
| <b>4.3 Avis motivés du Conseil d'administration</b> .....   | 7  |
| <b>5. Intention des administrateurs de la Société vis-à-vis de l'Offre</b> .....  | 13 |
| <b>6. Intention de la Société quant aux actions auto-détenues</b> .....   | 13 |
| <b>7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet<br/>d'Offre ou de son issue</b> .....   | 13 |
| <b>8. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique</b> .....   | 15 |
| <b>8.1 Structure du capital de la Société</b> .....   | 15 |
| <b>8.1.1 Répartition du capital social de la Société avant conversion de l'ensemble des OCA</b> ..<br>.....   | 15 |
| <b>8.1.2 Caractéristiques des OCA</b> .....   | 15 |
| <b>8.1.3 Répartition du capital social de la Société après conversion de l'ensemble des OCA</b> ..<br>.....   | 17 |
| <b>8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou<br/>clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des<br/>dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce</b> ..... | 17 |
| <b>8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a<br/>connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce</b> .....   | 17 |
| <b>8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et<br/>description de ceux-ci</b> .....  | 18 |
| <b>8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel<br/>quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</b> .....  | 18 |
| <b>8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des<br/>restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote</b> .....   | 18 |
| <b>8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil<br/>d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société</b> .....   | 18 |
| <b>8.7.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration</b> .....   | 18 |
| <b>8.7.2 Modification des statuts d'Advenis</b> .....   | 19 |
| <b>8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou<br/>le rachat d'actions</b> .....  | 19 |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>8.9 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société .....</b>   | <b>22</b> |
| <b>8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.....</b> | <b>23</b> |
| <b>9. Avis des membres du personnel .....</b>  | <b>23</b> |
| <b>10. Modalités de mise à dispositions des informations relatives à la Société .....</b>  | <b>23</b> |
| <b>11. Personne assumant la responsabilité du Projet de Note en Réponse .....</b>  | <b>23</b> |

## 1. Présentation de l'Offre

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Inovalis, société anonyme, dont le siège social est situé 52, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro d'identification unique 420 780 835 (l'« **Initiateur** » ou « **Inovalis** »), agissant de concert avec la société Hoche Partners Private Equity Investors, société à responsabilité limitée de droit Luxembourgeois, dont le siège social est sis 121 avenue de la Faïencerie, L-1511, Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 183 240 (« **Hoche Partners PEI** »), s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de la société Advenis, société anonyme située 52, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro d'identification unique 402 002 687 (la « **Société** » ou « **Advenis** »), dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004152874 (mnémonique « **ADV** », compartiment C), d'acquérir la totalité des Actions et des obligations convertibles en Actions (ISIN FR0013284981) (les « **OCA** ») de la Société (l'« **Offre** ») au prix de 2,07 euros par Action (le « **Prix par Action** ») et 3 017,42 euros par OCA (le « **Prix par OCA** ») (le Prix par Action et le Prix par OCA étant ci-après désignés ensemble les « **Prix de l'Offre** »).

Inovalis et Hoche Partners PEI ayant déclaré agir toutes deux de concert (le « **Concert** », les « **Concertistes** ») vis-à-vis de la Société<sup>1</sup>, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par Hoche Partners PEI du fait du Concert du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

Kepler Chevreux agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé un premier projet de note d'information auprès de l'AMF le 24 septembre 2020.

L'Initiateur a décidé de relever le Prix par Action pour le porter de 1,80 euro à 2,07 euros, tous les autres termes de l'Offre restant inchangés.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Kepler Chevreux agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé un nouveau projet de note d'information auprès de l'AMF le 17 novembre 2020 (le « **Projet de Note d'Information** »). Kepler Chevreux garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

Le projet d'Offre visé dans le Projet de Note d'Information porte sur :

- la totalité des Actions en circulation non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, soit un maximum de 2 126 418 Actions à la date du Projet de Note d'Information ; et
- la totalité des Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert, soit un maximum de 96 559<sup>2</sup> Actions à la date du Projet de Note d'Information ; et
- la totalité des OCA en circulation non détenues par le Concert, soit 92 OCA à la date du Projet de Note d'Information.

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II et III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF,

---

<sup>1</sup> Cf. déclaration de franchissements de seuils et déclaration d'intention, publication du 24 septembre 2020 n°220C3863

<sup>2</sup> Ce nombre pourrait être supérieur en cas d'exercice par les porteurs d'OCA, pour le règlement des rompus, de la faculté qu'il leur ait offerte par les termes et conditions des OCA (paragraphe 4.15.5 du Prospectus) de recevoir le nombre entier d'actions immédiatement supérieur à la condition de verser à la Société une somme égale à la valeur de la fraction d'action supplémentaire ainsi demandée évaluée au dernier cours coté sur Euronext Paris.

dans un délai maximum de 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») qui porterait :

- le cas échéant, sur les Actions non détenues par le Concert et non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 2,07 euros égale au Prix par Action dans le cadre de la présente Offre, nette de tous frais ; et
- le cas échéant, sur les OCA non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 3 017,42 euros égale au Prix par OCA dans le cadre de l'Offre, nette de tous frais.

Les modalités de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment les conditions d'indemnisation des actionnaires n'ayant pas présenté leurs Actions et/ou leurs OCA à l'Offre sont décrites au paragraphe I.2.5 du Projet de Note d'Information.

## **2. Contexte et motifs de l'Offre**

### **2.1 Contexte de l'Offre**

#### **2.1.1 Le Concert**

Il ressort du Projet de Note d'Information que l'Initiateur et Hoche Partners PEI se sont rapprochés en septembre 2020 et ont décidé de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la Société, visant dans la mesure du possible, à :

- développer l'activité de la Société via des présentations d'opportunités de développements par Hoche Partners PEI,
- convertir leurs OCA dans le cadre de l'Offre, compte tenu de la situation financière de la Société,
- et sortir la Société de la cote pour limiter les coûts de la Société.

Ils ont conclu en date du 24 septembre 2020 un pacte d'actionnaires, constitutif d'une action de concert, devant régir leur relation vis-à-vis d'Advenis.

Les principales caractéristiques de ce pacte d'actionnaires sont décrites à la section 7 du présent Projet de Note en Réponse.

#### **2.1.2 Déclarations de franchissement de seuils et intentions du Concert**

- Franchissement de seuils

La mise en concert de Inovalis et Hoche Partners PEI vis-à-vis de la Société a fait l'objet d'une communication à l'AMF en date du 24 septembre 2020 conformément aux dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Par ailleurs, à la suite de leur mise en concert, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, par courriers des Concertistes adressés à l'AMF et à la Société en date du 24 septembre 2020 :

- Hoche Partners PEI a déclaré avoir franchi de concert à la hausse les seuils légaux de 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ;
- Hoche Partners PEI a déposé une déclaration d'intention pour les six (6) mois à venir ; et

- Inovalis a déclaré avoir franchi de concert à la hausse le seuil légal de 2/3 du capital et des droits de vote de la Société<sup>3</sup>.

L'Offre s'inscrit dans le cadre du franchissement à la hausse par Hoche Partners PEI, de concert avec l'Initiateur, du seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société et revêt à ce titre un caractère obligatoire conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

- Intentions du Concert

Les Concertistes sont convenus aux termes du pacte d'actionnaires conclu entre eux le 24 septembre 2020 de ne pas apporter les actions détenues par eux à l'Offre.

Conformément aux caractéristiques des OCA mentionnées dans la section 8.1.2 du présent Projet de Note en Réponse, il est prévu une possibilité de conversion anticipée des OCA au gré du porteur, selon le Ratio de Conversion, en cas d'offre publique sur la Société qui serait déclarée conforme par l'AMF et qui ne serait pas devenue caduque.

Le Projet de Note d'Information indique qu'il est dans l'intention du Concert, en application du Prospectus, de convertir de manière anticipée dans le cadre de l'Offre, l'ensemble des OCA qu'il détient et ce à compter du visa de l'AMF.

### **2.1.3 Motifs de l'Offre**

Le Projet de Note d'Information indique que cette Offre permet de répondre au manque de liquidité du titre Advenis, 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 faisant ressortir une prime par rapport aux cours de bourse. Aussi, il est indiqué que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de la Société à l'issue de la présente Offre.

Le Projet de Note d'Information indique en outre que le retrait de la cote de la Société permettrait à celle-ci de concentrer tous ses moyens financiers et humains à la poursuite de son développement et à l'amélioration de la qualité de ses services.

## **3. Rapport de l'Expert Indépendant**

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, II et III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a, par décision en date du 15 mai 2020, sur proposition du comité ad hoc, désigné comme expert indépendant le cabinet Sorgem Evaluation (l'« **Expert Indépendant** »).

Le rapport du cabinet Sorgem Evaluation en date du 26 octobre 2020 est intégralement reproduit en Annexe 1 du premier projet de note en réponse déposé auprès de l'AMF le 27 octobre 2020 dont il fait partie intégrante.

A la suite de la décision de l'Initiateur de relever le Prix par Action à 2,07 euros, l'Expert Indépendant a établi un addendum à son rapport. Le rapport du cabinet Sorgem Evaluation mis à jour au 16 novembre 2020 et intégrant cet addendum, est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse dont il fait partie intégrante.

---

<sup>3</sup> Cf. déclaration de franchissements de seuils et déclaration d'intention, publication du 24 septembre 2020 n°220C3863

#### **4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société**

##### **4.1 Composition du Conseil d'administration**

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

- Monsieur Stéphane Amine, Président Directeur-Général,
- Madame Joëlle Chauvin, administrateur indépendant,
- Monsieur Jean Daniel Cohen, administrateur,
- Madame Sandrine Fougérol du Boullay, administrateur indépendant,
- Monsieur David Giraud, administrateur,
- Madame Théodora Plagnard, administrateur indépendant, et
- Monsieur Alain Regnault, administrateur.

##### **4.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration**

Conformément aux meilleurs pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de la séance en date du 27 février 2020, a constitué un comité ad hoc, composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, à savoir :

- Madame Joëlle Chauvin, administrateur indépendant,
- Madame Sandrine Fougérol du Boullay, administrateur indépendant,
- Madame Théodora Plagnard, administrateur indépendant, et
- Monsieur Alain Regnault, administrateur.

Constitué pour la durée de l'Offre, le comité ad hoc a été chargé de proposer au Conseil d'administration la nomination d'un expert indépendant, de superviser les travaux de l'expert indépendant devant être désigné par le Conseil d'administration, et de préparer un projet d'avis motivé.

Le comité ad hoc s'est réuni le 24 mars 2020 et parmi plusieurs cabinets d'expertise indépendante a décidé de proposer au Conseil d'administration de la Société la nomination du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Madame Claire Karsenti, en qualité d'Expert Indépendant.

Sur proposition du comité ad hoc, le Conseil d'administration a désigné dans sa séance du 15 mai 2020, sur le fondement de l'article 261-1, I. et II. du règlement général de l'AMF, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Madame Claire Karsenti, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions économiques de l'Offre et d'établir son rapport conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF.

Les membres du comité ad hoc ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

##### **4.3 Avis motivés du Conseil d'administration**

Le 26 octobre 2020, le conseil d'administration de la Société a rendu un avis motivé favorable sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Cet avis motivé est intégralement reproduit dans le premier projet de note en réponse déposé par la Société auprès de l'AMF le 27 octobre 2020.

A la suite de la décision de l'Initiateur de relever le Prix par Action pour le porter de 1,80 euros à 2,07 euros, et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 16 novembre 2020, sous la présidence de Monsieur Stéphane Amine, Président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre

un nouvel avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

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

Les administrateurs intéressés à l'Offre, à savoir, Monsieur Stéphane Amine, Monsieur David Giraud et Monsieur Jean-Daniel Cohen, n'ont pas pris part aux discussions et se sont abstenus de voter.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

*« Le Conseil d'administration de la société Advenis (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Inovalis, société anonyme située 52 rue de Bassano, 75008 Paris, et immatriculée sous le numéro 420 780 835 RCS PARIS (« **Inovalis** ») ou (l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec la société Hoche Partners Private Equity Investors, société à responsabilité limitée de droit Luxembourgeois dont le siège social est sis 121 avenue de la Faïencerie, L-1511, Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 183 240 (« **Hoche Partners PEI** », ci-après ensemble avec Inovalis « le **Concert** » ou les « **Concertistes** »), visant (i) la totalité des actions Advenis en circulation (les « **Actions** ») non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, (ii) la totalité des Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des obligations convertibles en Actions (les « **OCA** ») non détenues par le Concert, et (iii) la totalité des OCA en circulation non détenues par le Concert, au prix révisé à la hausse de 2,07 euros par Action et 3 017,42 euros par OCA (l'« **Offre** »). L'Offre, réalisée selon la procédure simplifiée, serait, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).*

*Il est rappelé que les Concertistes ayant déclaré agir toutes deux de concert vis-à-vis de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par Hoche Partners PEI du fait du Concert du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.*

*Le Président rappelle également, que :*

- *conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, lors de sa réunion du 27 février 2020, le Conseil d'administration a mis en place un comité ad hoc chargé de recommander la nomination d'un expert indépendant, superviser la mission de l'expert indépendant, suivre le moment venu le déroulement de l'offre et, préparer un projet d'avis motivé qui pourrait être recommandé au Conseil d'administration sur l'Offre, et composé de Madame Théodora Plagnard, Madame Joëlle Chauvin, Madame Sandrine Fougeirol du Boullay (toutes trois administrateurs indépendants) et de Monsieur Alain Renault ; et*
- *sur proposition du comité ad hoc, au regard des différentes propositions d'accompagnement formulées par plusieurs cabinets d'expertise indépendante, après s'être assuré qu'il remplissait bien les critères d'indépendance requis, et tant au vu de la proposition de mission faite par le cabinet Sorgem Evaluation, et jugée satisfaisante au regard de son expérience dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, de ses moyens matériels et, enfin, de ses conditions de rémunération, le Conseil d'administration a désigné dans sa séance du 15 mai 2020, sur le fondement de l'article 261-1, I. et II. du règlement général de l'AMF, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Madame Claire Karsenti, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions économiques de l'Offre et d'établir son rapport conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF.*

Madame Théodora Plagnard, représentant le comité ad hoc, fait état des travaux du comité ad hoc et indique qu'il s'est réuni à de nombreuses reprises et que ses membres ont pu suivre l'avancement et la réalisation des travaux de l'Expert Indépendant et ont pu échanger à plusieurs reprises avec lui.

Le comité s'est réuni neuf fois et à sept reprises avec l'Expert Indépendant ;

- les 20 mai et 17 juin 2020, afin de faire des premiers points d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et notamment sur les méthodes de valorisations privilégiées par ce dernier ;
- le 17 septembre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a pu présenter les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;
- le 9 octobre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté un premier projet de son rapport ;
- le 16 octobre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté les observations d'actionnaires minoritaires ;
- le 26 octobre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert indépendant a répondu aux questions des membres du comité ad hoc notamment sur l'analyse d'opérations dites « comparables » ;
- le 16 novembre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert indépendant a présenté son rapport mis à jour intégrant un addendum et l'attestation d'équité » ;

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès entre autres :

- au plan d'affaires consolidé 2020-2023 (bilan, compte de résultat, tableau de flux) intégrant le détail par société et UGT validé par le Conseil d'administration en date du 17 septembre 2020, intégrant notamment le contexte lié à l'épidémie de Covid-19 ;
- à des éléments relatifs aux investissements estimés par Advenis sur la période 2020-2023, et des éléments relatifs à la collecte et au déploiement des investissements des SCPI de rendement Eurovalys et Elialys gérées par Advenis REIM sur la période 2020-2023 ; et
- aux accords pouvant être qualifiés de connexes.

Ces documents traduisent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et l'ensemble des données prévisionnelles pertinentes à la date de l'Offre.

Le Président rappelle ensuite que, préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 24 septembre 2020, ainsi que le Projet de Note d'Information préparé par l'Initiateur à la suite de sa décision de relever le prix par action à 2,07 euros. Ces documents contiennent notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ;
- le Projet de Note en Réponse de la Société déposé auprès de l'AMF le 27 octobre 2020 ;
- le projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- le rapport mis à jour du cabinet Sorgem Evaluation, Expert Indépendant, intégrant l'addendum et son l'attestation d'équité ; et
- le Projet de Note en Réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Les membres du Conseil d'administration autres que les membres du comité ad hoc ont indiqué que compte tenu du conflit d'intérêt potentiel dans lequel ils se trouvent, ils ne s'exprimeront pas et laisseront

les membres du comité ad hoc débattre sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, les actionnaires et ses salariés.

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

Le Président invite alors l'Expert indépendant, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Madame Claire Karsenti, à présenter les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration.

L'Expert indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport :

Le Prix de l'Offre de 2,07 € pour les actions :

- est supérieur de +46% à la valeur centrale de notre analyse DCF (1,42 €) et de +15% à la borne haute (1,80 €) ; ;
- est supérieur de +107% au cours de clôture et au cours moyen pondéré par les volumes constaté la veille du dépôt du projet d'Offre (1,00 €), lequel est très proche du cours moyen constaté sur le mois précédent (1,01 €) ;
- est supérieur entre +77% et +83% au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (1,17 €) et les six mois (1,13 €) précédant le dépôt du projet d'Offre.

La conversion des Obligations Convertibles en Actions (OCA) par le Concert après le lancement de l'Offre conduirait à une valeur par action dans une fourchette 1,56 € – 2,07 € avec une valeur centrale de 1,78 €. L'Expert Indépendant note ainsi que le Prix d'Offre ajusté correspond à la borne supérieure de cette fourchette de valeurs

Concernant le prix d'Offre pour les OCA (3 017,42 €), celui-ci est supérieur au montant de la dette correspondante, au prix de l'ensemble des transactions réalisées sur le marché depuis leur émission et à leur valeur théorique.

Dans ces conditions, l'Expert Indépendant considère que sa conclusion quant au caractère équitable exprimée en partie X de son rapport en date du 26 octobre 2020 présenté ci-après, reste inchangée après rehaussement du Prix d'Offre pour les actions.

**L'Expert Indépendant considère que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire, sont équitables pour les actionnaires et les détenteurs d'obligations convertibles de la Société.**

L'Expert Indépendant précise également que :

- « Le prix de conversion des OCA correspond au rapport entre le montant dû à l'échéance des OCA (3 017,42 euros) et le nombre d'actions à émettre par OCA en cas de conversion (1 049,55 actions nouvelles), soit 2,875 €. Ce prix n'a pas été défini dans le cadre de l'Offre mais résulte directement des caractéristiques des OCA définies à leur date d'émission en février 2018.
- La situation de trésorerie et les cash-flow à venir de la Société risquent de ne pas lui permettre de faire face au remboursement en numéraire de la dette relative aux Obligations Convertibles en Actions (OCA) de l'ordre de 13 M€ à échéance en février 2021. Ces OCA sont détenues à 97% par le Concert (réparties pour moitié entre Inovalis et Hoche Partners PEI) et à 3% par le public. Ces OCA font également l'objet de l'Offre à 3 017,42€ par OCA correspondant à leur valeur nominale fixée en 2018 alors que les transactions sur le marché, certes peu nombreuses,

se situaient avant le dépôt de l'offre autour de 2 200 € ce qui montre que non seulement l'option de conversion en action Advenis à 2,875 € a une valeur nulle (donc que le marché considère que l'action Advenis ne vaut pas ce prix) mais de plus que le marché intègre un risque de défaut sur le remboursement du plancher obligataire que nous avons déterminé à date à 2 943€ par OCA (cf. partie V. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après).

- Dans le cadre de nos échanges avec la société, cette dernière nous a indiqué que les solutions possibles de remboursement de cette dette obligataire à horizon février 2021 (réduction importante du prix de conversion des OCA associée ou non à un allongement de leur maturité, augmentation de capital notamment par compensation avec la créance obligataire) seront toutes plus dilutives pour les actionnaires minoritaires que la conversion proposée par le Concert dans le cadre de l'Offre.
- La conversion par le Concert sur la base d'un prix de 2,875€ fixé lors de l'émission en février 2018 alors que la valeur de l'action (pré ou post conversion) aujourd'hui est inférieure à ce prix (cf. partie IV. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après) reflète l'acceptation par le Concert, dans le cadre de l'Offre, d'une décote de 28% (c'est-à-dire de recevoir 2,07 € x 1049,55 actions nouvelles = 2 172,57 € pour une OCA remboursée en numéraire à 3 017,42€ soit une décote de 28%) sur sa dette obligataire pour résoudre le problème de refinancement évoqué ci-avant et n'est donc pas une référence pour apprécier la valeur aujourd'hui de l'action Advenis.
- L'existence d'une clause juridique dans le contrat d'émission des OCA permettant au Concert de réaliser cette conversion dès le lancement de l'Offre sans attendre février 2021, même si cette conversion se fait au prix d'une décote importante sur ses OCA comme vu précédemment, lui permet de se rapprocher du seuil de détention pour le retrait obligatoire (puisqu'après conversion le Concert détiendra près de 81,84% du capital et 85,85% des droits de vote cf. partie I. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après).
- Dans ce contexte, le rehaussement du Prix d'Offre pour les actions de 1,80€ à 2,07€ permet de faire bénéficier au minoritaire de la borne supérieure de notre estimation de la valeur de l'action Advenis post conversion ce qui confirme d'autant plus notre avis sur le caractère équitable de l'opération, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire. ».

Madame Théodora Plagnard, représentante du comité ad hoc prend alors la parole et présente au Conseil d'administration le projet d'avis motivé sur le projet d'Offre proposé au Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration constate que la Société a reçu, directement ou par l'intermédiaire de l'AMF, des questions et observations écrites d'actionnaires minoritaires. Ces lettres ont été communiquées à l'Expert Indépendant qui a pu s'entretenir également à l'oral avec ceux des actionnaires minoritaires l'ayant souhaité. Les membres du comité ad hoc se sont entretenus avec l'Expert Indépendant de ces observations qui ont fait l'objet d'une analyse au sein du rapport de l'Expert Indépendant. Le Conseil d'administration partage l'analyse de l'Expert Indépendant sur ces questions et observations des actionnaires minoritaires.

Enfin, la Société représentée par son Président et un administrateur indépendant, a accepté de recevoir plusieurs actionnaires minoritaires. Un actionnaire minoritaire a participé à la réunion de ce jour et a présenté ses observations. Ses arguments principaux ont porté sur le Prix de l'Offre et plus précisément sur la collecte 2020 d'Eurovalys servant de base à l'évaluation de cette UGT. Ses observations portent également sur la valorisation de la société de gestion Advenis REIM. Il s'interroge enfin sur la conversion par le Concert des obligations convertibles dans le cadre de l'Offre et la relation en résultant. Le conseil d'administration a pris connaissance de ces arguments et en a débattu. Le présent avis motivé tient compte des observations de l'actionnaire minoritaire qui avaient en partie déjà été formulées devant l'Expert Indépendant qui les a analysées et y a répondu dans le cadre de son rapport. Le conseil

d'administration considère que l'addendum de l'Expert indépendant, reproduit dans ce nouvel avis motivé répond aux observations des actionnaires minoritaires, en ce comprises celles relatives à la conversion des obligations convertibles.

Le Conseil d'administration, au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rehaussement du Prix d'Offre pour les Actions, du rapport de l'Expert Indépendant en date du 26 octobre 2020, de l'analyse faite par l'Expert Indépendant des observations des actionnaires minoritaires, de la mise à jour du rapport de l'Expert Indépendant en date du 16 novembre 2020 et des conclusions des travaux du comité ad hoc, relève que :

- s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier :
  - o le prix offert de 2,07 euros par action est supérieur de +46% par rapport à la valeur centrale de l'analyse DCF de l'Expert Indépendant (1,42 €) et de +15% à la borne haute (1,80 €). Le prix offert extériorise une prime de plus de +107% par rapport au dernier cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre, le 24 septembre 2020 et est supérieur entre +77% et +83% au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (1,17 €) et les six mois (1,13 €) précédant le dépôt du projet d'Offre ;
  - o le prix offert de 2,07 euros par action fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation retenus par l'Expert Indépendant et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre.
- s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les porteurs d'OCA, au plan financier :
  - o le prix offert de 3 017,42 euros présente une prime de 2,5% sur le montant de la dette correspondante à la date des présentes (2 943 euros) ;
  - o le prix offert de 3 017,42 euros fait ressortir une prime par rapport au prix de l'ensemble des transactions réalisées sur le marché depuis l'émission des OCA, est supérieur à la valeur théorique de marché des OCA et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les porteurs d'OCA qui choisiraient d'apporter leurs OCA à l'Offre.
- s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur, qui a indiqué ne pas anticiper de synergies de coûts ni de revenus dans le cadre de l'Offre dont la matérialisation seraient identifiables ou chiffrables, en dehors des économies de cotation sur Euronext.
- s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil d'administration relève que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que l'Initiateur a indiqué également que l'Offre n'aura pas d'impact négatif sur sa politique en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines,
- s'agissant du retrait obligatoire des Actions de la cotation du marché Euronext Paris, que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre si les Actions non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société :
  - o l'Expert Indépendant a attesté que le prix offert de 2,07 euros par Action est équitable d'un point de vue financier y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;
  - o l'Expert Indépendant a attesté que le prix offert de 3 017,42 euros par OCA est équitable d'un point de vue financier y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;

- *le retrait de la cotation sera de nature à simplifier le fonctionnement de la Société, de la libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à sa cotation et de lui permettre de consacrer ses ressources à son développement et à l'amélioration de la qualité de ses services.*

*Au vu des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, du rehaussement du Prix d'Offre pour les Actions, du rapport de l'Expert Indépendant et de son addendum, et des conclusions des travaux de revue du comité ad hoc, le Conseil d'administration après en avoir délibéré, et étant précisé que les administrateurs autres que les membres du comité ad hoc se sont abstenus, considère à l'unanimité que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté. Il recommande en conséquence aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'obligations convertibles qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions et leurs obligations convertibles à l'Offre. »*

## **5. Intention des administrateurs de la Société vis-à-vis de l'Offre**

Aucun administrateur de la Société ne détient d'actions de la Société à titre personnel.

## **6. Intention de la Société quant aux actions auto-détenues**

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 15 760 de ses propres Actions.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 16 novembre 2020, a décidé que les 15 760 actions auto-détenues seront apportées à l'Offre, pour les raisons indiquées dans l'avis motivé ci-dessus.

## **7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet d'Offre ou de son issue**

Il a été porté à la connaissance de la Société la conclusion, entre les Concertistes, d'un pacte d'actionnaires le 24 septembre 2020, dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- engagement de Hoche Partners PEI à faire ses meilleurs efforts pour présenter des opportunités de développement à la Société ;
- engagement des Concertistes de ne pas apporter leurs Actions à l'Offre et de convertir leurs OCA pendant la période d'Offre ;
- en termes de gouvernance, Messieurs Jean-Daniel Cohen et Stéphane Amine sont représentés au conseil d'administration, obligation de concertation entre les Concertistes avant la prise de décisions stratégiques listées ci-après ; cette obligation de concertation se transformant en droit de veto de Monsieur Jean-Daniel Cohen sur les décisions stratégiques en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ; lesdites décisions stratégiques sont les suivantes :
  - toute proposition de modification des statuts de la Société ;
  - tout apport, cession, acquisition, prise ou mise en location gérance de fonds de commerce par la Société, représentant, immédiatement ou à terme, une dépense, un investissement ou un désinvestissement supérieur ou égal à un million d'euros ;
  - toute acquisition, cession ou prise de participation au capital de toute société, entreprise ou groupement quelconque, représentant, immédiatement ou à terme, une dépense, un investissement ou un désinvestissement supérieur ou égal à un million d'euros ;

- tout investissement supérieur ou égal à un million d'euros ;
  - la constitution de toute filiale, succursale, agence ou établissement par la Société ainsi que toute modification de la participation de la Société dans le capital de ses filiales, représentant, immédiatement ou à terme, une dépense, un investissement ou un désinvestissement supérieur ou égal à un million d'euros ;
  - toute opération susceptible de conduire, immédiatement ou à terme, à (i) une fusion, une scission ou un apport partiel d'actifs de la Société, (ii) une réduction du capital social de la Société par quelque moyen que ce soit, (iii) une augmentation, immédiate ou à terme, du capital social de la Société par émission de tout instrument financier ;
- en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, différents droits et obligations relatifs aux transferts des titres de la Société, à savoir :
- droit de préemption d'Inovalis en cas de transfert des titres Advenis par Hoche Partners PEI à un actionnaire ou un tiers à un prix égal à celui offert par le cessionnaire ;
  - droit de sortie conjointe de Hoche Partners PEI si Inovalis transfère à un tiers un nombre de titres représentant plus de 10% du capital social de Advenis ou à un actionnaire ou un tiers un nombre de titres entraînant immédiatement ou à terme un changement de contrôle de Advenis, selon les mêmes modalités et aux mêmes conditions, notamment de prix par titre, que celles offertes par le cessionnaire à Inovalis ;
  - obligation de sortie conjointe de Hoche Partners PEI si Inovalis accepte une offre d'achat portant sur l'intégralité du capital et des droits de vote de Advenis, au même prix et aux mêmes conditions que ceux de l'offre acceptée par Inovalis ;
  - droit anti-dilution de Hoche Partners PEI en cas de nouvelle émission de titres Advenis sauf augmentation de capital réservée à un tiers pour permettre à la Société de faire face à des difficultés financières significatives ;
  - promesse d'achat de Inovalis au profit de Hoche Partners PEI (i) à 5 ans, 7 ans et 10 ans avec des fenêtres de liquidité de 6 mois, ou (ii) si Inovalis ou la Société passe outre le droit de veto de Monsieur Jean-Daniel Cohen sur les décisions stratégiques listées ci-dessus ; détermination du prix par recours à l'expertise (deux experts nommés chacun par une partie et prix fixé à la moyenne arithmétique des prix déterminés par les deux experts et en cas d'écart de plus de 20%, nomination d'un nouvel expert et moyenne arithmétique des prix déterminés par les trois experts) ;
- durée de 11 ans.

Par ailleurs, un pacte d'associés portant sur les actions de l'Initiateur a été conclu le 24 septembre 2020 entre (i) les actionnaires majoritaires de l'Initiateur (à savoir les sociétés Icorp et Icorp Liban SAL contrôlés par M. Stéphane Amine), (ii) le directeur général délégué de l'Initiateur et (iii) le directeur général délégué de la Société (M. Rodolphe Manasterski). Le directeur général délégué de l'Initiateur et M. Rodolphe Manasterski détiennent respectivement depuis le 29 juillet 2020 chacun 5,01% du capital social de l'Initiateur.

Ce pacte d'associés prévoit notamment :

- l'incessibilité temporaire jusqu'au 31 décembre 2022 ;
- un droit de préemption au bénéfice des actionnaires majoritaires de l'Initiateur ;
- un droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale ;
- une clause de sortie forcée ;
- des transferts libres ; et

- des promesses de vente/d'achat.

Ce pacte d'associés n'est pas susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Ces accords ont été communiqués à l'Expert indépendant et sont décrits dans le rapport de l'Expert Indépendant annexé au Projet de Note en Réponse.

A l'exception de ce qui précède, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

## **8. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique**

### **8.1 Structure du capital de la Société**

#### **8.1.1 Répartition du capital social de la Société avant conversion de l'ensemble des OCA.**

Le capital social de la Société s'élève à 4 725 492 euros, divisé en 7 875 820 actions ordinaires de 0,60 euro de valeur nominale chacune, conférant 13 969 175 droits de vote théoriques à ce jour selon les calculs de la Société. Le capital social était réparti (sur une base théorique) comme suit au 12 novembre 2020 :

| <b>Actionnaires</b>   | <b>Nombre d'Actions</b> | <b>% en Actions</b> | <b>Droits de vote théoriques<sup>4</sup></b> | <b>% en droits de vote théoriques</b> |
|---|-------------------------|---------------------|--|---------------------------------------|
| Inovalis  | 5 166 068               | 65,59 %             | 10 320 912                                   | 73,89 %                               |
| Hoche Partners PEI  | 583 334                 | 7,41 %              | 1 166 668                                    | 8,35 %                                |
| <b>Concert</b>  | <b>5 749 402</b>        | <b>73,00 %</b>      | <b>11 487 580</b>                            | <b>82,24 %</b>                        |
| Groupe Renée Costes SAS   | 429 903                 | 5,46 %              | 429 903                                      | 3,08% %                               |
| Flottant  | 1 680 755               | 21,34 %             | 2 035 932                                    | 14,57 %                               |
| Actions auto détenues   | 15 760                  | 0,20 %              | 15 760                                       | 0,11 % <sup>5</sup>                   |
| <b>Nombre total d'Actions en circulation et de droits de vote</b> | <b>7 875 820</b>        | <b>100,00 %</b>     | <b>13 969 175</b>                            | <b>100,00 %</b>                       |

A l'exception de 11 224 Actions et 34 OCA acquises par l'Initiateur au Prix de l'Offre depuis le dépôt du premier projet de note d'information auprès de l'AMF le 24 septembre 2020, le Concert a indiqué n'avoir acquis aucune autre Action, aucune autre OCA, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société au cours des douze (12) derniers mois.

#### **8.1.2 Caractéristiques des OCA**

La Société a émis en février 2018 par voie d'offre au public avec maintien du droit préférentiel de souscription un montant total de 10 265 980 euros correspondant à l'émission de 4 406 OCA de valeur nominale de 2 330 euros.

<sup>4</sup> Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du code de commerce. Il est rappelé que la Société a mis en place des droits de vote double.

<sup>5</sup> Droits de vote théoriques, les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus.

Les caractéristiques des OCA sont décrites dans le prospectus visé par l'AMF sous le n° 18-030 en date du 26 janvier 2018 (le « **Prospectus** »).

Les OCA portent un intérêt au taux annuel de 6% payé semestriellement sur la valeur nominale, augmenté de 9% capitalisé annuellement et payable à terme échu.

Les intérêts dus au titre de chaque OCA sont payés (i) semestriellement en numéraire au 26 août et 26 février (ou au jour ouvré suivant) et (ii) en totalité des intérêts capitalisés et courus (hors ceux déjà payés au titre des échéances semestrielles) en numéraire si les OCA sont remboursées par anticipation.

Le Prospectus contient une possibilité d'amortissement anticipé en actions nouvelles au gré de la Société si la moyenne, pondérée par les volumes, du cours de bourse de la Société pendant les soixante (60) jours de bourse précédant le 26 janvier 2021 est supérieure à 2,875 euros.

À moins que les OCA aient été amorties de façon anticipée ou converties, elles seront automatiquement remboursées, in fine, par remboursement au pair majoré des intérêts capitalisés le 26 février 2021 (la « **Date d'Échéance** »).

La valeur nominale courante de l'OCA correspond à la valeur nominale de l'OCA, augmentée des intérêts capitalisés (la « **Valeur Nominale Courante** »).

A la Date d'Echéance, la Valeur Nominale Courante correspond à 3 017,42 euros, soit 1 049,55 Actions nouvelles pour une OCA à un prix d'émission de 2,875 euros en cas de conversion et d'émission de nouvelles Actions.

Il est précisé qu'en cas de remboursement anticipé des OCA, les porteurs d'OCA percevront le coupon couru à la date du remboursement.

Les porteurs d'OCA pourront, à compter du 26 janvier 2021 et jusqu'au 7ème jour ouvré précédant la Date d'Échéance, convertir, en tout ou partie, leur OCA à raison de 1 049,55 Actions nouvelles à émettre pour une OCA (le « **Ratio de Conversion** »), sous réserve des ajustements prévus en cas d'opérations ayant une incidence sur le Ratio de Conversion intervenues avant la Date d'Echéance.

Les Actions nouvelles remises à l'occasion de l'exercice des OCA seront des actions ordinaires de la Société, de même catégorie que celles déjà négociées sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004152874.

#### Possibilité de conversion anticipée des OCA en cas d'offre publique.

Les caractéristiques des OCA ne comprennent aucune clause de remboursement anticipé au gré de l'émetteur ou du porteur induite par la survenance d'une offre publique sur la Société ni d'ajustement du Ratio de Conversion (sous réserve des ajustements prévus en cas d'opérations ayant une incidence sur le Ratio de Conversion intervenues depuis la date d'émission des OCA) induit par la survenance d'une offre publique sur la Société.

Aucune opération n'ayant une incidence sur le Ratio de Conversion n'est intervenue.

Conformément aux caractéristiques des OCA (cf. paragraphe 4.15.2 du Prospectus), il est prévu une possibilité de conversion anticipée des OCA au gré du porteur, selon le Ratio de Conversion, en cas d'offre publique sur la Société qui serait déclarée conforme par l'AMF et qui ne serait pas devenue caduque.

A compter du visa par l'AMF sur le Projet de Note d'Information et sur le présent Projet de Note en Réponse, chaque porteur d'OCA pourra demander la conversion anticipée de tout ou partie des OCA qu'il détient selon les modalités décrites au paragraphe I.1.2 du Projet de Note d'Information.

### 8.1.3 Répartition du capital social de la Société après conversion de l'ensemble des OCA.

Si la totalité des 4 406 OCA étaient converties, de manière anticipée dans le cadre de l'Offre, en Actions à émettre, le capital social et les droits de vote théoriques de la Société seraient répartis comme suit, toutes choses égales par ailleurs :

| Actionnaires   | Nombre d'Actions après conversion des OCA | % en Actions    | Droits de vote théoriques après conversion des OCA <sup>6</sup> | % en droits de vote théoriques |
|--|---|-----------------|---|--------------------------------|
| Inovalis   | 7 441 492                                 | 59,53%          | 12.596.336  | 67,74 %                        |
| Hoche Partners PEI   | 2 835 668                                 | 22,69 %         | 3 419 002   | 18,39%                         |
| <b>Concert</b>   | <b>10 277 160</b>                         | <b>82,22 %</b>  | <b>16 015 338</b>   | <b>86,13 %</b>                 |
| Groupe Renée Costes SAS  | 429 903                                   | 3,44 %          | 429 903   | 2,31 %                         |
| Flottant   | 1 777 314                                 | 14,22 %         | 2 132 491   | 11,47 %                        |
| Actions auto détenues  | 15 760                                    | 0,12 %          | 15 760  | 0,09 %                         |
| <b>Nombre total d'Actions en circulation et de droits de vote après conversion des OCA</b> | <b>12 500 137</b>                         | <b>100,00 %</b> | <b>18 593 492</b>   | <b>100,00 %</b>                |

A la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception des OCA, il n'existe aucun titre de capital ou instrument financier donnant ou pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

### 8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce

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.

A la connaissance de la Société, seul le pacte d'actionnaires dont il est fait mention à la section 7 du présent projet de Note en Réponse constitue une convention relative à la Société et entrant dans le champ d'application de l'article L. 233-11 du code de commerce

### 8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 du Projet de Note en Réponse.

Il est rappelé qu'à la suite de leur mise en concert dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, par courriers des Concertistes adressés à l'AMF et à la Société en date du 24 septembre 2020 :

- Hoche Partners PEI a déclaré avoir franchi de concert à la hausse les seuils légaux de 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ;
- Hoche Partners PEI a déposé une déclaration d'intention pour les six (6) mois à venir ; et

<sup>6</sup> Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du code de commerce.

- Inovalis a déclaré avoir franchi de concert à la hausse le seuil légal de 2/3 du capital et des droits de vote de la Société.

Il est également rappelé que la société Groupe Renée Costes SAS, actionnaire minoritaire de la Société, a par courrier en date du 7 octobre 2020, déclaré avoir franchi à la hausse, le 5 octobre 2020, le seuil de 5% du capital de la Société.

Par ailleurs, la Société ne connaît pas de situation d'autocontrôle.

#### **8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Il n'existe pas de titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

#### **8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Au 16 novembre 2020, le nombre de titres faisant l'objet d'une gestion collective (plan d'épargne de groupe, FCPE) et qui sont détenus par les salariés de la Société ou les sociétés qui lui sont liées est de 30 815 actions. La proportion du capital concernée est de 0,39 %.

#### **8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote**

A l'exception du pacte d'actionnaires, qui prévoit des restrictions aux transferts d'actions uniquement en cas de retrait de la cotation, dont il est fait mention en section 7 du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

#### **8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

##### **8.7.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration**

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve des exceptions prévues par la loi.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale. Ils ne peuvent être nommés ou réélus si, étant âgés de plus de soixante-quinze ans, le Conseil comprend déjà le tiers des administrateurs ayant atteint cet âge.

La durée de leurs fonctions est de six ans au plus.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Si un administrateur atteint l'âge de soixante-quinze ans alors que le Conseil comprend déjà le tiers de ses membres ayant atteint cet âge, le plus âgé des administrateurs est réputé démissionnaire lors de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. L'élection définitive est faite par la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président personne physique dont il détermine la rémunération. Le Président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat

d'administrateur. Il est rééligible. Le Conseil peut le révoquer à tout moment. Le Président ne peut pas être âgé de plus de 75 ans.

### **8.7.2 Modification des statuts d'Advenis**

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au Conseil d'administration les pouvoirs nécessaires à l'effet de réaliser une augmentation du capital en une ou plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts.

### **8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions**

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leurs mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les Statuts, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

| Assemblée générale ayant accordée la délégation | Nature de la délégation   | Durée de validité / Date d'expiration | Plafond  | Utilisation faite de la délégation                            |
|---|---|---------------------------------------|--|---|
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019        | 11ème résolution :<br>délégation de compétence consentie en vue de décider (i) une ou plusieurs augmentations du capital par l'émission, en France ou à l'étranger, d'actions ordinaires à souscrire en numéraire, ainsi que de toutes valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société et (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant accès à des titres de créance | 26 mois /<br>14 août 2021             | Plafond nominal global des augmentations de capital de 2.000.000 d'euros (le « Plafond Global Délégations 2019 »)<br><br>Plafond nominal global des titres de créances de 8.000.000 euros (le « Plafond Global des Titres de Créance Délégations 2019 ») | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 14 juin 2019 |
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019        | 12ème résolution :<br>délégation de compétence consentie en vue de décider, par voie d'offre au public, (i) une ou  | 26 mois /<br>14 août 2021             | S'impute sur le Plafond Global Délégations 2019  | Non mise en œuvre depuis l'assemblée                          |

|  |   |                           |  |   |
|--|---|---------------------------|--|---|
|  | plusieurs augmentations du capital par émission, en France ou à l'étranger, d'actions ordinaires à souscrire en numéraire, ainsi que de toutes valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement ou à terme, à des actions ordinaires de la Société et (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant accès à des titres de créance, et ce, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires mais délai de priorité obligatoire à leur bénéfice |                           | S'impute sur le Plafond Global des Titres de Créance Délégations 2019  | générale du 14 juin 2019                                      |
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019 | 13ème résolution :<br>délégation de pouvoirs consentie en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital à l'effet de rémunérer des apports en nature de titres en dehors du cadre d'une offre publique d'échange  | 26 mois /<br>14 août 2021 | Plafond de 10 % du capital social de la Société au titre de l'augmentation de capital susceptible d'être réalisée en application de la présente délégation. Ce plafond s'imputera sur le Plafond Global Délégations 2019     | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 14 juin 2019 |
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019 | 14ème résolution :<br>délégation de compétence consentie en vue d'augmenter le capital par incorporations de réserves, bénéfices, primes ou autres sommes dont la capitalisation serait admise  | 26 mois /<br>14 août 2021 | Le montant total ne pourra être supérieur au montant des sommes pouvant être incorporées au capital à la date du Conseil d'administration faisant usage de la présente délégation et ne s'imputera pas sur le Plafond Global | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 14 juin 2019 |

|   |   |                              | Délégations<br>2019   |   |
|---|---|------------------------------|---|---|
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019    | 15ème résolution :<br>délégation de compétence consentie en vue de procéder à une ou des augmentations du capital social réservées aux adhérents d'un plan d'épargne entreprise, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit desdits adhérents  | 26 mois /<br>14 août 2021    | Le montant nominal total des augmentations ne pourra être supérieur à 500.000 euros, ce montant s'imputant sur le Plafond Global Délégations 2019   | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 14 juin 2019                         |
| Assemblée générale mixte du 14 juin 2019    | 16ème résolution :<br>délégation de compétence consentie en vue de procéder à une ou des attributions gratuites, au profit des salariés, des mandataires sociaux de la Société ou des sociétés qui lui sont liées au sens de l'article L225-129-1 du Code de commerce, d'actions existantes ou à émettre ; avec autorisation, en cas d'attribution d'actions à émettre, de réaliser une ou plusieurs augmentations de capital par incorporations de réserves, bénéfices ou primes d'émission emportant de plein droit renonciation du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit desdits attributaires | 38 mois /<br>14 août 2022    | Total maximum d'actions existantes ou nouvelles attribuées gratuitement : 787.582.<br><br>Mais sans pouvoir dépasser la limite globale de 10% du capital de la Société au jour de leur attribution par le Conseil d'administration.<br><br>Le montant de l'augmentation s'imputera sur le Plafond Global Délégations 2019 | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 14 juin 2019                         |
| Assemblée générale mixte du 29 juillet 2020 | 21ème résolution :<br>Autorisation consentie au Conseil d'administration à l'effet d'acquérir un nombre maximal de 787 582 actions, représentant 10 % du capital de la Société ; ce nombre sera ajusté à 10% du nombre d'actions résultant de   | 18 mois /<br>29 janvier 2022 | Limite de 10 % du capital de la Société, ajusté à 10% du nombre d'actions résultant de toute  | Mise en œuvre dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Louis Capital Markets |

|   |  |                                  |  |  |
|---|--|----------------------------------|--|--|
|   | toute augmentation ou réduction de capital ultérieure ; l'acquisition, la cession ou le transfert de ces actions pourra être effectué par tous moyens, en une ou plusieurs fois, notamment sur le marché ou de gré à gré, y compris par voie d'acquisition ou de cession de blocs, offres publiques, par le recours à des instruments financiers dérivés ou à des bons ou valeurs mobilières donnant droit à des actions de la Société, ou par la mise en place de stratégies optionnelles, dans les conditions prévues par les autorités de marché et dans le respect des conditions réglementaires applicables                                       |                                  | augmentation ou réduction de capital ultérieure.<br><br>Le prix maximum d'achat par action de la Société est fixé à 12 euros par action, le montant total des acquisitions ne pourra donc pas dépasser 9 450 984 euros |  |
| Assemblée générale mixte du 29 juillet 2020 | 22ème résolution :<br><br>Autorisation consentie au Conseil d'administration à l'effet, avec faculté de subdélégation, d'annuler, sur ses seules décisions, en une ou plusieurs fois, dans la limite de 10 % du capital social de la Société au jour de l'annulation par période de vingt-quatre mois, tout ou partie des actions acquises par la Société dans le cadre de l'autorisation votée par l'assemblée générale dans sa résolution n°21 ; et de réduire corrélativement le capital social en imputant la différence entre la valeur de rachat des actions annulées et leur valeur nominale sur tous postes de réserves et primes disponibles. | 18 mois /<br><br>29 janvier 2022 | Limite de 10 % du capital social de la Société au jour de l'annulation par période de vingt-quatre mois.   | Non mise en œuvre depuis l'assemblée générale du 29 juillet 2020 |

### **8.9 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société**

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera aucun changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

**8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange**

Il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou salariés, 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

**9. Avis des membres du personnel**

Conformément aux dispositions de l'article L 2312-52 du Code du travail, la procédure d'information-consultation d'un comité social et économique en cas d'offre publique d'achat n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible.

Aucun comité social et économique n'est constitué au sein de la Société.

Le communiqué du premier projet de note d'information a été transmis aux salariés de la Société.

**10. Modalités de mise à dispositions des informations relatives à la Société**

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société ([www.advenis.com](http://www.advenis.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

**11. Personne assumant la responsabilité du Projet de Note en Réponse**

*« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, 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 ».*

Monsieur Stéphane Amine  
Président-Directeur-général d'Advenis

*Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse  
restent soumis à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers*

**Annexe 1**

**Rapport de l'Expert Indépendant**



ATTESTATION D'EQUITE  
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE  
D'ACHAT SIMPLIFIEE  
VISANT LES ACTIONS ET LES  
OBLIGATIONS CONVERTIBLES  
DE LA SOCIETE ADVENIS

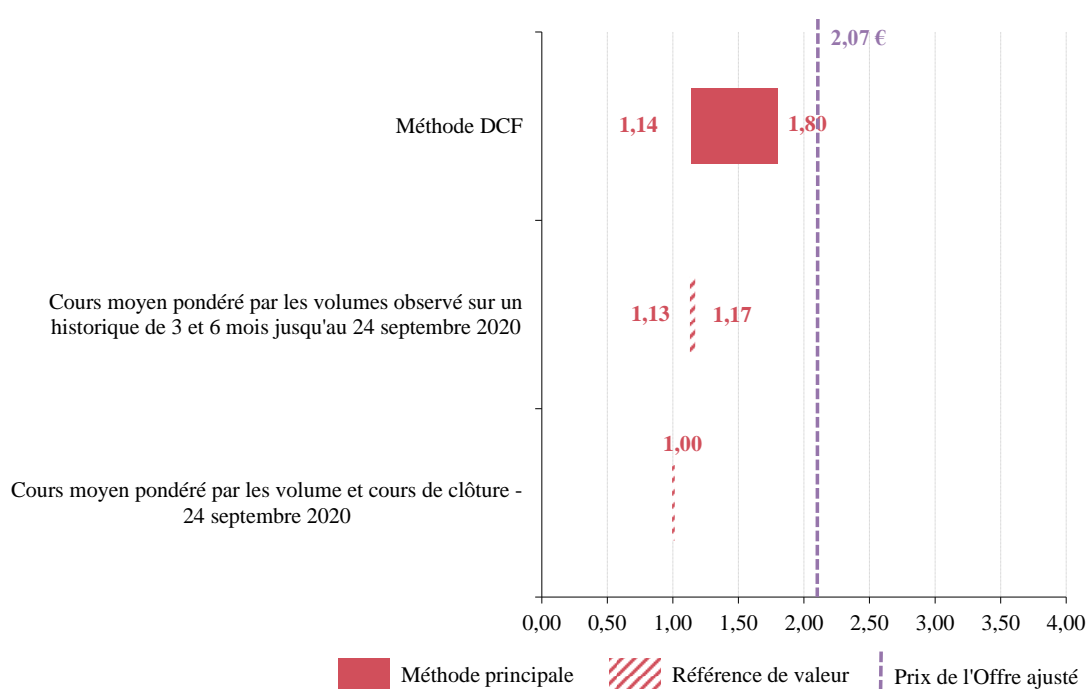
**Paris, le 26 octobre 2020  
(avec mise à jour au 16 novembre 2020)**

*Consultation réalisée à la demande  
du Conseil d'administration d'Advenis*

## ADDENDUM EN DATE DU 16 NOVEMBRE 2020

L'Initiateur a indiqué avoir procédé à un rehaussement du Prix d'Offre pour les actions, en portant celui-ci à 2,07 euros (le « Prix d'Offre ajusté »). Le présent addendum vise à mettre à jour en conséquence les travaux présentés dans notre rapport en date du 26 octobre 2020 présenté ci-après.

Au regard du Prix d'Offre ajusté, notre synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation des actions Advenis pré-Offre se présente comme suit (en € / action).



Ainsi, le Prix d'Offre ajusté de 2,07 € pour les actions :

- est supérieur de +46% à la valeur centrale de notre analyse DCF (1,42 €) et de +15% à la borne haute (1,80 €) ;
- est supérieur de +107% au cours de clôture et au cours moyen pondéré par les volumes constaté la veille du dépôt du projet d'Offre (1,00 €), lequel est très proche du cours moyen constaté sur le mois précédent (1,01 €) ;
- est supérieur entre +77% et +83% au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (1,17 €) et les six mois (1,13 €) précédant le dépôt du projet d'Offre.

Nous rappelons également que la conversion des Obligations Convertibles en Actions (OCA) par le Concert après le lancement de l'Offre conduirait à une valeur par action dans une fourchette 1,56 € – 2,07 € avec une valeur centrale de 1,78 €. Nous notons ainsi que le Prix d'Offre ajusté correspond à la borne supérieure de cette fourchette de valeurs.

**Dans ces conditions, notre conclusion quant au caractère équitable du prix, exprimée en partie X. de notre rapport en date du 26 octobre 2020 présenté ci-après, reste inchangée après rehaussement du Prix d'Offre pour les actions.**

Nous apportons par ailleurs les précisions suivantes quant aux conséquences de l'engagement de conversion des OCA par le Concert :

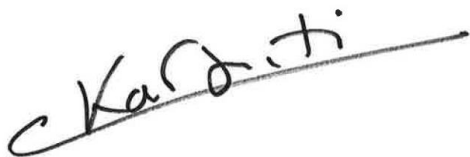
- Le prix de conversion des OCA correspond au rapport entre le montant dû à l'échéance des OCA (3 017,42 euros) et le nombre d'actions à émettre par OCA en cas de conversion (1 049,55 actions nouvelles), soit 2,875 €. Ce prix n'a pas été défini dans le cadre de l'Offre mais résulte directement des caractéristiques des OCA définies à leur date d'émission en février 2018.
- La situation de trésorerie et les cash-flows à venir de la Société risquent de ne pas lui permettre de faire face au remboursement en numéraire de la dette relative aux OCA de l'ordre de 13 M€ à échéance en février 2021. Ces OCA sont détenues à 97% par le Concert (réparties pour moitié entre Inovalis et Hoche Partners PEI) et à 3% par le public. Ces OCA font également l'objet de l'Offre à 3 017,42€ par OCA correspondant à leur valeur nominale fixée en 2018 alors que les transactions sur le marché, certes peu nombreuses, se situaient avant le dépôt de l'Offre autour de 2 200 €, ce qui montre que non seulement l'option de conversion en actions Advenis à 2,875 € a une valeur nulle (donc que le marché considère que l'action Advenis ne vaut pas ce prix) mais de plus que le marché intègre un risque de défaut sur le remboursement du plancher obligataire que nous avons déterminé à date à 2 943€ par OCA (cf. partie V. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après).
- Dans le cadre de nos échanges avec la Société, cette dernière nous a indiqué que les solutions possibles de remboursement de cette dette obligataire à horizon février 2021 (réduction importante du prix de conversion des OCA associée ou non à un allongement de leur maturité, augmentation de capital notamment par compensation avec la créance obligataire) seront toutes plus dilutives pour les actionnaires minoritaires que la conversion proposée par le Concert dans le cadre de l'Offre.
- La conversion par le Concert sur la base d'un prix de 2,875€ fixé lors de l'émission en février 2018 alors que la valeur de l'action (pré ou post conversion) aujourd'hui est inférieure à ce prix (cf. partie IV. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après) reflète l'acceptation par le Concert, dans le cadre de l'Offre, d'une décote de 28%

(c'est-à-dire de recevoir 2,07 € x 1 049,55 actions nouvelles = 2 172,57 € pour une OCA remboursée en numéraire à 3 017,42€ soit une décote de 28%) sur sa dette obligataire pour résoudre le problème de refinancement évoqué ci-avant et n'est donc pas une référence pour apprécier la valeur aujourd'hui de l'action Advenis.

- L'existence d'une clause juridique dans le contrat d'émission des OCA permettant au Concert de réaliser cette conversion dès le lancement de l'Offre sans attendre février 2021, même si cette conversion se fait au prix d'une décote importante sur ses OCA comme vu précédemment, lui permet de se rapprocher du seuil de détention pour le retrait obligatoire (puisque après conversion le Concert détiendra près de 81,84% du capital et 85,85% des droits de vote - cf. partie I. de notre rapport du 26 octobre 2020 ci-après).
- Dans ce contexte, le rehaussement du Prix d'Offre pour les actions de 1,80 € à 2,07 € permet de faire bénéficier au minoritaire de la borne supérieure de notre estimation de la valeur de l'action Advenis post conversion, ce qui confirme d'autant plus notre avis sur le caractère équitable de l'opération, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 16 novembre 2020

Pour Sorgem Evaluation



Claire Karsenti  
Associée

## Sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>LIMINAIRE .....</b>  | <b>8</b>  |
| <b>I. PRESENTATION DE L'OFFRE .....</b>   | <b>9</b>  |
| 1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre .....  | 9         |
| 2. Présentation de la Société cible de l'Offre .....  | 9         |
| 3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre .....  | 10        |
| 3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre .....   | 10        |
| 3.2 Modalités de l'OPAS-RO .....  | 11        |
| 3.3 Intention du Concert de convertir de manière anticipée ses OCA .....  | 12        |
| 3.4 Motifs de l'Offre.....  | 13        |
| 4. Définition du caractère équitable de l'Offre.....  | 13        |
| <b>II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION .....</b> | <b>15</b> |
| 1. Présentation de Sorgem Evaluation .....  | 15        |
| 2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....                                     | 16        |
| 3. Déclaration d'indépendance.....  | 16        |
| 4. Réserves .....   | 17        |
| <b>III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE.....</b>  | <b>18</b> |
| 1. Historique .....   | 18        |
| 2. Organigramme juridique du groupe Advenis .....   | 19        |
| 3. Présentation des UGT de la Société.....  | 20        |
| 3.1 UGT « distribution & gestion d'actifs » .....   | 20        |
| 3.2 UGT « services immobiliers » .....  | 21        |
| 3.3 UGT « production immobilière » .....  | 22        |
| 4. Présentation des marchés dans lesquels la Société intervient.....  | 22        |
| 4.1 Distribution & Gestion d'Actifs .....   | 22        |
| 4.1.1. Gestion d'actifs immobiliers .....   | 22        |
| 4.1.2. Distribution .....   | 25        |
| 4.2 Services immobiliers.....   | 26        |
| 4.2.1. Acteurs du marché .....  | 26        |
| 4.2.2. Tendances et perspectives.....   | 27        |
| 4.3 Production immobilière .....  | 30        |
| 4.3.1. Travaux de réhabilitation .....  | 30        |
| 4.3.2. Gestion de résidences étudiantes privées .....   | 30        |
| 5. Principales caractéristiques financières de la Société .....   | 30        |
| 5.1 Compte de résultat .....  | 30        |
| 5.1.1. Analyse du chiffre d'affaires par UGT .....  | 31        |
| 5.1.2. Analyse du résultat opérationnel courant par UGT.....  | 33        |
| 5.2 Bilan consolidé .....   | 34        |
| 6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces .....  | 37        |
| 7. Incidences sur les travaux d'évaluation .....  | 38        |
| <b>IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE .....</b>   | <b>39</b> |
| 1. Méthodes et références écartées .....  | 39        |

|              |   |           |
|--------------|---|-----------|
| 1.1          | Méthode des comparables boursiers.....  | 39        |
| 1.2          | Méthode des transactions comparables .....  | 40        |
| 1.3          | Méthode de l'actualisation des dividendes .....   | 40        |
| 1.4          | Méthode de l'actif net réévalué .....   | 41        |
| 1.5          | Référence à l'actif net comptable.....  | 41        |
| 1.6          | Référence aux objectifs de cours des analystes.....   | 41        |
| 2.           | Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....   | 41        |
| 2.1          | Principe.....   | 41        |
| 2.2          | Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action .....  | 42        |
| 2.2.1.       | Nombre d'actions pris en compte .....   | 42        |
| 2.2.2.       | Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres .....  | 43        |
| 2.3          | Présentation des prévisions retenues.....   | 45        |
| 2.3.1.       | Sources d'informations utilisées .....  | 45        |
| 2.3.2.       | Plan d'affaires UGT « distribution & gestion d'actifs ».....  | 45        |
| 2.3.3.       | Plan d'affaires UGT « services Immobiliers ».....   | 48        |
| 2.3.4.       | Plan d'affaires UGT « Production Immobilière » .....  | 49        |
| 2.4          | Détermination du taux d'actualisation .....   | 50        |
| 2.4.1.       | Principe de détermination du taux.....  | 51        |
| 2.4.2.       | Taux sans risque .....  | 51        |
| 2.4.3.       | Bêtas.....  | 51        |
| 2.4.4.       | Prime de risque marché.....   | 53        |
| 2.4.5.       | Prime de taille.....  | 53        |
| 2.4.6.       | Taux d'actualisation retenus .....  | 54        |
| 2.5          | Conclusion sur la valeur .....  | 54        |
| 2.5.1.       | Valeur d'Entreprise.....  | 54        |
| 2.5.2.       | Valeur par action .....   | 56        |
| 3.           | Références de valeur : référence à titre indicatif au cours de bourse .....                                       | 56        |
| <b>V.</b>    | <b>EVALUATION DES OCA .....</b>   | <b>61</b> |
| 1.           | Présentation des obligations convertibles en action .....   | 61        |
| 2.           | Evaluation des OCA.....   | 62        |
| 2.1          | Référence au montant des engagements au 15 octobre 2020 .....   | 62        |
| 2.2          | Référence aux transactions réalisées sur les OCA .....  | 62        |
| 2.3          | Valeur théorique de marché par rapport au Prix d'Offre .....  | 63        |
| <b>VI.</b>   | <b>ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....</b>  | <b>64</b> |
| 1.           | Pacte d'Actionnaires Advenis.....   | 64        |
| 2.           | Pacte d'Associés Inovalis.....  | 64        |
| <b>VII.</b>  | <b>SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION ....</b>  | <b>65</b> |
| <b>VIII.</b> | <b>ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES<br/>ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR .....</b> | <b>66</b> |
| 1.           | Méthode d'évaluation retenue à titre principal .....  | 66        |
| 1.1          | Approche générale .....   | 66        |
| 1.2          | Comparaison des résultats .....   | 66        |
| 1.3          | Principaux paramètres.....  | 67        |
| 1.3.1.       | Taux d'actualisation.....   | 67        |
| 1.3.2.       | Taux de croissance à long terme.....  | 67        |
| 1.3.3.       | Valeur terminale .....  | 67        |
| 1.3.4.       | Valeur d'Entreprise.....  | 68        |
| 1.3.5.       | Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres et à la valeur par action .....                          | 68        |

|                      |   |           |
|----------------------|---|-----------|
| 1.4                  | Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire.....  | 69        |
| 1.4.1.               | Méthode des comparables boursiers.....  | 69        |
| 1.4.2.               | Référence au cours de bourse.....   | 69        |
| <b>IX.</b>           | <b>ECHANGES CONDUITS AVEC DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES .....</b>   | <b>70</b> |
| 1.                   | Sur les méthodes d'évaluation.....  | 70        |
| 2.                   | Sur le taux d'actualisation et la croissance à long terme.....  | 71        |
| 3.                   | Sur les approches alternatives d'appréciation de la valeur, en particulier celle de l'activité de distribution et gestion d'actifs..... | 71        |
| 4.                   | Sur la pertinence du cours de bourse.....   | 72        |
| <b>X.</b>            | <b>CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....</b>  | <b>73</b> |
| <b>ANNEXES .....</b> | <b>.....</b>  | <b>76</b> |
| 1.                   | Programme de travail.....   | 76        |
| 2.                   | Liste des personnes rencontrées ou contactées.....  | 77        |
| 3.                   | Informations et documents utilisés.....   | 77        |
| 4.                   | Calendrier de la mission.....   | 78        |
| 5.                   | Rémunération.....   | 78        |
| 6.                   | Lettre de mission.....  | 79        |

## Liminaire

La société anonyme Inovalis (ci-après l'« Initiateur »), agissant de concert avec la société de droit luxembourgeois Hoche Partners Private Equity Investors (« Hoche Partners PEI »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la société Advenis (ci-après la « Société ») ainsi qu'aux détenteurs d'obligations convertibles en actions (« OCA »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS »), suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'OPAS, l'« Offre ») :

- la totalité des actions Advenis émises ou susceptibles d'être émises, non détenues par les membres du concert – soit, au 24 septembre 2020, un maximum de 2 269 885 actions – au prix unitaire de 1,80 euro (ci-après le « Prix d'Offre pour les actions ») payable exclusivement en numéraire ;
- la totalité des OCA non détenues par les membres du concert – soit, au 24 septembre 2020, un maximum de 126 OCA – au prix unitaire de 3 017,42 € (le « Prix d'Offre pour les OCA » et, avec le Prix d'Offre pour les actions, « les Prix d'Offre ») payable exclusivement en numéraire.

Au 24 septembre 2020<sup>1</sup>, date de mise en concert de l'Initiateur et de Hoche Partners PEI (ci-après le « Concert ») et date de dépôt du projet d'Offre en application des articles 233-1, 1° et 234-2 du Règlement général de l'AMF, les membres du Concert détenaient au total 72,86% du capital et 82,12% des droits de vote de la Société.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre, les actions et OCA d'Advenis non détenues par le Concert seraient transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale aux Prix d'Offre, soit 1,80 euro par action et 3 017,42 euros par OCA.

Dans ce contexte, Sorgem Evaluation représentée par Claire Karsenti, Associée, a été désignée en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 15 mai 2020 sur recommandation du comité ad hoc, en application de l'article 261-1|1° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

---

<sup>1</sup> Nous précisons qu'Inovalis a déclaré à l'AMF avoir acquis, après le dépôt d'Offre, 10 624 actions et 23 OCA le 8 octobre 2020 ainsi que 7 OCA le 9 octobre 2020.

## I. PRESENTATION DE L'OFFRE

### 1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

**Inovalis** est la société mère d'un groupe exerçant une activité de société de gestion d'OPCI agréée par l'AMF et proposant à titre annexe des prestations de services immobiliers.

Société anonyme de droit français dont le siège social est situé au 52 rue de Bassano 75 008 Paris, elle est dirigée par trois mandataires sociaux (Stéphane Amine, Khalil Hankach et David Giraud).

Inovalis est actionnaire majoritaire d'Advenis et détient plus de la moitié du capital (65,45%) et plus des 2/3 des droits de vote (73,77%)<sup>2</sup>.

Inovalis agit de concert avec **Hoche Partners Private Equity Investors**, société à responsabilité limitée luxembourgeoise, dont le siège social est situé 121 avenue de la Faiencerie, Luxembourg. L'Initiateur et Hoche Partners Private Equity Investors ont conclu un pacte d'actionnaires le 24 septembre 2020, constitutif d'une action de concert.

**Ainsi, l'Initiateur détient de concert, au 24 septembre 2020, 72,86% du capital social et 82,12% des droits de vote théoriques existants de la Société.**

### 2. Présentation de la Société cible de l'Offre

Fondée en 1995, Advenis (la « Société ») est une société anonyme de droit français à conseil d'administration dont le siège social est situé au 52 rue de Bassano 75 008 Paris. Son capital est composé de 7 875 820 actions d'une valeur nominale de 0,60 euro.

Advenis est introduite en bourse en 1998 et ses actions sont cotées à Paris sur le marché d'Euronext, compartiment C.

---

<sup>2</sup> Données au 24 septembre 2020.

Les activités de la Société sont segmentées en plusieurs unités génératrices de trésorerie (« UGT ») :

- la distribution et gestion d'actifs : cette UGT s'articule autour d'activités de conseil en gestion de patrimoine et conseil en investissements, notamment à travers la gestion de SCPI et la commercialisation d'assurance-vie et de produits immobiliers ;
- les services immobiliers : cette UGT regroupe des activités de conseil en transactions, de *property management* et de *facility management* ;
- la production immobilière : cette UGT regroupe des activités (i) de travaux de réhabilitation d'immeubles de bureaux ou résidentiels anciens et (ii) de gestion de résidences étudiantes privées.

La Société a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires consolidé de 83,1 M€, en hausse de +17,6% par rapport à 2018. Elle a enregistré sur cet exercice un résultat opérationnel courant de 2,5 M€.

Au 31 décembre 2019, la Société employait 286 collaborateurs contre 305 au 31 décembre 2018.

### 3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

#### 3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Au 24 septembre 2020, le Concert détient 5 738 178 actions Advenis représentant 72,86% du capital et 82,12% des droits de vote de la Société.

##### Actionnariat du Groupe Advenis au 24 septembre 2020

| Actionnaires         | Nombre d'actions | % du capital   | Nb total de droits de vote | % des droits de vote |
|----------------------|------------------|----------------|----------------------------|----------------------|
| Inovalis             | 5 154 844        | 65,45%         | 10 309 688                 | 73,77%               |
| Hoche Partners PEI   | 583 334          | 7,41%          | 1 166 668                  | 8,35%                |
| <b>Total concert</b> | <b>5 738 178</b> | <b>72,86%</b>  | <b>11 476 356</b>          | <b>82,12%</b>        |
| Autodétenues         | 14 634           | 0,18%          | 14 634                     | 0,10%                |
| Public               | 2 123 008        | 26,96%         | 2 484 829                  | 17,78%               |
| <b>Total</b>         | <b>7 875 820</b> | <b>100,00%</b> | <b>13 975 819</b>          | <b>100,00%</b>       |

Source : Projet de note d'information

A cette même date, le Concert détenait 4 280 OCA représentant 97,14% de l'ensemble des 4 406 OCA émises par la Société.

| Détenteurs           | Nombre d'OCA | % du nb total d'OCA |
|----------------------|--------------|---------------------|
| Inovalis             | 2 134        | 48,43%              |
| Hoche Partners PEI   | 2 146        | 48,71%              |
| <b>Total concert</b> | <b>4 280</b> | <b>97,14%</b>       |
| Autodétenues         | -            | NA                  |
| Public               | 126          | 2,86%               |
| <b>Total</b>         | <b>4 406</b> | <b>100,00%</b>      |

Source : Projet de note d'information

A titre indicatif, nous présentons ci-dessous l'actionnariat si l'ensemble des OCA étaient converties :

| Actionnaires         | Nombre d'actions  | % du capital   | Nb total de droits de vote | % des droits de vote |
|----------------------|-------------------|----------------|----------------------------|----------------------|
| Inovalis             | 7 394 584         | 59,16%         | 12 549 428                 | 67,47%               |
| Hoche Partners PEI   | 2 835 668         | 22,68%         | 3 419 002                  | 18,38%               |
| <b>Total concert</b> | <b>10 230 252</b> | <b>81,84%</b>  | <b>15 968 430</b>          | <b>85,85%</b>        |
| Autodétenues         | 14 634            | 0,12%          | 14 634                     | 0,08%                |
| Public               | 2 255 251         | 18,04%         | 2 617 072                  | 14,07%               |
| <b>Total</b>         | <b>12 500 137</b> | <b>100,00%</b> | <b>18 600 136</b>          | <b>100,00%</b>       |

Source : Projet de note d'information

Il est par ailleurs précisé qu'à la suite d'acquisition d'actions et d'OCA sur le marché, Inovalis détient, à la date du 21 octobre 2020, 2 165 OCA et 5 166 068 actions représentant 10 320 912 droits de vote<sup>3</sup>.

### 3.2 Modalités de l'OPAS-RO

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société en circulation non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, soit un maximum de 2 137 642 actions à la date de dépôt du projet de note d'information ;
- la totalité des actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert, soit un maximum de 132 243 actions à la date de dépôt du projet de note d'information ;
- la totalité des OCA en circulation non détenues par le Concert, soit un maximum de 126 OCA.

<sup>3</sup> Source : AMF (Déclaration des achats et des ventes effectués pendant une offre publique)

Dans le cadre de l'Offre, le Concert propose :

- aux actionnaires de la Société d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix de 1,80 euro par action ;
- aux détenteurs des OCA un prix de 3 017,42 euros par OCA, payable exclusivement en numéraire.

A l'issue de l'OPAS, si le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'OPAS, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier et des dispositions applicables du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les Actions et les OCA non apportées à l'OPAS, moyennant une indemnisation égale aux Prix d'Offre, soit 1,80 euro par action et 3 017,42 euros par OCA.

### **3.3 Intention du Concert de convertir de manière anticipée ses OCA**

L'Initiateur rappelle que *« conformément aux caractéristiques des OCA [...], il est prévu une possibilité de conversion anticipée des OCA au gré du porteur, selon le Ratio de Conversion, en cas d'offre publique sur la Société qui serait déclarée conforme par l'AMF et qui ne serait pas devenue caduque »*<sup>4</sup>.

A ce titre, l'Initiateur indique qu'*« il est dans l'intention du Concert de convertir de manière anticipée l'ensemble des OCA qu'il détient et ce, à compter du visa de l'AMF »*<sup>5</sup>.

Nous notons que le prix auquel le Concert a indiqué avoir l'intention de convertir ses OCA (2,875 €) est significativement supérieur au Prix d'Offre pour les actions (1,80 €). Sur cette base, la conversion de ses OCA par le Concert conduit donc à matérialiser une baisse de valeur des obligations convertibles qu'il détient et à transférer une partie de cette valeur sur les actionnaires restant à l'issue de l'OPAS d'où le rehaussement de la valeur par action suite à cette conversion. Leur conversion permet néanmoins au Concert d'augmenter sa participation au capital d'Advenis et ainsi d'augmenter la probabilité, à l'issue de l'OPAS, de pouvoir réaliser le retrait obligatoire.

---

<sup>4</sup> Projet de note d'informations – p. 8-9.

<sup>5</sup> Projet de note d'informations – p. 9.

### 3.4 Motifs de l'Offre

Le Concert estime que la cotation d'Advenis n'est plus justifiée compte tenu d'une liquidité réduite de l'action et de coûts récurrents induits par la cotation :

*« Cette Offre permet de répondre au manque de liquidité du titre Advenis, 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 faisant ressortir une prime par rapport aux cours de bourse.*

*La Société n'envisage pas d'avoir recours aux marchés financiers dans l'avenir pour se financer. Les coûts récurrents de cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action, et plus généralement au bénéfice de la cotation.*

*Ainsi, Inovalis a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de la Société à l'issue de la présente Offre. »<sup>6</sup>*

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% des actions et des OCA d'Advenis et de procéder à la radiation des actions et des OCA de la Société du marché Euronext à Paris.

## 4. Définition du caractère équitable de l'Offre

La mise en concert d'Inovalis et de Hoche Partners PEI rend l'Offre obligatoire pour l'Initiateur.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions ou ses OCA à l'Offre. Ses actions et OCA non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire est mis en œuvre.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situent les Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société et des OCA, de manière à déterminer son caractère équitable dans un contexte de potentiel retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

Elle a également pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre pour les actions par rapport à leur valeur post-conversion des OCA par le Concert au lancement de l'Offre. Celle-ci reflète la valeur des titres d'un actionnaire n'ayant pas apporté ses actions à l'Offre dans l'hypothèse où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre.

---

<sup>6</sup> Projet de note d'informations – p.6.

Du fait de l'existence de différents accords connexes qui sont analysés en détail ci-après (voir partie **VI.**), l'équité repose enfin sur le fait que ces accords ne soient pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

## II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

### 1. Présentation de Sorgem Evaluation

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

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

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

| Date    | Opération | Cible                   | Initiateur                                  | Banque présentatrice        |
|---------|-----------|-------------------------|---|-----------------------------|
| Juil-16 | OPAS      | FUTUREN                 | CONCERT MENE PAR<br>BOUSSARD ET<br>GAVAUDAN | ODDO                        |
| Jan-17  | OPAS      | TESSI                   | PIXELHOLDING                                | CM CIC, KEPLER<br>CHEUVREUX |
| Avr-17  | OPRA      | GAUMONT                 | GAUMONT                                     | BNP PARIBAS                 |
| Jan-18  | OPAS      | SES IMAGOTAG            | BOE SMART RETAIL                            | SOCIETE GENERALE            |
| Juil-18 | OPR-RO    | HEURTEY-<br>PETROCHEM   | AXENS                                       | INVEST SECURITIES           |
| Nov-19  | OPR-RO    | SIPH                    | MICHELIN / SIFCA                            | ODDO                        |
| Déc-19  | OPR-RO    | AFONE<br>PARTICIPATIONS | FL FINANCE / AWYS                           | SODICA                      |

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice NUSSENBAUM, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

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

La présente mission a été réalisée par :

- Claire KARSENTI, Associée. Elle est diplômée de l'EM LYON et de l'Université Paris-Dauphine (Master recherche 104 Finance). Claire KARSENTI enseigne à l'Université Paris-Dauphine et est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles (avec une spécialité en Evaluation et en Finance d'entreprise). Elle est Secrétaire Générale de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance) et membre du Conseil d'Administration de la SFEV (Société Française des EVALuateurs) et membre de l'APEI.
- Florent MYARA, Directeur de mission. Il est diplômé d'HEC et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en Transaction Services ;
- Jessica CHAPTAL, Consultante senior, diplômée de l'EM LYON, disposant d'une expérience professionnelle de quatre ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Matthieu GRIOT, Consultant junior, diplômé de l'EDHEC.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Thomas HACHETTE, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC. Il est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles (avec une spécialité en Marchés financiers) et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

## **3. Déclaration d'indépendance**

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

#### 4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

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

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

A cet égard, nous soulignons que l'AMF, dans sa dernière cartographie des risques publiée en juillet 2020, indique notamment que : *« la COVID-19 a d'abord servi de déclencheur pour le risque majeur identifié dans [sa] précédente cartographie : la correction des marchés, qui s'est concrétisée en grande partie. Mais les valorisations peuvent continuer à sembler élevées au regard des fondamentaux, les prix de marché semblant intégrer des scénarios très optimistes sur un retour à la normale alors que la menace de prochaines vagues épidémiques perdure et que des pans entiers de l'économie vont avoir du mal à redémarrer »*<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> AMF – « Cartographie 2020 des marchés et des risques » - Juillet 2020. p.5

### **III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE**

#### **1. Historique**

Créée en 1995 par Danyel Blain, la Société, anciennement appelée « Avenir Finance », est introduite en bourse en 1998.

Entre les années 2000 et 2013, la Société se développe au travers de la création de filiales, d'acquisitions successives et de réorganisations internes. Elle s'organise alors autour de trois métiers portés principalement par les sociétés Avenir Finance Gestion Privée, Avenir Finance Investments Managers, Avenir Finance Immobilier et Aupéra :

- la gestion d'actifs financiers (activité de conception et de gestion d'une gamme complète de fonds d'investissements et de profils de gestion) ;
- la gestion d'actifs immobiliers (principalement des activités de gestion d'immeubles anciens de prestige portées par Aupéra) ;
- la gestion privée (activité de distribution de produits financiers, immobiliers et assurance-vie).

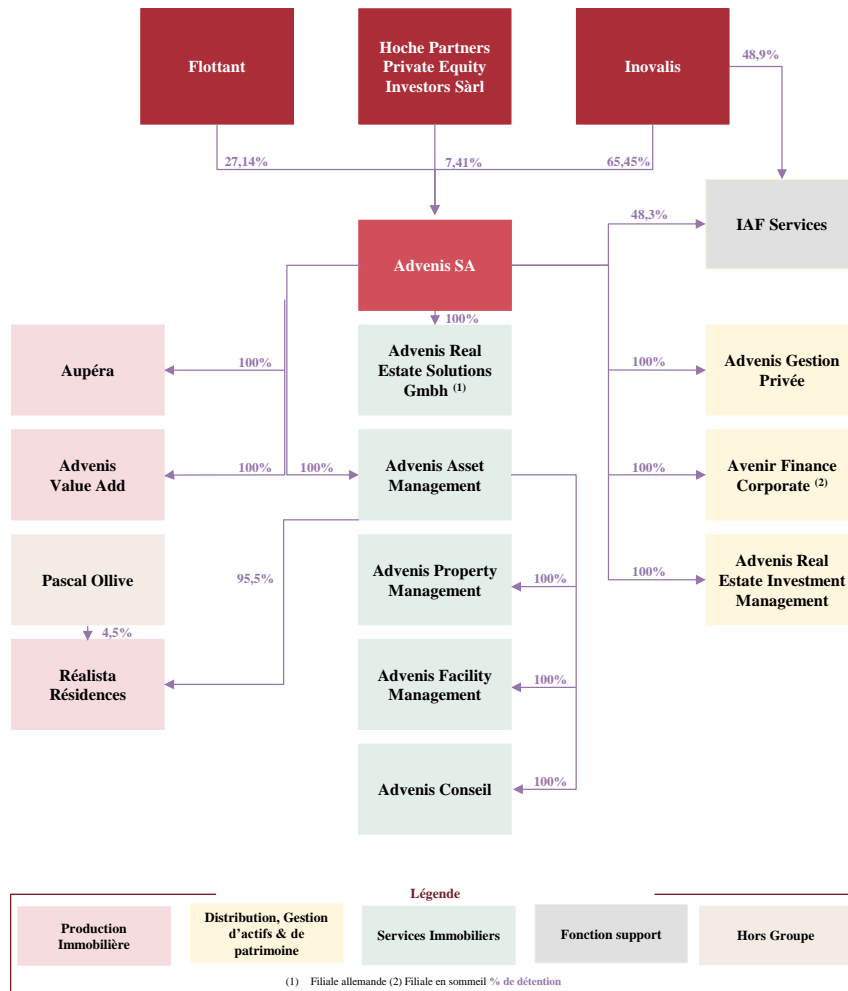
En avril 2014, un protocole d'accord est signé entre les groupes Avenir Finance et Inovalis. Cet accord consiste en l'intégration de la globalité des services immobiliers (France et Allemagne) du groupe Inovalis au sein du groupe Avenir Finance. Il se traduit par l'apport, au profit de la société Avenir Finance par la société Inovalis, des titres de sociétés exerçant les activités de services immobiliers en France et en Allemagne. L'opération d'apport des titres s'apparente à un « apport inversé » dans la mesure où Inovalis, société apporteuse, devient le principal actionnaire d'Avenir Finance.

Par suite des pertes d'exploitation survenues en 2015, la Société avait initié en 2016 un plan de retournement à trois ans afin de retrouver l'équilibre en termes de résultat opérationnel d'ici 2018. Ce plan avait pour objectif de pouvoir proposer une offre de services plus complète et tournée vers des métiers à haute valeur ajoutée, de compléter l'intégration des acquisitions effectuées en 2014, de simplifier l'organisation du groupe et de réduire sa structure de coûts tout en dotant l'entreprise d'outils de gestion plus performants. Ce plan de retournement est aujourd'hui finalisé.

## 2. Organigramme juridique du groupe Advenis

L'organigramme du groupe Advenis est reproduit ci-dessous :

### Organigramme du groupe au 24 septembre 2020



\*Les filiales d'Advenis SA détiennent au total 2,8% d'IAF Services (détention comprise entre 0,2% et 0,4%).

Source : Rapport financier annuel 2019

### 3. Présentation des UGT de la Société

Advenis est une société spécialisée dans la conception de produits d'investissements immobiliers, le conseil en gestion de patrimoine et la gestion d'actifs immobiliers. Ses activités sont divisées en trois UGT :

- distribution & gestion d'actifs ;
- services immobiliers ;
- production immobilière.

La Société est essentiellement présente en France mais dispose également d'activités en Allemagne, qui représentent 3,5% du chiffre d'affaires en 2019. La Société initie par ailleurs une activité en Espagne où un premier investissement a eu lieu en 2020 via la SCPI Elialys.

#### 3.1 UGT « distribution & gestion d'actifs »

Cette UGT s'articule autour de deux segments :

- une activité de distribution & gestion privée. Cette activité consiste en la commercialisation de produits conçus par la Société et des produits tiers auprès de clients institutionnels (mutuelles, caisses de retraite), de clients privés, de banques privées (partenariats avec les pôles Private Banking de partenaires bancaires de renom) et de conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI).
- une activité de conception et gestion d'actifs financiers à sous-jacent immobilier. Cette activité consiste à concevoir et gérer pour le compte de clients-investisseurs dix SCPI dont trois sont ouvertes à la commercialisation : Eurovalys (SCPI d'entreprise investie principalement en Allemagne), Elialys (SCPI d'entreprise investie en Europe du Sud) et Rénovalys (SCPI fiscale de déficit foncier).

Nous rappelons que la cession, en 2018 et 2019, d'Advenis Investment Managers (renommée C-Quadrat Asset Management France), qui conduisait l'activité de gestion d'actifs financiers de la Société (à sous-jacent majoritairement non-immobilier), a marqué le recentrage d'Advenis sur les actifs à sous-jacent immobilier.

En 2019, l'UGT « distribution & gestion d'actifs » a représenté 49,9% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

### **3.2 UGT « services immobiliers »**

La Société accompagne les investisseurs institutionnels et privés dans la gestion de leur patrimoine immobilier. Les activités sont menées principalement en France et en partie en Allemagne.

Cette UGT regroupe cinq filiales d'Advenis SA :

- Advenis Asset Management : filiale qui regroupe les équipes en charge de l'analyse et de l'optimisation de la valeur d'actifs immobiliers ;
- Advenis Property Management : prestataire de services immobiliers dédiés aux entreprises et à l'immobilier public. La filiale assure notamment les prestations suivantes :
  - > la gestion locative complète (gestion des baux, facturation des loyers, suivi technique...) ;
  - > le syndic de copropriété (gestion administrative, gestion comptable, financière et budgétaire...) ;
  - > la gestion documentaire électronique (plateforme collaborative d'échange de données, data room électronique) ;
- Advenis Facility Management : filiale qui assure la gestion technique et la maintenance des immeubles. Elle assiste ses clients en pilotant et contrôlant les entreprises intervenant sur le site (sous-traitants ou entreprises multiservices) ;
- Advenis Conseil : filiale spécialisée dans la transaction et le conseil pour le compte de propriétaires, utilisateurs et investisseurs d'immeubles de bureaux ;
- Advenis Real Estate Solutions : filiale allemande logée à Francfort qui regroupe les métiers de l'Asset Management, du Property Management et du Conseil décrits ci-dessus.

En 2019, cette UGT a représenté 27,6% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

### 3.3 UGT « production immobilière »

Cette UGT regroupe trois filiales d'Advenis SA :

- Aupéra : filiale qui conduit des travaux de réhabilitation (i) d'immeubles de bureaux pour le compte des clients-investisseurs d'Inovalis ou (ii) d'immeubles résidentiels anciens pour le compte des clients-investisseurs de la Société ;
- Advenis Value Add : filiale qui conduit une activité de marchand de biens. Cette activité a été mise en sommeil depuis 2016 ;
- Réalista Résidences : filiale qui exploite des résidences étudiantes privées. A ce jour, cette filiale gère cinq résidences étudiantes situées à Rennes, Montpellier et Lille.

En 2019, cette UGT a représenté 22,6% du chiffre d'affaires consolidé de la Société.

## 4. Présentation des marchés dans lesquels la Société intervient

### 4.1 Distribution & Gestion d'Actifs

#### 4.1.1. Gestion d'actifs immobiliers

##### a) Acteurs du marché

Les fonds d'investissement en immobilier revêtent majoritairement la forme de SCPI<sup>8</sup> et d'OPCI<sup>9</sup>. A fin 2019, on compte environ une quarantaine de sociétés de gestion de SCPI en France et environ 200 véhicules d'investissement<sup>10</sup>. Il existe principalement deux types de SCPI :

- des SCPI de « rendement », investies dans l'immobilier d'entreprises (telles qu'Eurovalys et Elialys) ;
- des SCPI dites « fiscales », investies dans de l'immobilier résidentiel en France, offrant des avantages fiscaux aux souscripteurs (telles que Renovalys).

---

<sup>8</sup> Société Civile de Placement en Immobilier

<sup>9</sup> Organisme de Placement Collectif Immobilier

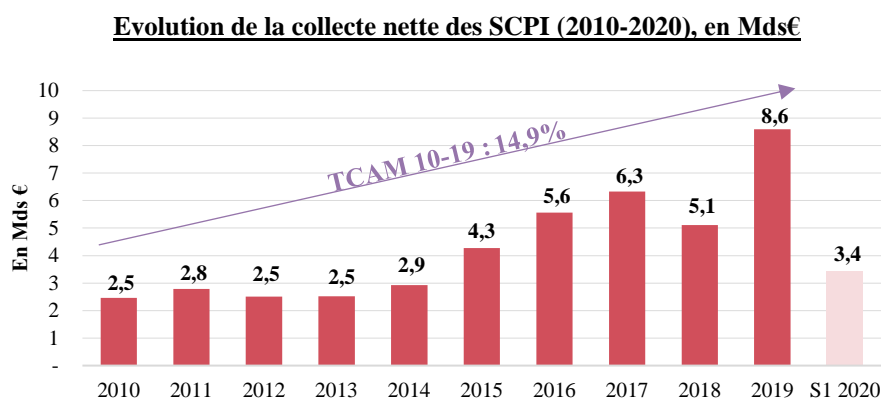
<sup>10</sup> ASPIM - SCPI en chiffres - Situation des SCPI au 31/12/2019.

Les revenus des sociétés de gestion de SCPI proviennent de plusieurs types de commissions :

- les commissions de souscription au titre de la collecte des capitaux ainsi que l'exécution des programmes d'investissement ;
- les commissions d'acquisition ou de cession, calculées sur le montant de l'acquisition ou de la cession immobilière ;
- les commissions de gestion assises sur les produits locatifs ;
- les commissions liées au suivi et pilotage de la réalisation de travaux ;
- les commissions de cession pour l'organisation du marché des parts.

#### b) Essor des SCPI et perspectives

La collecte nette et la capitalisation totale des SCPI ont enregistré ces dernières années une forte croissance. L'année 2019 marque un record historique depuis la création de ce véhicule d'investissement, avec une collecte nette de 8,6 Mds€ et une capitalisation à fin d'année de 65,1 Mds€. Au cours du premier semestre, les SCPI fiscales et d'immobilier d'entreprise ont collecté 3,43 Mds€, soit un niveau en baisse de -20 % par rapport au premier semestre 2019<sup>11</sup>.

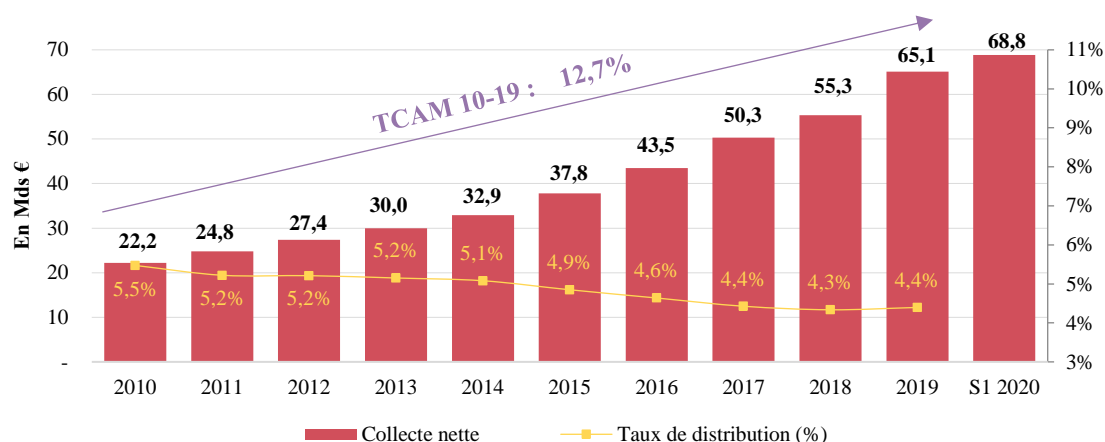


\* La dernière colonne du graphe montre la collecte réalisée sur le premier semestre 2020.

Source : IEIF - ASPIM.

<sup>11</sup> IEIF – « La collecte des SCPI et OPCI en baisse de 8% au S1 » - 27/08/2020

**Evolution de la capitalisation des SCPI en Mds€ et du taux de distribution en % (2010-2020)**



\* Les données sont constatées au 31 décembre de chaque année, exceptée en 2020 où les données sont constatées au 30 juin.

Source : IEIF.

Les SCPI constituent un placement structurellement attractif pour les investisseurs. Les SCPI françaises ont affiché un taux de distribution sur valeur de marché<sup>12</sup> de 4,40% en 2019 en moyenne, en progression par rapport à 2018 (4,34%).

La crise du Covid-19 ne remet à ce stade pas significativement en cause les tendances de fonds du secteur. Selon les chiffres publiés par l'ASPIM et l'IEIF<sup>13</sup> :

- la collecte du premier semestre 2020 reste en ligne avec la moyenne des cinq dernières années ;
- les SCPI affichent en moyenne 5,3% de taux de distribution sur les 12 derniers mois au 30 juin 2020, ce qui est encourageant dans un contexte de taux d'intérêts négatifs et de forte volatilité des marchés.

<sup>12</sup> Correspond au dividende (dont acomptes exceptionnels et quote-part de plus-values distribuées) net de frais, hors fiscalité, versé au titre d'une année et rapporté au prix moyen de la part constaté durant la même année.

<sup>13</sup> Sources : (i) Primaliance « Un premier semestre 2020 résilient pour le marché des SCPI en pleine crise du Covid-19 » 01/09/2020 et (ii) IEIF - Les chiffres clés des SCPI.

#### 4.1.2. Distribution

##### a) Acteurs du marché

Le marché de la gestion de patrimoine se divise en deux grandes catégories d'acteurs :

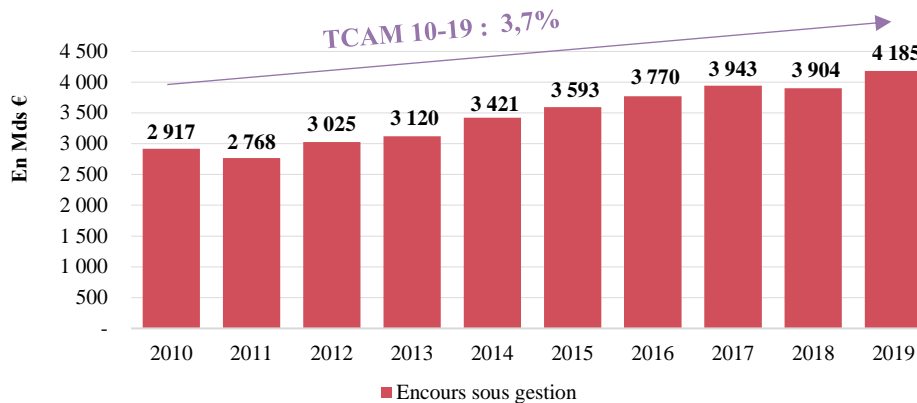
- les producteurs et distributeurs qui regroupent :
  - > les banques privées (Edmond de Rothschild, UBS France, LCL Banque Privée, Société Générale Private Banking, BNP Paribas Banque Privée...);
  - > les banques de détail, qui proposent une offre de services financiers diversifiés (Société Générale, BNP Paribas, Caisse d'Epargne, Crédit Agricole...);
  - > les sociétés d'assurances (Generali, AXA, Swiss Life, Allianz...);
  - > d'autres sociétés spécialisées dans les services financiers (gestionnaires d'actifs indépendants notamment).
- les distributeurs uniquement, *pure players* du conseil en gestion de patrimoine (« CGP ») (Union Financière de France, Cyrus Conseil, Expert & Finance...).

Nous précisons que deux tiers des produits d'actifs d'épargne (hors dépôts bancaires) sont aujourd'hui gérés par les banques de détail et les banques privées.

##### b) Tendances historiques et perspectives

Depuis 2010, les actifs gérés par les sociétés de gestion de portefeuille françaises ont augmenté malgré deux légères baisses constatées en 2011 et 2018.

**Evolution des actifs globaux gérés par les sociétés de gestion de portefeuille françaises  
(en milliards d'euros) de 2010 à 2019**



Source : « Panorama du marché français de la gestion pour compte de tiers » - Données provenant de l'AMF – mars 2020

Si l'année 2019 a constitué un record dans un contexte de hausse généralisée des marchés Actions, les encours à fin 2020 pourraient pâtir de la baisse des marchés et de moindres niveaux de collectes dans un exercice marqué par la crise du Covid-19<sup>14</sup>.

## 4.2 Services immobiliers

Les services immobiliers réunissent des activités de conseil en transaction et en investissement, de *property management* et de *facility management*.

### 4.2.1. Acteurs du marché

Les activités de services immobiliers sont exercées par des filiales de grands groupes du secteur immobilier (Esset / Foncia<sup>15</sup>, Nexity PM) ou du secteur bancaire (BNP Paribas Real Estate, Sogeprom, Crédit Agricole Immobilier).

La présence d'acteurs internationaux tels que CBRE ou Cushman & Wakefield est par ailleurs notable, notamment dans le conseil.

Les *pure players* du *property management* (Septime, Telmma), du *facility management* ou du conseil en transactions sont ainsi de taille modeste.

Concernant les marchés du *property* et du *facility management* en France :

- le marché du *property management* est concentré. Les deux leaders, BNP Paribas Real Estate Property Management et Nexity PM totalisent en effet plus de 30% des surfaces gérées par l'ensemble du panel d'étude Xerfi<sup>16</sup>. Le top 5 représente quant à lui près de 50% des surfaces (Yxime, Esset / Foncia IPM et CBRE PM en plus des deux leaders) ;
- le marché du *facility management* est très hétérogène. Certains acteurs disposent de filiales spécifiques et d'autres de lignes de services recouvrant totalement ou partiellement ce type d'activités.

---

<sup>14</sup> Profession CGP « L'industrie de la gestion touchée par le coronavirus » - avril 2020

<sup>15</sup> Depuis mai 2020, Esset PM (filiale du groupe Foncia) a acquis Yxime et est en discussion pour acquérir la filiale de *property management* du groupe Perial (Perial PM).

<sup>16</sup> Xerfi – « Le marché du *property management* à l'horizon 2022 » - juillet 2019.

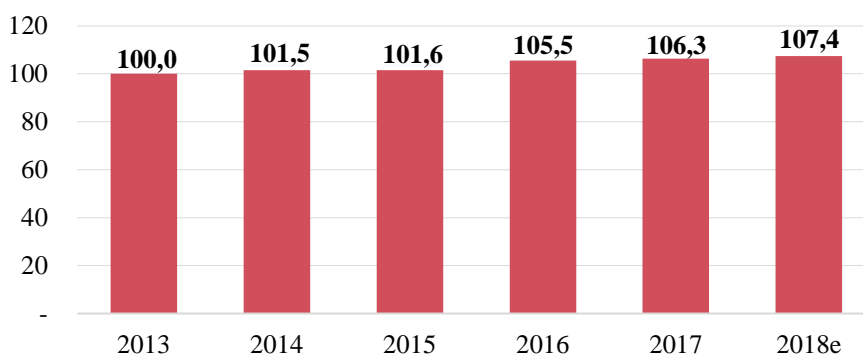
#### 4.2.2. Tendances et perspectives

##### a) Property management & Facility management

Les activités de *property management* et de *facility management* ont connu une légère croissance au cours des dernières années, en raison notamment de la bonne santé générale du marché de l'immobilier tertiaire, en particulier sur les segments des bureaux et entrepôts qui constituent des débouchés majeurs pour les acteurs du secteur. Elles souffrent toutefois depuis plusieurs années de pressions tarifaires.

Le graphique ci-après montre l'évolution du niveau de chiffre d'affaires de l'activité *property management* en France :

**Evolution du chiffre d'affaires dans le *property management***  
**(base 100 en 2013)**



Source : Xerfi - Le marché du *property management* à l'horizon 2022 - juillet 2019.

Le secteur a ainsi extériorisé, entre 2013 et 2018, une croissance annuelle moyenne de 1,4%.

En 2019, l'activité de *property management* voit se développer deux principales tendances<sup>17</sup> :

- **la conception d'espaces immobiliers nouveaux** : l'imbrication croissante entre la sphère privée et la sphère professionnelle fait émerger la conception d'immeubles polyvalents (partage au sein d'un même lieu de commerces, bureaux, hôtellerie, parahôtellerie, loisirs, habitation) ;

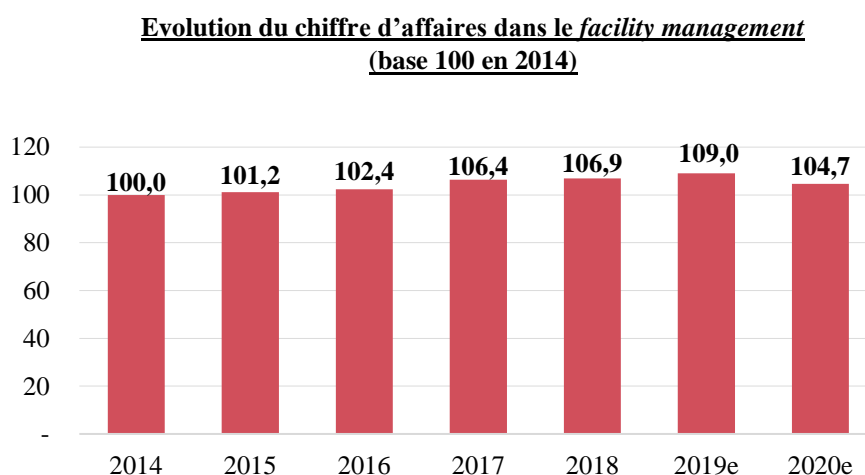
---

<sup>17</sup> Advenis - Rapport Financier Annuel 2019

- **la digitalisation** : les tâches administratives sont de plus en plus allégées et accélérées, ce qui permet de consacrer plus de temps à une activité de conseil auprès des clients.

La modification structurelle des modes de travail risque d'affecter lourdement l'activité des professionnels du *property management*. Le recours massif au télétravail pendant la période de confinement pourrait avoir tendance à se prolonger dans les prochains mois. Cette tendance pourrait entraîner une baisse des besoins des entreprises en termes de surface avec une réduction du nombre de postes de travail pour le même nombre de collaborateurs<sup>18</sup>.

Le graphique ci-après montre l'évolution du niveau de chiffre d'affaires de l'activité *facility management* en France :



Source : Xerfi Precepta « *Les défis du facility management face à la crise* » - septembre 2020

Le secteur a ainsi extériorisé, entre 2014 et 2018, une croissance annuelle moyenne de 1,7%.

Le marché français du *facility management* est peu développé comparé aux marchés américains, britanniques et scandinaves. En 2018, il représentait un chiffre d'affaires de 37 Mds€<sup>19</sup>. Encore peu structuré en France, il bénéficie ainsi d'une marge de progression.

---

<sup>18</sup> Xerfi - Les agences immobilières face à la crise - septembre 2020.

<sup>19</sup> Xerfi Precepta « *Les défis du facility management face à la crise* » - septembre 2020

La crise du Covid-19 pourrait générer des négociations de contrats à la baisse du point de vue tarifaire ainsi qu'une diminution des prises de nouvelles surfaces sur les prochains mois. Cependant, des opportunités telles que la recherche de réduction de charges par les clients et le pilotage de la consommation d'énergie peuvent créer de nouveaux leviers de croissance pour ce secteur<sup>20</sup>. La digitalisation ouvre également de nouvelles perspectives au *facility management* : suivi à distance des consommations énergétiques, comparaisons entre bâtiments, gestion du taux d'occupation, anticipation des besoins de maintenance...

La concurrence étant rude dans le *property management* et en train de se durcir dans le *facility management*, le gain d'un premier contrat, qui constitue une étape clé, incite les opérateurs à s'aligner sur des propositions tarifaires basses. Cependant, les opérateurs cherchent de plus en plus à s'extraire de ces pressions tarifaires en misant sur une montée en gamme des services<sup>21</sup> (sur le choix des entreprises sous-traitantes par exemple) et un enrichissement des offres<sup>22</sup>.

## b) Conseil en transactions

Depuis 2016, le secteur connaît une croissance dynamique, portée notamment par la faiblesse des taux d'intérêt favorisant le marché de l'investissement et incitant les utilisateurs à acheter les biens plutôt qu'à les louer.

Si le 1<sup>er</sup> trimestre 2020 a affiché une bonne dynamique pour l'investissement en bureaux, la crise a conduit à un gel des transactions entre mars et mai, même si certaines opérations dont le processus était bien avancé ont pu se conclure. D'après une enquête de Nexity réalisée en avril 2020, la majorité des projets d'investissement a néanmoins été maintenue, seule une minorité des transactions ayant été annulée. Les niveaux d'investissement sont restés relativement soutenus au regard de la conjoncture avec 5,1 Md€ d'investissements dans l'immobilier tertiaire au premier trimestre et 2,6 Mds€ au deuxième trimestre 2020<sup>23</sup>. En revanche, la demande placée de bureaux, notamment en Ile-de-France et à Paris, a fortement diminué. Celle-ci enregistre une baisse de -37% au 1<sup>er</sup> semestre 2020 par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2019<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> Xerfi Precepta « *Les défis du facility management face à la crise* » - septembre 2020

<sup>21</sup> Xerfi Precepta « *Les défis du facility management face à la crise* » - septembre 2020

<sup>22</sup> Xerfi – « *Le marché du property management à l'horizon 2022* » - juillet 2019.

<sup>23</sup> Xerfi - Les agences immobilières face à la crise - septembre 2020.

<sup>24</sup> Cushman & Wakefield - « *Les clés du marché bureaux / île-de-France* » - avril 2020

### 4.3 Production immobilière

#### 4.3.1. Travaux de réhabilitation

Le marché de la rénovation dans l'immobilier ancien est impacté par les tendances et les besoins des clients en termes de produits d'investissement, notamment à la suite de la mise en place de l'impôt sur la fortune immobilière (ajustement en termes de localisation, de dimensionnement) et de l'application de l'imposition à la source.

Néanmoins, ces évolutions du marché n'ont que peu d'impact sur l'activité de la Société, dont les revenus proviennent essentiellement de l'activité de distribution/gestion d'actifs du groupe et des activités apportées par son actionnaire de référence.

#### 4.3.2. Gestion de résidences étudiantes privées

Le marché du logement neuf a connu une très forte croissance jusqu'en 2019, notamment sur le segment de l'investissement locatif, dont la Société bénéficie dans le cadre de ses projets liés aux résidences étudiantes<sup>25</sup>. A titre d'exemple, pour la troisième année consécutive, les volumes d'investissement dans le logement étudiant ont dépassé les 15 milliards d'euros en 2018, selon Savills<sup>26</sup>.

Le développement de foyers de contamination dans plusieurs universités a contraint des établissements à instaurer des cours à distance. Cette décision constitue une mauvaise nouvelle pour les gestionnaires de résidences étudiantes en raison du risque accru d'impayés et de ruptures de contrats de location<sup>27</sup>.

## 5. Principales caractéristiques financières de la Société

### 5.1 Compte de résultat

Le tableau ci-après synthétise les principaux agrégats du compte de résultat consolidé d'Advenis.

---

<sup>25</sup> Advenis - Rapport Financier Annuel 2019

<sup>26</sup> Les Echos – « Immobilier : le marché exponentiel des résidences étudiantes » - 22/05/2019

<sup>27</sup> (i) The Wall Street Journal – “Covid-19 outbreaks spell trouble for student-housing owners” 08/09/2020 (ii) Euronews – “Virus clusters at French universities a worry for returning students” – 18/09/2020

**Compte de résultat consolidé simplifié - 2015-2020 (1<sup>er</sup> semestre)**

| <b>En k€</b>  | <b>31/12/2015</b> | <b>31/12/2016</b> | <b>31/12/2017</b> | <b>31/12/2018</b> | <b>31/12/2019</b> | <b>30/06/2020</b> | <b>TCAM 2015-2019 (%)</b> |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------------|
| <b>Chiffre d'Affaires</b>                               | <b>86 121</b>     | <b>66 465</b>     | <b>65 363</b>     | <b>70 708</b>     | <b>83 102</b>     | <b>33 901</b>     | <b>-0,9%</b>              |
| <i>% variation</i>                                      | <i>na</i>         | <i>-22,8%</i>     | <i>-1,7%</i>      | <i>8,2%</i>       | <i>17,5%</i>      | <i>-59,2%</i>     |                           |
| Charges opérationnelles                                 | (41 327)          | (25 579)          | (23 187)          | (31 308)          | (44 467)          | (16 923)          | +1,8%                     |
| <b>Marge brute</b>                                      | <b>44 794</b>     | <b>40 887</b>     | <b>42 176</b>     | <b>39 399</b>     | <b>38 636</b>     | <b>16 978</b>     | <b>-3,6%</b>              |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                          | <i>52,0%</i>      | <i>61,5%</i>      | <i>64,5%</i>      | <i>55,7%</i>      | <i>46,5%</i>      | <i>50,1%</i>      |                           |
| Frais de personnel                                      | (34 823)          | (32 418)          | (28 770)          | (25 254)          | (22 569)          | (10 286)          | -10,3%                    |
| Charges externes  | (16 822)          | (14 584)          | (12 802)          | (13 012)          | (8 817)           | (3 910)           | -14,9%                    |
| Impôt et taxes  | (3 035)           | (2 481)           | (1 654)           | (2 130)           | (1 735)           | (798)             | -13,0%                    |
| Autres produits et charges opérationnelles              | 1 649             | (630)             | 218               | 203               | (32)              | 104               | <i>n.a.</i>               |
| Dotations aux provisions nettes de reprises             | (1 525)           | 3 303             | (615)             | 1 436             | (598)             | 284               | -20,9%                    |
| Dotations nettes aux amortissements                     | (795)             | (718)             | (469)             | (190)             | (2 374)           | (1 440)           | +31,5%                    |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                    | <b>(10 557)</b>   | <b>(6 641)</b>    | <b>(1 916)</b>    | <b>452</b>        | <b>2 511</b>      | <b>930</b>        | <b><i>n.a.</i></b>        |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                          | <i>(12,3%)</i>    | <i>(10,0%)</i>    | <i>(2,9%)</i>     | <i>0,6%</i>       | <i>3,0%</i>       | <i>2,7%</i>       |                           |
| Résultat des cessions d'actifs                          | 481               | (3 509)           | 9                 | 402               | 226               | 0                 | -17,2%                    |
| Dépréciations d'actifs                                  | (9 440)           | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | (1 700)           | -100,0%                   |
| Autres produits et charges opérationnelles non courants | (3 222)           | (1 959)           | 140               | (1 297)           | (2 043)           | (206)             | -10,8%                    |
| <b>Résultat opérationnel</b>                            | <b>(22 737)</b>   | <b>(12 109)</b>   | <b>(1 767)</b>    | <b>(443)</b>      | <b>694</b>        | <b>(976)</b>      | <b><i>n.a.</i></b>        |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                          | <i>(26,4%)</i>    | <i>(18,2%)</i>    | <i>(2,7%)</i>     | <i>(0,6%)</i>     | <i>0,8%</i>       | <i>(2,9%)</i>     |                           |
| Coût de l'endettement financier net                     | (462)             | (626)             | (799)             | (1 924)           | (1 991)           | (1 273)           | +44,1%                    |
| Autres produits et charges financières                  | 19                | 273               | 103               | 31                | (874)             | (59)              | <i>n.a.</i>               |
| Impôts sur les résultats                                | 160               | 255               | (591)             | (811)             | (518)             | (12)              | <i>n.a.</i>               |
| <b>Résultat net des activités poursuivies</b>           | <b>(23 020)</b>   | <b>(12 207)</b>   | <b>(3 055)</b>    | <b>(3 146)</b>    | <b>(2 690)</b>    | <b>(2 321)</b>    | <b>-41,5%</b>             |
| Quote part des sociétés mises en équivalence            | 174               | (196)             | 0                 | (55)              | 0                 | 0                 | -100,0%                   |
| <b>Résultat net</b>                                     | <b>(22 845)</b>   | <b>(12 403)</b>   | <b>(3 055)</b>    | <b>(3 201)</b>    | <b>(2 690)</b>    | <b>(2 321)</b>    | <b>-41,4%</b>             |

*Sources : RFA de 2015 à 2019 et 1<sup>er</sup> semestre 2020*

L'évolution historique du chiffre d'affaires, détaillé par UGT, est présentée ci-après.

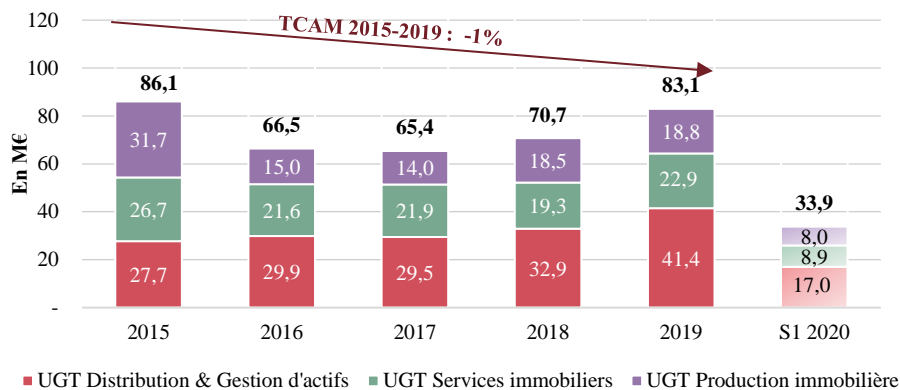
Nous précisons par ailleurs que les principaux postes de coûts sont constitués (i) des charges opérationnelles correspondant à des charges de sous-traitance internes ou externes ou à des frais de rétrocessions selon les pôles d'activités et (ii) des frais de personnel.

### **5.1.1. Analyse du chiffre d'affaires par UGT**

De manière générale, on observe, au cours des dernières années, un recul des chiffres d'affaires des UGT « production immobilière » et « services immobiliers » compensé par une forte augmentation du chiffre d'affaires de l'UGT « distribution & gestion d'actifs ».

Le graphique suivant présente l'évolution des chiffres d'affaires par UGT entre 2015 et 2019 et sur le 1<sup>er</sup> semestre 2020.

**Chiffre d'affaires entre 2015 et 2019 et sur le 1<sup>er</sup> semestre 2020 par UGT- en M€**



Sources : RFA de 2015 à 2019 et rapport financier semestriel 2020

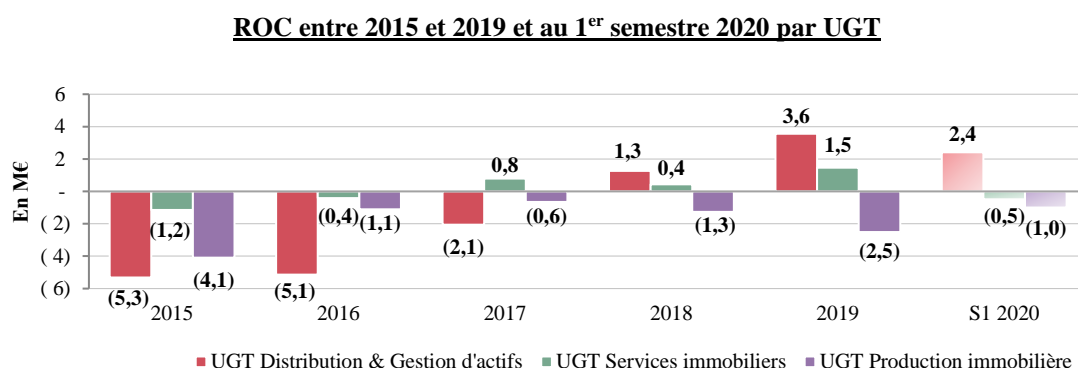
Ces éléments appellent les commentaires suivants :

- Les difficultés de l'UGT production immobilière : cette UGT connaît une diminution de plus de 50% de son chiffre d'affaires entre 2015 et 2017, puis une reprise entre 2017 et 2019. La baisse du chiffre d'affaires concerne les activités de réhabilitation et de travaux qui s'arrêtent progressivement ou ne concernent plus que des chantiers de taille moyenne. Nous précisons que la baisse du chiffre d'affaires constatée en 2016 correspond à l'arrêt (i) d'un projet suivi par Aupéra et (ii) de l'activité de marchands de biens d'Advenis Value Add. Cette baisse est compensée en partie par le développement de l'activité de gestion de résidences étudiantes privées menée par Realista Résidences ;
- Un volume d'activité de l'UGT services immobiliers qui se stabilise : le chiffre d'affaires est en baisse entre 2015 et 2018 puis repart à la hausse en 2019. La baisse du chiffre d'affaires entre 2015 et 2018 est due à la perte de clients importants et à un patrimoine confié par Inovalis qui diminue (cession d'immeubles). La hausse du chiffre d'affaires en 2019 s'explique principalement par la réorganisation de cette UGT, par les synergies générées par le succès d'Eurovalys et par les nouveaux investissements réalisés par Inovalis. Les niveaux d'activité des sociétés composant cette UGT ont ainsi évolué différemment :
  - > le conseil en transactions maintient un niveau d'activité stable ces dernières années (en termes de chiffre d'affaires net) ;
  - > les activités de *property management*, de *facility management* et d'*asset management* ont vu leurs revenus diminuer depuis 2015, notamment en raison de la baisse du nombre d'actifs confiés par Inovalis ;

- > l'activité en Allemagne (ARES) est en progression depuis 2015, en lien avec le succès d'Eurovalys.
- Les bonnes performances de l'UGT distribution & gestion d'actifs : le chiffre d'affaires est en forte hausse entre 2015 et 2019 grâce principalement au succès de la SCPI de rendement Eurovalys, dont la collecte s'établissait sur ce dernier exercice à 214 M€ soit plus de 6x les volumes enregistrés 3 ans auparavant (34 M€ en 2016). Ces succès font plus que compenser l'effet lié à la sortie du groupe de la société C-Quadrat Asset Management France, qui générait en année pleine un chiffre d'affaires de l'ordre de 11 M€. Nous précisons qu'à fin 2019, les collectes sur les produits SCPI constituaient près des trois-quarts de la collecte enregistrée par l'UGT, le reste étant constitué presque exclusivement de produits d'assurance-vie et d'immobilier conçus par des tiers et distribués par la Société.

### 5.1.2. Analyse du résultat opérationnel courant par UGT

Le graphique suivant retrace l'évolution du résultat opérationnel courant (« ROC ») par UGT entre 2015 et 2019 et sur le 1<sup>er</sup> semestre 2020 :



Sources : RFA de 2015 à 2019 et rapport financier semestriel 2020

Ces éléments appellent les commentaires suivants :

- L'UGT production immobilière est structurellement en perte :
  - > En lien avec les surcoûts constatés sur certains chantiers, la société Aupéra a enregistré en cumulé sur les cinq dernières années près de 5 M€ de perte opérationnelle ;
  - > Advenis Value Add, qui apure un stock d'actifs résidentiels, a, sur cette même période, enregistré des pertes cumulées de plus de 2 M€ ;
  - > Seule Réalista Résidences atteint aujourd'hui l'équilibre du point de vue du résultat opérationnel courant.

- L'UGT services immobiliers présente des résultats en hausse malgré l'érosion du chiffre d'affaires : Après deux exercices de perte opérationnelle (2015 et 2016), l'UGT affiche depuis trois ans un ROC positif et en progression. Ce niveau de rentabilité est toutefois hétérogène selon les activités :
  - > Fruit notamment de la réorganisation interne conduite sur cette activité, le ROC du *property management* a progressé d'environ 1 M€ depuis trois ans malgré la baisse du chiffre d'affaires (de près d'un tiers depuis 2015 et de plus de 15% depuis 2017). Elle affichait néanmoins encore un résultat opérationnel courant négatif en 2019 ;
  - > Le ROC du *facility management*, s'il est toujours légèrement positif, a fortement diminué sur les trois dernières années, en lien avec la baisse de l'activité (-20% de CA entre 2017 et 2019) ;
  - > L'activité de conseil n'a jamais atteint son point mort opérationnel au cours des cinq derniers exercices ;
  - > L'activité d'*asset management* est tributaire des évènements relatifs au patrimoine de son client unique, Inovalis, et présente ainsi sur l'historique des résultats erratiques ;
  - > En lien avec le développement de la SCPI Eurovalys, la filiale allemande ARES a vu depuis 2016 son ROC progresser de l'ordre de 0,8 M€.
- L'UGT distribution & gestion d'actifs affiche depuis deux ans des résultats positifs après trois exercices 2015 à 2017 de perte opérationnelle (pour un total supérieur à 12 M€). Ce retournement est la conséquence (i) des effets du plan de transformation et de modernisation d'Advenis Gestion Privée (formation continue et montée en compétence du réseau, approche client mieux segmentée) et (ii) de la performance d'Advenis REIM, notamment grâce au succès de la SCPI Eurovalys.

Au global, le résultat opérationnel courant de la Société s'est fortement apprécié entre 2015 et 2019, passant de -10,6 M€ (-12,3% du CA) à +2,5 M€ (+3,0%).

## 5.2 Bilan consolidé

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié de la Société Advenis pour les exercices 2015 à 2019 et au 30 juin 2020.

**Bilans économiques entre 2015 et 2019 et 1<sup>er</sup> semestre 2020**

| En K€  | 31/12/2015     | 31/12/2016     | 31/12/2017     | 31/12/2018     | 31/12/2019     | 30/06/2020     |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ecart d'acquisition                                      | 7 427          | 7 427          | 5 305          | 5 305          | 5 305          | 5 305          |
| Immobilisations incorporelles (hors écart d'acquisition) | 22 757         | 21 344         | 20 202         | 19 599         | 19 367         | 16 900         |
| Immobilisations corporelles                              | 1 630          | 1 347          | 1 128          | 892            | 8 867          | 7 822          |
| <i>dont droits d'utilisation IFRS 16</i>                 | 0              | 0              | 0              | 0              | 8 139          | 7 135          |
| Autres actifs financiers, y.c. dérivés                   | 1 928          | 2 318          | 2 160          | 1 540          | 1 661          | 1 700          |
| Participations dans les entreprises en MEE               | 7 355          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Immobilisations</b>                                   | <b>41 097</b>  | <b>32 436</b>  | <b>28 795</b>  | <b>27 335</b>  | <b>35 200</b>  | <b>31 726</b>  |
| <b>Besoin en fonds de roulement</b>                      | <b>(8 024)</b> | <b>(6 200)</b> | <b>(6 411)</b> | <b>(4 235)</b> | <b>(2 487)</b> | <b>(3 495)</b> |
| Actifs détenus en vue de la vente                        | 0              | 0              | 5 098          | 1 600          | 0              | 0              |
| Actifs d'impôts différés                                 | 5 242          | 5 192          | 4 599          | 4 333          | 3 895          | 3 497          |
| <b>Actif économique</b>                                  | <b>38 315</b>  | <b>31 428</b>  | <b>32 081</b>  | <b>29 033</b>  | <b>36 608</b>  | <b>31 729</b>  |
| Capitaux propres   | 28 005         | 15 649         | 13 006         | 7 943          | 5 005          | 2 674          |
| Intérêts minoritaires                                    | 105            | 42             | (347)          | (319)          | (25)           | (27)           |
| <b>Capitaux propres</b>                                  | <b>28 110</b>  | <b>15 691</b>  | <b>12 659</b>  | <b>7 624</b>   | <b>4 980</b>   | <b>2 647</b>   |
| Dette financière hors droits d'utilisation IFRS 16       | 14 364         | 11 784         | 14 411         | 19 093         | 21 362         | 22 055         |
| Dette sur droits d'utilisation IFRS 16                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 8 136          | 7 294          |
| Trésorerie et équivalent de trésorerie                   | (13 811)       | (4 933)        | (5 084)        | (3 420)        | (5 192)        | (6 503)        |
| <b>Dette financière nette</b>                            | <b>553</b>     | <b>6 851</b>   | <b>9 327</b>   | <b>15 673</b>  | <b>24 306</b>  | <b>22 846</b>  |
| Provisions pour risques et charges                       | 6 782          | 6 174          | 5 418          | 4 027          | 5 856          | 5 445          |
| Avantages du personnel                                   | 522            | 658            | 575            | 512            | 583            | 493            |
| Passifs détenus en vue de la vente                       | 0              | 0              | 2 381          | 0              | 0              | 0              |
| Passifs d'impôts différés                                | 2 348          | 2 053          | 1 721          | 1 197          | 884            | 298            |
| <b>Capital financier</b>                                 | <b>38 315</b>  | <b>31 428</b>  | <b>32 081</b>  | <b>29 033</b>  | <b>36 608</b>  | <b>31 729</b>  |

Sources : RFA 2015 à 2019 et 1<sup>er</sup> semestre 2020

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

Concernant l'actif économique

- Les écarts d'acquisition au 30 juin 2020 correspondent aux écarts d'acquisition reconnus sur le groupe Avenir Finance dans le cadre de l'acquisition inversée de la Société par les sociétés de services immobiliers du groupe Inovalis en 2014. Cet écart est affecté en totalité à l'UGT « distribution & gestion d'actifs ».

- Les immobilisations incorporelles correspondent principalement aux relations clients des activités services immobiliers apportés en 2014 par Inovalis. En 2015, sur la base des tests de dépréciation effectués, la Société a comptabilisé une perte de valeur de 9,4 M€. Au 30 juin 2020, la Société a comptabilisé une dépréciation complémentaire de 1,7 M€.
- Hors effet IFRS 16, les immobilisations corporelles, d'un montant limité (0,7 M€), sont principalement composées d'installations techniques et de matériel de bureau ;
- Les autres actifs financiers correspondent principalement à des dépôts et cautionnements ;
- Le Besoin en fonds de Roulement du Groupe est structurellement négatif et représente à fin 2019 -3,0% du chiffre d'affaires consolidé.

#### Concernant le capital financier

- La dégradation des capitaux propres est liée aux pertes de la Société enregistrées entre 2015 et 2019.
- L'endettement financier (hors IFRS 16) a augmenté entre fin 2015 et le 30 juin 2020 et reflète notamment les besoins de financement du groupe :
  - > en 2017, la Société a contracté un prêt d'actionnaire auprès de Hoche Partners PEI pour un montant de 5,0 M€ ;
  - > en 2018, la Société a émis un emprunt obligataire convertible en actions à échéance 2021 pour un montant total de 10,3 M€ (cf. partie **V.I.**) ;
  - > en 2019, la Société a souscrit un emprunt de 2,0 M€ auprès d'Agéas Patrimoine.

## 6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

| Forces  | Faiblesses  |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Capacité démontrée à concevoir des SCPI à succès</li><li>✓ Groupe réorganisé, structure de coût assainie</li><li>✓ Soutien (opérationnel et financier) de son actionnaire de contrôle</li></ul>                     | <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Prépondérance des revenus non-récurrents dans l'activité de gestion d'actifs</li><li>✓ Nombre limité de SCPI de taille significative ouvertes à la commercialisation sur lequel repose l'activité de gestion d'actifs</li><li>✓ Endettement financier significatif</li><li>✓ Problème de taille critique dans les services immobiliers (<i>Property management, facility management, conseil en transaction</i>)</li><li>✓ Dépendance de la Société à deux partenaires historiques, Inovalis et Sicavonline</li><li>✓ Pertes structurelles de la production immobilière</li></ul> |
| Opportunités  | Menaces   |
| <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Possibilité de capitaliser sur le succès des SCPI Eurovalys / Elialys</li><li>✓ Transformation des activités de <i>property / facility management</i> dont la valeur ajoutée pourrait être mieux reconnue</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Incertitudes sur l'immobilier de bureau post-Covid-19 (évolution des volumes d'investissement et des prix, diminution possible des besoins des entreprises en termes de surface) (&gt;70% de la marge brute du groupe est exposée à l'immobilier tertiaire)</li><li>✓ Risque sur les montants d'épargne et donc sur les volumes de collecte dans un environnement économique dégradé</li></ul>  |

## **7. Incidences sur les travaux d'évaluation**

Les développements précédents ont montré que les activités de la Société disposent de caractéristiques différentes concernant les paramètres qui déterminent leurs flux de trésorerie futurs, leur niveau de risque non diversifiable et donc leur valeur de marché : croissance anticipée de l'activité, marge opérationnelle et donc rentabilité des capitaux employés, variabilité de leur niveau d'activité conjuguée à des leviers opérationnels différents.

Par conséquent, nous considérons que l'évaluation de la Société sera plus fiable si elle est réalisée sur la base de l'évaluation distincte de chacune de ses activités à partir de leurs caractéristiques propres (notamment le taux d'actualisation et le taux de croissance à long terme) que si elle résulte d'une évaluation globale à partir de prévisions et de paramètres financiers agrégés.

Nos travaux d'évaluation reposent donc sur une **approche dite par la somme des parties**. Dans le cadre de l'approche par actualisation des flux de trésorerie futurs mise en œuvre, nous avons évalué chacune des activités indépendamment, pour ensuite sommer leur valeur.

## IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre pour les actions, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 15 octobre 2020 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues entre le 30 septembre et le 15 octobre 2020.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principale, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (2.) ;
- à titre indicatif, la référence au cours de bourse de la Société sur une durée comprise entre 1 et 6 mois avant l'Offre (3.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

### 1. Méthodes et références écartées

#### 1.1 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

Nous avons identifié plusieurs sociétés cotées européennes opérant dans la gestion d'actifs et les services immobiliers :

- dans l'UGT « distribution & gestion d'actifs »: Amundi Sa, Schroders Plc, Man Group Plc, Ashmore Group Plc, Jupiter Fund Management, Azimut Holding Spa, Anima Holding Spa, Patrizia AG et Brewin Dolphin Holdings Spa ;
- dans l'UGT « services immobiliers » : Savills Plc, Countrywide Plc, Lsl Property Services Plc et Hml Holdings Plc.

Toutefois, ces sociétés ne nous semblent pas pouvoir être considérées comme comparables à Advenis pour les raisons suivantes :

- les sociétés identifiées pour l'UGT « distribution & gestion d'actifs » sont des gestionnaires d'actifs de différentes classes (action, dette, immobilier, infrastructure,

etc.) et d'une taille très supérieure à celle d'Advenis. Nous précisons par ailleurs qu'à la différence de ces acteurs côtés, la part des revenus non récurrents de la Société est prépondérante dans son chiffre d'affaires ;

- les sociétés identifiées pour l'UGT « services immobiliers », de taille également très supérieure à celle d'Advenis, ne disposent pas d'un mix activités (*property management, facility management, asset management, conseil en transactions*) comparable à celui de la Société.

Concernant l'UGT « production immobilière », nous n'avons pas identifié de comparable boursier opérant majoritairement sur les segments de la rénovation et/ou sur la gestion de résidences étudiantes.

La méthode des multiples de comparables boursiers a donc été écartée.

## **1.2 Méthode des transactions comparables**

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté d'obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas présent, elle trouve également ses limites dans les raisons invoquées concernant l'absence de sociétés comparables (cf. paragraphe précédent).

La méthode des multiples de transactions comparables a ainsi été écartée.

Nous précisons par ailleurs que la crise du Covid-19 rend peu pertinentes les transactions intervenues dans le secteur à des dates antérieures.

## **1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes**

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente au cas d'espèce, notamment parce que la Société n'a distribué aucun dividende ces dernières années.

#### **1.4 Méthode de l'actif net réévalué**

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Dans le cas présent, cette méthode n'apparaît pas pertinente.

#### **1.5 Référence à l'actif net comptable**

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Cette référence n'est pas adaptée au cas d'espèce car elle ne permet pas de tenir compte de la continuité d'exploitation. Les principaux actifs de la Société ne sont en effet pas nécessairement inscrits à son bilan en valeur de marché.

Nous précisons néanmoins que le Prix d'Offre de 1,80 euro est très supérieur à l'actif net comptable consolidé, qui s'établit au 30 juin 2020 à 0,34 euro par action.

#### **1.6 Référence aux objectifs de cours des analystes**

Aucun analyste ne suit le titre Advenis et ne publie donc de cours cible.

## **2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)**

### **2.1 Principe**

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (□) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

## **2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action**

### **2.2.1. Nombre d'actions pris en compte**

Au 30 juin 2020, date d'arrêté comptable retenu pour déterminer les éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des fonds propres, le nombre d'actions composant le capital social d'Advenis s'établissait, hors auto-détention, à 7 875 820.

Il n'existe à cette date, à l'exception des OCA, aucun instrument donnant accès au capital.

Pour apprécier la valeur des actions pré-Offre, ces OCA ont été considérées comme non converties, dans la mesure où leur prix d'exercice (2,875 euros) est très supérieur au cours de bourse et au Prix d'Offre.

Le nombre d'actions auto-détenues est de 13 919 au 30 juin 2020.

Le nombre d'actions retenu ressort ainsi à 7 861 901<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> 7 875 820 – 13 919 = 7 861 901

Dans le cadre de l'établissement d'une valeur post-conversion des OCA après le lancement de l'Offre, destinée à apprécier, dans l'hypothèse où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre, la valeur des actions d'un actionnaire n'ayant pas apporté ses titres à l'Offre, ce nombre d'actions a été augmenté de 4 624 317<sup>29</sup>.

Pour l'estimation de cette valeur post-conversion, le nombre d'actions retenu ressort ainsi à 12 486 218.

### 2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 30 juin 2020, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de – 19,4 M€, comprenant les éléments suivants :

#### Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

| Passage VE > VFP - En M€                                 | 30/06/2020    |
|--|---------------|
| Valeur des déficits fiscaux reportables (a)              | 5,4           |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie (b)              | 5,6           |
| <b>Trésorerie et équivalents + déficits fiscaux (A)</b>  | <b>10,9</b>   |
| Emprunt à court terme et long terme (hors IFRS 16)       | 22,4          |
| Montant des OCA au 30 juin                               | 12,8          |
| TSDI   | 6,3           |
| Emprunt CEPAC  | 0,9           |
| Concours bancaire  | 0,1           |
| Emprunt AGEAS  | 2,0           |
| Dépôts et cautionnements                                 | 0,3           |
| Ajustement de valeur des dettes financières (c)          | -1,7          |
| Comptes courants sociétés non intégrées                  | 3,6           |
| Provisions à caractère de dette                          | 5,9           |
| Provisions pour risques & charges                        | 5,4           |
| Avantage du personnel                                    | 0,5           |
| Intérêts minoritaires (d)                                | 0,1           |
| <b>Dettes financières brutes (B)</b>                     | <b>30,3</b>   |
| <b>Trésorerie / (dettes financières) nette (A) - (B)</b> | <b>(19,4)</b> |

Source : Comptes consolidés d'Advenis 30 juin 2020, analyse Sorgem Evaluation

<sup>29</sup> 1 049,55 actions pour chacune des 4 406 OCA

a) Valeur des déficits fiscaux reportables

La valeur des déficits fiscaux reportables correspond à la valeur actualisée au taux de 11,0%<sup>30</sup>, des économies d'impôts futurs en France, modélisées à partir des données du plan d'affaires et des flux normatifs retenus.

b) Trésorerie et équivalents de trésorerie

La trésorerie retenue exclut les fonds propres réglementaires d'Advenis REIM (950 k€).

c) Valeur de marché des dettes financières

Le montant des emprunts du groupe ressort au 30 juin 2020 à 22,4 M€. En ajoutant le montant des comptes courants (3,6 M€), les dettes ressortent à 26,0 M€.

Ce montant est constitué à hauteur de 22,7 M€ (soit plus de 85%) par les dettes suivantes, dont la contrepartie est presque exclusivement Inovalis : 12,8 M€ d'OCA, 6,3 M€ de TSDI et 3,6 M€ de compte courant. Le reste (3 M€) est constitué de dettes externes.

Ainsi, le montant de la Valeur d'Entreprise (30,5 M€, cf. infra) diminué des dettes externes au groupe (3 M€), conduit à un montant de 28 M€, supérieur de seulement 22% au montant des engagements au titre des OCA, TSDI et compte courant Inovalis (23 M€).

Il nous semble ainsi qu'il existe un risque attaché à la recouvrabilité de ces créances, notamment à l'échéance des OCA en février 2021, et qu'à ce titre il convient de retenir une décote par rapport au montant des engagements pour apprécier la valeur de marché de l'endettement du groupe.

Nous retenons à ce titre une décote de 7,5% (soit le milieu d'une fourchette 5-10%) sur le montant des engagements d'OCA, de TSDI et de compte courant (22,7 M€), soit - 1,7 M€<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Soit une pondération du *wacc* des activités Services immobiliers et Gestion d'actifs, en fonction de leur contribution à la valeur d'entreprise

<sup>31</sup> Le niveau de décote a été déterminé à partir des résultats d'un modèle optionnel consistant à considérer que cette décote peut s'appréhender comme la valeur temps d'une option d'achat (*call*) ayant pour sous-jacent la Valeur d'Entreprise (diminuée des dettes externes) et pour prix d'exercice le montant des engagements au titre des OCA, TSDI et comptes courants. Cette valeur temps reflète le risque qu'à terme la valeur d'entreprise devienne inférieure au montant des engagements alors qu'inversement, même si celle-ci est supérieure, le remboursement des OCA, TSDI et compte courant restera plafonné au montant des engagements.

#### d) Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires de Réalista Résidences ont été retenus à leur juste valeur, à partir des résultats de l'analyse DCF.

### 2.3 Présentation des prévisions retenues

#### 2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur les plans d'affaires qui nous ont été communiqués :

- par société sur l'horizon 2020-2023, à savoir sur les sociétés Aupéra, Advenis Value Add, Realista Résidences, Advenis Asset Management, Advenis Property Management, Advenis Facility Management, Advenis RES, Advenis Conseil, Advenis Gestion Privée, Advenis REIM, Advenis SA et IAF Services ;
- par UGT sur l'horizon 2020-2023, soit les UGT « distribution & gestion d'actifs », « services immobiliers » et « Production immobilière », incluant, par rapport aux plans d'affaires par société, le coût des fonctions supports.

La Société nous a également communiqué le prolongement du plan d'affaires des sociétés appartenant à l'UGT « services Immobiliers » (Advenis Asset Management, Advenis Property Management, Advenis Facility Management, Advenis RES, Advenis Conseil) sur l'année 2024, établi dans le cadre des *impairment tests*.

#### 2.3.2. Plan d'affaires UGT « distribution & gestion d'actifs »

#### a) Horizon du plan d'affaires 2020-2023 – Principales tendances

##### Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires généré par l'UGT « distribution & gestion d'actifs » se compose :

- principalement de revenus liés aux SCPI existantes (Eurovalys et Elialys) :
  - > des frais de collecte (droits d'entrée), qui représentent une part significative des revenus de l'UGT ;
  - > des frais de gestion ;
  - > et des frais d'acquisition.

- dans une moindre mesure, de revenus liés à d'autres produits financiers tels que l'assurance vie ou l'immobilier (également répartis entre frais de collecte et frais de gestion).

Les frais de collecte – par nature non récurrents – sur les différents actifs représentent une part prépondérante des revenus de cette UGT. L'évolution des revenus est donc fortement corrélée à l'évolution des niveaux de collecte, notamment sur les SCPI Eurovalys et Elialys :

- la collecte réalisée en 2020 devrait s'inscrire en baisse de -34% par rapport à celle de l'année 2019 en raison de la crise du Covid-19 ;
- entre 2021 et 2023, la collecte augmente à nouveau. Le taux de croissance annuel moyen attendu entre 2020 et 2023 ressort à +14,6%. A l'issue du plan d'affaires, le niveau de collecte de l'ensemble de l'UGT représente 316 M€, soit un niveau similaire à celui de 2019.

En lien avec l'évolution de la collecte, le chiffre d'affaires évolue à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires et enregistre un taux de croissance annuelle de +10,2% entre 2020 et 2023.

#### Evolution des rétrocessions

Le niveau moyen de rétrocessions sur les produits financiers distribués représente au global, sur l'horizon du plan d'affaires, entre 45% et 48% du chiffre d'affaires.

#### Evolution de la marge

Les principaux postes de coûts (hors rétrocessions) correspondent à des frais de personnel et des charges externes :

- les frais de personnel évoluent à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires, avec un taux de croissance annuel de 2,6% entre 2019 et 2023 ;
- les charges externes évoluent à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires, avec un taux de croissance annuel de 3,4% entre 2019 et 2023.

#### b) Autres éléments

Des investissements dont les montants s'élèvent entre 1,4% et 1,7% du chiffre d'affaires sont prévus sur l'horizon du plan d'affaires.

### c) Calcul de la Valeur Terminale

Les paramètres suivants ont été retenus pour calculer la Valeur Terminale :

- pour estimer le chiffre d'affaires et la marge brute retenus en année normative, nous avons considéré les principaux paramètres suivants :
  - > le chiffre d'affaires retenu pour les SCPI Eurovalys et Elialys est composé :
    - des frais de collecte reflétant un niveau médian entre les frais enregistrés historiquement et les perspectives du plan d'affaires ;
    - des frais de gestion réalisés en dernière année du plan d'affaires augmentés de la croissance à long terme de +1,5% ;
    - de la moyenne des frais d'acquisition attendus entre 2021 et 2023 ;
  - > les frais de collecte d'Advenis Gestion Privée sur les SCPI correspondent à la moyenne observée entre 2021 et 2023 ;
  - > les chiffres d'affaires réalisés sur les autres produits correspondent à ceux réalisés en dernière année du plan d'affaires, augmentés de la croissance à long terme de +1,5% ;
  - > pour estimer les rétrocessions retenues en année normative, nous avons considéré les niveaux observés en fin de plan d'affaires pour chaque produit financier et les avons appliqués au chiffre d'affaires correspondant ;

Le niveau global de marge brute (*i.e.* de chiffre d'affaires net des rétrocessions) ainsi obtenu ressort proche de celui attendu en 2022.

- pour estimer, à partir de la marge brute, le résultat opérationnel en année normative, nous avons considéré un taux de marge d'EBITDA reflétant à la fois les performances enregistrés historiquement (en 2018-2019) et la hausse attendue sur l'horizon du plan d'affaires ;
- le taux d'imposition est retenu à 28,92%. Compte tenu de l'incertitude relative au niveau d'imposition dans les années à venir, en lien avec les conséquences de la crise du Covid-19, nous n'avons pas considéré de baisse du taux d'IS à long terme par

rapport au taux applicable en 2020. Nous retenons donc en année normative le taux d'imposition 2020 augmenté de la contribution sociale<sup>32</sup> ;

- le niveau d'investissements retenu est calculé en augmentant le niveau des immobilisations corporelles constaté en fin de plan du taux de croissance à long terme ;
- le niveau de dotations aux amortissements en % du chiffre d'affaires est retenu équivalent à celui constaté sur l'horizon du plan d'affaires.

### 2.3.3. Plan d'affaires UGT « services Immobiliers »

#### a) Horizon du plan d'affaires 2020-2024 – Principales tendances

##### Evolution du chiffre d'affaires

Nous considérons ici directement le chiffre d'affaires net, c'est-à-dire après rétrocessions.

Le chiffre d'affaires net de cette UGT est attendu en baisse en 2020 en raison de l'impact de la crise du Covid-19, au vu des performances constatées à aujourd'hui. Il évolue ensuite à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires et enregistre un taux de croissance annuel moyen de +9,5% entre 2020 et 2024.

Le niveau d'activité de cette UGT est représenté dans des proportions similaires par les activités de *property management*, de *facility management* et de conseil.

##### Evolution de la marge

Le taux de marge d'exploitation (pré-IFRS 16) est revu fortement à la baisse en 2020. Il évolue ensuite à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires.

#### b) Autres éléments

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements annuels s'élèvent en moyenne entre 0,2 M€ et 0,4 M€.

---

<sup>32</sup>  $28\% \times (1+3,3\%) = 28,92\%$

### c) Extrapolation et Valeur Terminale

Les hypothèses normatives retenues sont les suivantes :

- un chiffre d'affaires net normatif correspondant au chiffre d'affaires net 2024 augmenté du taux de croissance à long terme de +1,0% ;
- une marge d'exploitation retenue à +11,5%, en ligne avec la moyenne des niveaux observés sur les deux dernières années du plan d'affaires ;
- un taux d'impôt de 28,92%<sup>33</sup> ;
- le niveau d'investissements retenu est calculé en augmentant le niveau des immobilisations corporelles constaté en fin de plan du taux de croissance à long terme ;
- le niveau de dotations aux amortissements en % du chiffre d'affaires est retenu équivalent à celui constaté en fin de plan d'affaires.

#### 2.3.4. Plan d'affaires UGT « Production Immobilière »

##### a) Horizon du plan d'affaires 2020-2023 (2028 pour Aupéra)

###### Aupéra

La société continue d'enregistrer des pertes sur ses chantiers de réhabilitation, dont elle doit assurer la terminaison au cours des exercices à venir.

Pour cette société, le Management a prolongé l'horizon prévisionnel de cinq années afin d'estimer au mieux les pertes à prendre en compte au-delà de l'année 2023.

###### Advenis Value Add

La société détient des lots immobiliers dont la vente éventuelle ne devrait pas générer de profits.

---

<sup>33</sup> Cf. explication dans la partie 2.3.2 Plan d'affaires UGT Distribution & gestion d'actifs

### Realista Residences

Le plan d'affaires de Realista Residences prend en compte l'ouverture de 3 nouvelles résidences sur l'horizon du plan d'affaires. La croissance annuelle du chiffre d'affaires est de +16,3% entre 2020 et 2023.

La marge d'exploitation évolue fortement à la hausse sur l'horizon du plan d'affaires.

#### b) Calcul de la Valeur Terminale

Les paramètres normatifs suivants ont été retenus :

- Aupéra et Advenis Value Add :
  - > une valeur normative nulle ;
  
- Realista Residences :
  - > un niveau de chiffre d'affaires et de marge reflétant une position moyenne entre les données actuelles et les ambitions articulées à l'horizon du plan d'affaires pour cette activité ;
  - > un taux d'impôt de 28,92%<sup>34</sup>.

### **2.4 Détermination du taux d'actualisation**

Nous avons retenu des taux d'actualisation différenciés selon les trois UGT :

- un taux de **11,8%** pour l'UGT « distribution & gestion d'actifs » ;
- un taux de **9,8%** pour l'UGT « services immobiliers » ;
- un taux de **9,8%** pour l'UGT « production immobilière ».

---

<sup>34</sup> Cf. explication dans la partie **2.3.2 Plan d'affaires UGT Distribution & gestion d'actifs**

### 2.4.1. Principe de détermination du taux

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

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Les taux d'actualisation retenus correspondent ainsi à des coûts des fonds propres à dette nulle. Nous avons en effet considéré une absence de valeur attachée à la déduction fiscale des intérêts dans la mesure notamment où la Société dispose d'un stock de déficits fiscaux reportables significatifs.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

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

Avec :

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| K <sub>FP</sub>                   | <i>Coût des fonds propres</i>   |
| R <sub>f</sub>                    | <i>Taux sans risque</i>   |
| β                                 | <i>Bêta des actions de la société (en l'absence d'endettement)</i>  |
| Prime de risque moyenne du marché | <i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i> |
| Prime de risque éventuelle        | <i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>                               |

### 2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **0,25%** au 30 septembre 2020.

### 2.4.3. Bêtas

D'un point de vue économique, les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique d'une activité – reflété dans son coefficient bêta – sont principalement (i) la sensibilité de son chiffre d'affaires à une évolution de la conjoncture économique et (ii) son levier opérationnel (ratio coûts fixes / marge sur coûts variables, déterminant l'impact sur les résultats opérationnels d'une variation de chiffre d'affaires).

Nous considérons que les sociétés que nous avons écartées pour la méthode des comparables boursiers peuvent être utilisées pour l'estimation du bêta, dans la mesure où leur risque systématique peut être jugé comparable à celui d'Advenis. Elles interviennent en effet sur des activités similaires à celles de la Société (*property management, facility management, conseil en transactions, gestion d'actifs*).

Au cas d'espèce, les bêtas des UGT « distribution & gestion d'actifs » et « services immobiliers » ont été estimés à partir d'échantillons de sociétés cotées européennes :

- le bêta de l'UGT « distribution & gestion d'actifs » a été déterminé à partir d'un panel de huit sociétés spécialisées dans la gestion d'actifs : Amundi SA, Schroders Plc, Man Group Plc, Ashmore Group Plc, Jupiter Fund Management, Azimut Holding Spa, Anima Holding Spa et Brewin Dolphin Holdings Spa.

Nous retenons au titre de cet échantillon un coefficient bêta médian de **1,3x**. Indépendamment de l'analyse statistique conduite, retenir un bêta supérieur à 1,0x nous paraît justifié car la collecte et les encours sous gestion de ces activités sont susceptibles d'amplifier les évolutions de conjoncture économique et le niveau de coûts fixes de ces activités peut être jugé comme significatif.

- le bêta de l'UGT « services immobiliers » a été estimé à partir d'une présélection de quatre sociétés spécialisées dans le *property management / facility management* : Savills Plc, Countrywide Plc, Lsl Property Services Plc et Hml Holdings Plc.

Nous avons finalement conservé uniquement Savills Plc compte tenu de la qualité statistique des régressions linéaires conduites. Le bêta désendetté<sup>35</sup> de Savills Plc ressort à 1,07x<sup>36</sup>. Compte tenu de la nature des activités de l'UGT « Services immobiliers », globalement moins risquées que celles de Savills (conseil en transactions), nous avons retenu un bêta arrondi à **1,0x**.

Nous n'avons pas identifié de comparables boursiers européens dont le *business model* regroupe des activités de rénovation et de gestion de résidences étudiantes pouvant ainsi correspondre à l'UGT « production immobilière ». Nous avons donc considéré le bêta de l'UGT « services immobiliers » de **1,0x**.

---

<sup>35</sup> Calculé à partir d'un ratio dette financière nette sur capitaux propres (y compris intérêts minoritaires) retraité de l'impact de la norme IFRS 16.

<sup>36</sup> Rentabilité hebdomadaire sur une période de deux ans.

#### 2.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans des méthodes DCF à **6,75%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,7 Md\$ et 13,1 Md\$)<sup>37</sup>.

#### 2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF<sup>38</sup>.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **2,81%**<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> « 2019 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps.

<sup>38</sup> Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

<sup>39</sup> Source : « 2019 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises des neuvième et dixième déciles, diminuée de la prime *mid cap*.

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît justifiée dans la mesure où la taille des acteurs joue un rôle prépondérant sur les différents marchés dans lesquels le groupe intervient (économies d'échelle, capacité à lever des fonds, notoriété, *cross-selling*...)

#### 2.4.6. Taux d'actualisation retenus

Nous obtenons ainsi les taux d'actualisation suivants :

- un taux d'actualisation de 11,83%<sup>40</sup> pour l'UGT « **distribution & gestion d'actifs** », retenu à **11,8%** ;
- un taux d'actualisation de 9,81%<sup>41</sup> pour l'UGT « **services immobiliers** », retenu à **9,8%** ;
- un taux d'actualisation de 9,81%<sup>42</sup> pour l'UGT « **production immobilière** », retenu à **9,8%**.

Nous précisons que ces taux d'actualisation ressortent inférieurs au taux unique utilisé par la Société dans le cadre de la mise en œuvre de ses tests de dépréciation à fin juin 2020, lequel s'établit à 12,0%.

## 2.5 Conclusion sur la valeur

### 2.5.1. Valeur d'Entreprise

Nos analyses de valeurs ont conduit à estimer une Valeur d'Entreprise de l'ensemble des activités de la Société de **30,5 M€**.

Cette valeur se répartit entre les activités de la façon suivante :

- UGT « distribution & gestion d'actifs » : 20,2 M€ ;
- UGT « services immobiliers » : 14,5 M€ ;
- UGT « production immobilière » : -4,2 M€.

---

<sup>40</sup>  $0,25\% + 6,75\% \times 1,3 + 2,81\% = 11,83\%$ , arrondi à 11,8%

<sup>41</sup>  $0,25\% + 6,75\% \times 1,0 + 2,81\% = 9,81\%$ , arrondi à 9,8%

<sup>42</sup>  $0,25\% + 6,75\% \times 1,0 + 2,81\% = 9,81\%$ , arrondi à 9,8%

Nous apportons les compléments d'informations suivants :

- La Valeur d'Entreprise d'ensemble (30,5 M€) correspond à un multiple de 12,2x le résultat opérationnel courant (ROC) du groupe sur l'exercice 2019 (2,5 M€) ;
- La Valeur d'Entreprise de l'UGT « distribution & gestion d'actifs » (20,2 M€) peut être mise au regard des références de marché suivantes :
  - > Transaction Sofidy / Tikehau : l'application du multiple d'actifs sous gestion qui ressort de l'acquisition de Sofidy – société de gestion spécialisée dans la gestion de fonds immobiliers grand public – par Tikehau en décembre 2018, soit 2,35%<sup>43</sup>, aux encours de SCPI du groupe Advenis au 30 juin 2020 (677 M€) conduit à une valeur de 15,9 M€ ;
  - > L'application, pour les autres encours (952 M€ au 30 juin 2020, composés à plus de 90% d'assurance-vie), d'un multiple de chiffre d'affaires compris entre 1,75x et 2x tenant compte de la qualité du portefeuille (âge et type de contrats notamment)<sup>44</sup> au CA réalisé sur ces encours (6,4 M€ en 2019), conduit à une valeur de ce portefeuille d'environ 12,0 M€ ;
  - > Ainsi, sur la base de ces références de marché présentées à titre indicatif, la valeur de ces activités ressortirait à 27,9 M€ ;
  - > En retenant par ailleurs le multiple d'EBITDA extériorisé par la transaction Sofidy / Tikehau (6,7x<sup>45</sup>) et en appliquant celui-ci à l'EBITDA 2019 de l'UGT « distribution & gestion d'actifs » (3,5 M€ pré-IFRS 16), la valeur de l'UGT ressortirait à 23,5 M€
  - > Ainsi, en moyenne sur ces deux approches, la valeur ressortirait à 25,7 M€. Sur ces bases indicatives, la valeur de 20,2 M€ fait ressortir une décote de 21% environ. Ce niveau de décote ne nous paraît pas incohérent dans la mesure notamment où :
    - le portefeuille d'assurance-vie est, compte tenu de la structure de coûts d'AGP, exploité à perte depuis plusieurs années,
    - plus de 80% des encours AGEAS, lesquels constituent plus de 85% des encours du groupe hors SCPI, ne sont pas la propriété d'Advenis aujourd'hui, et un risque pèse sur le renouvellement de ces encours au 1<sup>er</sup> janvier 2024,

---

<sup>43</sup> 120 M€ de valeur d'entreprise (source : Merger Market) rapportés à 5,1 Md€ d'actifs sous gestion à fin 2018 (source : Document de référence 2018 de Tikehau)

<sup>44</sup> Source : Management d'Advenis

<sup>45</sup> 120 M€ de valeur d'entreprise (source : Merger Market) rapportés à 17,9 d'EBITDA (source : base de données Diane). Ce multiple un peu inférieur à 7x est corroboré par un article du site internet LesEchos en date du 20 septembre 2018

- concernant Sofidy : avec 5,1 Mds€ d'actifs sous gestion à fin 2018, Sofidy affichait un montant d'encours très supérieur à ceux d'Advenis REIM aujourd'hui (~7,5x les 677 M€ d'encours SCPI) et se présentait à fin 2018 comme le premier acteur indépendant sur le marché des SCPI. La transaction réalisée par Tikehau correspondait en outre à un changement de contrôle (ce qui a possiblement conduit à ce titre à l'extériorisation d'une prime). Il est rappelé en outre qu'elle a été réalisée dans un contexte pré-Covid-19. Ainsi, si elle affiche une croissance plus élevée de ses encours, Advenis REIM enregistre en revanche une part prépondérante de ses revenus sur la collecte (par nature non récurrents) et est ainsi, plus que Sofidy, très exposée à un retournement de conjoncture.

### 2.5.2. Valeur par action

Le tableau ci-après présente le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action :

#### Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action d'Advenis

| En M€ (sauf mention spécifique)    | 15/10/2020  |
|------------------------------------|-------------|
| <b>Valeur d'Entreprise</b>         | <b>30,5</b> |
| Ajustements                        | (19,4)      |
| <b>Valeur des capitaux propres</b> | <b>11,1</b> |
| Nombre d'actions (en milliers)     | 7 862       |
| <b>Valeur par action (€)</b>       | <b>1,42</b> |

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des capitaux propres, la valeur par action ressort à **1,42 €**.

La prise en compte d'une sensibilité de +/- 0,50% sur le taux d'actualisation et de +/- 0,25% sur la croissance à long terme conduit à une fourchette de valeurs comprises **entre 1,14 € et 1,80 €<sup>46</sup>**.

### 3. Références de valeur : référence à titre indicatif au cours de bourse

Les actions du Groupe sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

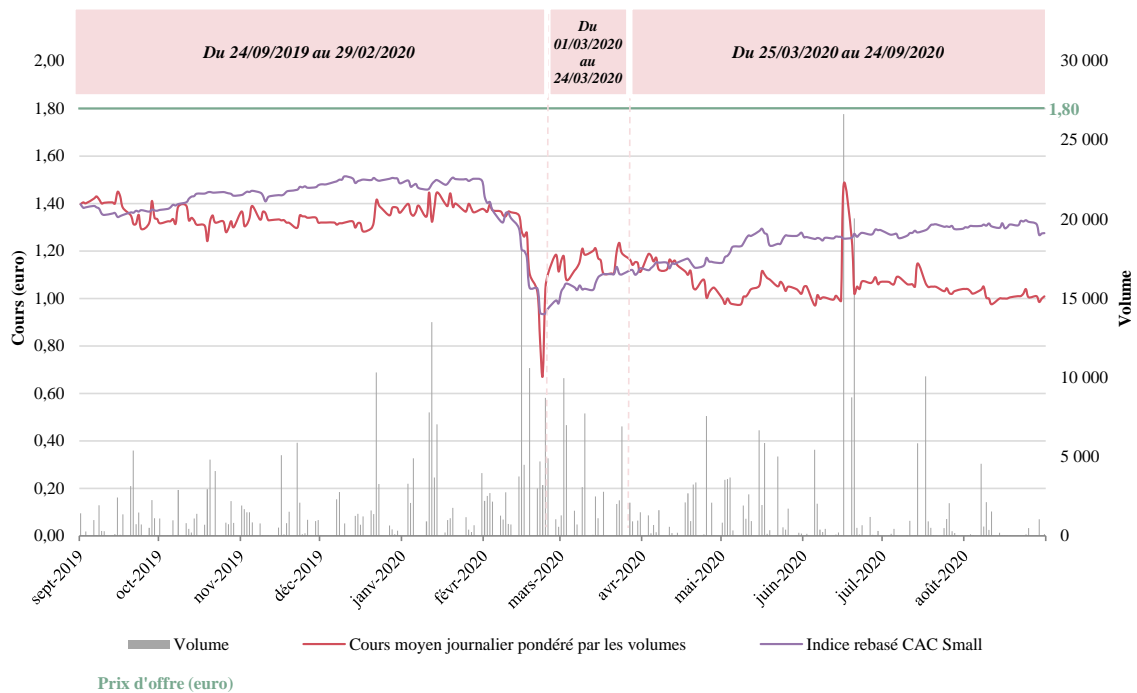
---

<sup>46</sup> En retenant sur la valeur des passifs financiers une décote de 10% en borne basse et de 5% en borne haute

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse entre le 24 septembre 2019 et le 24 septembre 2020, date de l'annonce, post clôture des marchés, du projet d'OPAS-RO.

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action Advenis, ainsi que les volumes échangés entre le 24 septembre 2019 et le 24 septembre 2020.

**Evolution du cours de bourse d'Advenis du 24 septembre 2019 au 24 septembre 2020**



Source : Bloomberg.

Commentaires :

- Entre le 24 septembre 2019 et le 29 février 2020 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 1,24 € et 1,45 €. Sur la même période, 172 304 titres ont été échangés correspondant à 2,2% du nombre d'actions total et 8,1% du flottant<sup>47</sup>.
- Entre le 1<sup>er</sup> mars 2020 et le 24 mars 2020 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 0,68 € et 1,37 €. Sur la même période, 70 119 titres ont été échangés correspondant à 0,9% du nombre d'actions total et 3,3% du flottant<sup>47</sup>.

<sup>47</sup> Sur la base de l'actionnariat au 24/09/2020.

- Entre le 25 mars 2020 et le 24 septembre 2020 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 0,97 € et 1,48 €. Sur la même période, 224 455 titres ont été échangés correspondant à 2,8% du nombre d'actions total et 10,5% du flottant<sup>47</sup>.

Nous indiquons que le cours moyen pondéré par les volumes a enregistré une hausse significative la journée du 9 juillet 2020, atteignant 1,48 € avec des volumes échangés de près de 27 000 titres. Nous n'avons pas identifié d'évènements susceptibles d'expliquer cette hausse du cours.

En dehors de cette date, le cours moyen pondéré s'est établi entre 0,97 € et 1,25 €. Il n'a que peu réagi aux différents évènements relatifs à la Société<sup>48</sup>.

Ainsi, entre le 24 septembre 2019 et le 24 septembre 2020 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes a toujours été inférieur au prix d'offre de 1,80 €.

Nous précisons enfin qu'entre le 25 septembre et le 20 octobre 2020, le cours moyen pondéré par les volumes s'est établi chaque jour dans une fourchette [1,72 € - 1,90 €]. En clôture au 20 octobre 2020, il ressortait à 1,82 €, soit un niveau très proche du prix d'Offre<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> 23 avril 2020 : annonce des résultats 2019 / 28 avril 2020 : publication du Rapport Financier Annuel 2019 / 22 juin 2020 : communiqué sur le lancement d'un nouveau fonds / 17 septembre 2020 : publication du Rapport Financier Semestriel 2020

<sup>49</sup> Source : Refinitiv

Le tableau ci-dessous présente les cours moyens pondérés par les volumes, en spot, sur 1 mois, sur 3 mois et sur 6 mois et les nombres moyens et cumulés d'actions échangées sur les différentes périodes jusqu'au dépôt du projet d'Offre :

**Analyse du cours de bourse sur les 6 derniers mois depuis le 24 septembre 2020**

| Période | Date de début | Date de fin | Cours moyen pondéré par les volumes (€) * | Cours le plus haut (€) ** | Cours le plus bas (€) ** | Nombre moyen d'actions échangées | En % du nombre d'actions total*** | En % du flottant*** | Nombre cumulé d'actions échangées | En % du nombre d'actions total *** | En % du flottant** * |
|---------|---------------|-------------|---|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------|-----------------------------------|------------------------------------|----------------------|
| Spot    | 24/09/2020    |             | 1,00                                      |                           |                          |                                  |                                   |                     |                                   |                                    |                      |
| 1 mois  | 25/08/2020    | 24/09/2020  | 1,01                                      | 1,05                      | 0,98                     | 498                              | 0,01%                             | 0,02%               | 11 444                            | 0,1%                               | 0,5%                 |
| 3 mois  | 25/06/2020    | 24/09/2020  | 1,17                                      | 1,48                      | 0,97                     | 1 572                            | 0,02%                             | 0,07%               | 102 163                           | 1,3%                               | 4,8%                 |
| 6 mois  | 25/03/2020    | 24/09/2020  | 1,13                                      | 1,48                      | 0,97                     | 1 754                            | 0,02%                             | 0,08%               | 224 455                           | 2,8%                               | 10,5%                |

Source : Bloomberg.

Notes \* Cours de clôture au 24/09/2020. \*\* : Cours moyen pondéré par les volumes. \*\*\* : Sur la base de l'actionariat au 24/09/2020.

La liquidité d'un titre dépend notamment de la taille relative du flottant par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions :

- pour être admise à l'un des trois compartiments du marché réglementé Eurolist (A, B et C), une société doit avoir un flottant qui représente au moins 25% du capital, ou 5% si la diffusion de titres représente un montant d'au moins 5 M€<sup>50</sup>.

Au 24 septembre 2020, date de l'annonce de l'Offre, le flottant représente 27,1% du capital.

- la fréquence des transactions peut notamment être appréciée au travers du taux de rotation du flottant, soit le nombre de titres échangés sur une période, divisé par le nombre de titres composant le flottant. Pour être intégrée à un indice CAC, une société doit notamment avoir un taux de rotation annuel du flottant de 20% minimum<sup>51</sup>.

Au cours des 6 derniers mois, jusqu'à l'annonce de l'Offre, 224 455 actions ont été échangées, soit un taux de rotation du flottant de 10,5%. Nous avons également mené une analyse au cours des 12 derniers mois qui fait ressortir un taux de rotation du flottant légèrement supérieur à 20%. Nous précisons par ailleurs que la Société est bien intégrée à différents indices CAC.

<sup>50</sup> Bourse : la cotation en pratique, NYSE Euronext, 4 juin 2010.

<sup>51</sup> Règles des indices CAC®, 2018.

Ainsi, compte tenu des niveaux d'échange et de liquidité observés, nous considérons que la référence au cours de bourse, si elle n'est retenue qu'à titre indicatif, ne peut en revanche pas être totalement écartée.

D'après nos analyses, le Prix d'Offre fait ressortir une prime :

- de +80% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes constaté la veille du dépôt du projet d'Offre (1,00 €), lequel est très proche du cours moyen constaté sur le mois précédent (1,01 €) ;
- entre +54% et +59% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (1,17 €) et les six mois (1,13 €) précédant le dépôt du projet d'Offre.

## V. EVALUATION DES OCA

### 1. Présentation des obligations convertibles en action

Le 26 février 2018, Advenis a émis 4 406 OCA d'une valeur nominale de 2 330 euros, soit un montant total de 10 266 k€.

Les principales caractéristiques des OCA sont décrites ci-dessous<sup>52</sup> :

- date d'échéance : 26 février 2021 ;
- valeur nominale courante : valeur nominale de l'OCA augmentée des intérêts capitalisés de 3 017,42 euros, soit 1 049,55 Actions nouvelles pour une OCA à un prix d'émission de 2,875 euros par rapport à la valeur nominale des Actions (0,60 euro) en cas de conversion et d'émission de nouvelles Actions ;
- taux d'intérêt : intérêt au taux annuel de 6% payé semestriellement sur la valeur nominale, augmenté de 9% capitalisé annuellement et payable à terme échu. Les intérêts dus au titre de chaque OCA sont payés (i) semestriellement en numéraire au 26 août et 26 février et (ii) en totalité des intérêts capitalisés et courus (hors ceux déjà payés au titre des échéances semestrielles) en numéraire si les OCA sont remboursées par anticipation ;
- ratio de conversion : 1 049,55 Actions nouvelles à émettre pour une OCA. Les porteurs d'OCA pourront, à compter du 26 janvier 2021 et jusqu'au septième jour ouvré précédant la Date d'Échéance, convertir, en tout ou partie, leur OCA en application de ce ratio.

Nous rappelons également qu'il est prévu une possibilité de conversion anticipée des OCA au gré du porteur, selon le ratio de conversion, en cas d'offre publique sur la Société qui serait déclarée conforme par l'AMF et qui ne serait pas devenue caduque.

---

<sup>52</sup> Prospectus visé par l'AMF sous le n° 18-030 en date du 26 janvier 2018.

## 2. Evaluation des OCA

### 2.1 Référence au montant des engagements au 15 octobre 2020

Au 15 octobre 2020, nous précisons que le montant de l'engagement au titre de chaque OCA ressort à 2 943 euros, soit 2 330 euros de nominal augmentés (i) des intérêts capitalisés à 9% depuis l'émission jusqu'à cette date (594 euros<sup>53</sup>) et (ii) du coupon semestriel couru depuis le 26 août 2020 (19 euros<sup>54</sup>).

**Le Prix des OCA (3 017,42) présente ainsi une prime de +2,5% sur le montant des engagements à la Date d'évaluation (2 943 euros).**

### 2.2 Référence aux transactions réalisées sur les OCA

Entre l'émission des OCA et le 24 septembre 2020, date d'annonce de l'Offre, on dénombre 16 transactions qui ont eu lieu sur le marché. L'ensemble des transactions ayant eu lieu sur les OCA depuis leur émission font ressortir des valeurs inférieures au Prix d'Offre :

| <u>Date</u>  | <u>Prix (euro)</u> | <u>Volume</u> |
|--------------|--------------------|---------------|
| 16-avr.-18   | 2 333,0            | 1             |
| 19-juil.-18  | 2 230,0            | 1             |
| 25-oct.-18   | 2 160,0            | 1             |
| 31-juil.-19  | 2 160,0            | 2             |
| 23-août-19   | 2 155,0            | 2             |
| 03-févr.-20  | 2 161,0            | 2             |
| 05-févr.-20  | 2 156,0            | 1             |
| 06-févr.-20  | 2 151,0            | 1             |
| 28-févr.-20  | 2 220,1            | 1             |
| 03-mars-20   | 2 220,1            | 1             |
| 21-mai-20    | 2 221,0            | 2             |
| 23-juil.-20  | 2 200,0            | 1             |
| <b>Total</b> |                    | <b>16</b>     |

Source : Euronext

---

<sup>53</sup>  $2\,330 \times (1+9\%)^{(2,636 \text{ années})} - 2\,330$

<sup>54</sup>  $6\% \times 2\,330 \times 0,137 \text{ année}$

### 2.3 Valeur théorique de marché par rapport au Prix d'Offre

La valeur de marché des OCA peut en théorie se décomposer en :

- une valeur de la composante obligataire, correspondant aux flux futurs attendus par le porteur d'OCA (hors effet d'une éventuelle conversion) actualisés à un taux reflétant le risque de crédit de l'émetteur et la maturité résiduelle de la dette ;
- une valeur de la composante optionnelle, c'est-à-dire la valeur de l'option de conversion à la main du porteur<sup>55</sup>.

Au cas d'espèce, la valeur de la composante optionnelle, établie à partir d'un modèle optionnel de type Black & Scholes tenant compte notamment (i) du prix d'exercice de l'option de conversion (2,875 euros par action Advenis), très supérieur au cours de bourse préannonce de l'Offre, (ii) de la maturité résiduelle de l'option (0,37 an du 15 octobre 2020 au 21 février 2021) et (iii) de la volatilité historique observée sur l'action Advenis (proche de 40% en données hebdomadaires sur 2 ans à la date d'Offre), ressort à un niveau pouvant être considéré comme nulle (<0,0002% du nominal des OCA).

La valeur de la composante obligataire est difficile à estimer en l'absence de référence directement comparable. Néanmoins, pour que la valeur de cette composante, et donc la valeur de marché des OCA en considérant nulle la composante optionnelle, dépasse le prix proposé de 3 017,42 euros, il faudrait que le taux d'actualisation retenu pour actualiser le dernier flux de 3 087,32 euros<sup>56</sup> soit de l'ordre de 6,4%<sup>57</sup>.

Cela paraît impossible dans la mesure où (i) le taux à l'émission était d'au moins 15%<sup>58</sup> et (ii) il ne peut pas être soutenu que le risque de crédit a évolué au point d'être divisé par plus de 2x (de 15% à 6%).

Nous pouvons donc considérer que **le Prix d'Offre est supérieur à la valeur théorique de marché.**

---

<sup>55</sup> Le détenteur d'une obligation a le choix, à l'échéance, d'être remboursé 3 017,42 euros en numéraire ou de convertir ce montant en 1 049,55 actions nouvelles. Il dispose ainsi en théorie de 1.049,55 options d'achat (*call*) portant chacune sur une action Advenis, qu'il a intérêt à exercer à partir du moment où la valeur par action dépasse 2,87497 euros (1 049,55 x 2,87497 euros = 3 017,42).

<sup>56</sup> 3017,42 de nominal + intérêts capitalisés, augmentés du dernier coupon semestriel de 69,90 euros

<sup>57</sup>  $3\,087,32 \times (1+6,439\%)^{-0,367 \text{ année}} = 3\,017,42$

<sup>58</sup> Il était nécessairement supérieur à 15% car la valeur actualisée au taux de marché des paiements futurs établis sur la base d'un taux contractuel de 15% appliqué au nominal, devait conduire à une valeur inférieure au nominal des OCA (puisque à cette valeur s'ajoutait la valeur optionnelle, forcément positive, liée à la conversion, pour être au total égale au montant du nominal)

## VI. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

### 1. Pacte d'Actionnaires Advenis

Le 24 septembre 2020, les Concertistes ont conclu un pacte d'actionnaires (ci-après le « Pacte d'Actionnaires ») dans lequel ils ont convenu de ne pas apporter leurs actions à l'Offre et de convertir leurs OCA après le lancement de l'Offre (donc sans attendre les résultats de l'Offre et la possibilité éventuelle d'un retrait obligatoire). Le Pacte d'actionnaires est conclu pour une durée de 11 ans.

Nous rappelons que l'impact sur la valeur des actions de cet engagement de conversion a fait l'objet d'une analyse spécifique dans nos travaux.

Le Pacte d'Actionnaires inclut également d'autres droits et obligations relatifs aux transferts de titres de la Société en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire :

- droit de préemption d'Inovalis ;
- droit et obligation de sortie conjointe de Hoche Partners PEI ;
- droit d'anti-dilution de Hoche Partners PEI ;
- promesse d'achat d'Inovalis au profit de Hoche Partners PEI, exerçable à compter de 2025 sur la base d'une valeur à dire d'experts.

Nous considérons que les éléments de ce pacte ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

### 2. Pacte d'Associés Inovalis

Un pacte d'associés (ci-après le « Pacte d'Associés ») portant sur les actions Inovalis a été conclu entre les actionnaires majoritaires de l'Initiateur (Icorp et Icorp Liban Holding, contrôlés par M. Stéphane Amine) et les actionnaires minoritaires, à savoir le directeur général délégué de l'Initiateur ainsi que le directeur général délégué de la Société (M. Rodolphe Manasterski) en date du 24 septembre 2020.

Le Pacte d'Associés est conclu pour une durée de neuf ans et sera automatiquement renouvelé par périodes successives de deux ans, sauf dénonciation préalable par les actionnaires majoritaires de l'Initiateur ou les actionnaires minoritaires.

Le Pacte d'Associés prévoit notamment :

- l'incessibilité temporaire jusqu'au 31 décembre 2022 ;
- un droit de préemption au bénéfice de l'actionnaire majoritaire ;
- un droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale ;
- une clause de sortie forcée ;
- des transferts libres ;
- des promesses de vente/d'achat.

Les prix applicables pour l'exercice des promesses de vente/d'achat résultent d'une formule définie dans le Pacte d'Associés. Nous précisons que l'application de cette formule aux données du sous-périmètre Advenis conduit à une valeur cohérente avec le prix d'Offre pour les actions.

Ainsi, le Pacte d'Associés n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

## **VII. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION**

Il nous a été indiqué qu'aucune synergie n'est attendue de l'opération par l'Initiateur, que le Retrait Obligatoire soit ou non mis en œuvre.

Par ailleurs, la conversion des OCA par le Concert après le lancement de l'Offre conduirait à une valeur par action de 1,78 €, soit un niveau proche du prix d'Offre de 1,80 €.

## VIII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Le projet de note d'information intègre les éléments d'appréciation, par Kepler Cheuvreux, établissement présentateur de l'Offre, du prix d'Offre de 1,80 euro par action et de 3 017,42 € par OCA. Kepler Cheuvreux nous a également communiqué un rapport d'évaluation détaillant l'évaluation conduite.

### 1. Méthode d'évaluation retenue à titre principal

#### 1.1 Approche générale

Comme Sorgem Evaluation, Kepler Cheuvreux fonde son analyse sur la méthode DCF.

Néanmoins, à la différence de Sorgem Evaluation qui met en œuvre une approche dite « somme des parties », Kepler Cheuvreux estime la Valeur d'Entreprise à partir du plan d'affaires consolidé d'Advenis sur la période 2020-2023, sans évaluer séparément les trois UGT de la Société.

#### 1.2 Comparaison des résultats

La valeur par action ressortant des travaux de Kepler Cheuvreux est de **1,38 euro**. En comparaison, notre valeur est de **1,42 euro**.

Ces deux valeurs se décomposent comme suit :

| En M€ (sauf mention spécifique)    | Sorgem      | Kepler Cheuvreux |
|------------------------------------|-------------|------------------|
| <b>Valeur d'Entreprise</b>         | <b>30,5</b> | <b>25,6</b>      |
| Ajustements                        | (19,4)      | (8,4)            |
| <b>Valeur des capitaux propres</b> | <b>11,1</b> | <b>17,2</b>      |
| Nombre d'actions (en milliers)     | 7 862       | 12 486           |
| <b>Valeur par action (€)</b>       | <b>1,42</b> | <b>1,38</b>      |

### 1.3 Principaux paramètres

#### 1.3.1. Taux d'actualisation

Kepler Cheuvreux retient un taux d'actualisation de 12,48%, calculé à partir des éléments suivants :

- taux sans risque de -0,21% (rendement OAT France 10 ans au 15 septembre 2020) ;
- bêta désendetté de 0,88<sup>59</sup> ;
- prime de risque du marché de 8,04% (donnée Bloomberg au 15 septembre 2020) ;
- prime liée à la taille de la Société de 5,60%.

Le taux d'actualisation retenu par Kepler Cheuvreux (12,48%) ressort supérieur au nôtre (11,0% en moyenne) de 1,5 point environ.

#### 1.3.2. Taux de croissance à long terme

Kepler Cheuvreux retient un taux de croissance à long terme de 1,0%.

En comparaison, Sorgem Evaluation retient des taux de croissance à long terme compris entre 1,0% et 1,5%.

#### 1.3.3. Valeur terminale

La valeur terminale est estimée sur la base de l'année 2023 du Plan d'Affaires, avec égalisation des dotations aux amortissements et des investissements. Elle est calculée par actualisation à l'infini du flux normatif (calculé sur la base d'une marge d'EBITDA hors IFRS 16 de +10%).

La valeur terminale actualisée s'élève à 23,0 M€.

---

<sup>59</sup> Correspondant à la moyenne entre les bêtas retenues pour les activités de services immobiliers (0,98), gestion privée (0,85) et de gestion d'actifs immobiliers (0,82), déterminés à partir d'échantillons de sociétés comparables cotées (historique de deux ans).

Cette approche retenue en année normative n'est pas directement comparable à la nôtre dans la mesure où nous traitons différemment la valeur de chaque activité.

#### 1.3.4. Valeur d'Entreprise

La Valeur d'Entreprise ressort à 25,6 M€, soit la somme des flux de trésorerie actualisés de 2020 à 2023 et de la valeur terminale actualisée, contre 30,5 M€ dans nos travaux.

La Valeur d'Entreprise de Kepler Cheuvreux ressort ainsi inférieure à la Valeur d'Entreprise présentée dans nos travaux essentiellement en raison :

- du taux d'actualisation plus élevé que le nôtre ;
- qui compense en partie des hypothèses normatives, prises en agrégé, moins prudentes que celles que nous retenons.

#### 1.3.5. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres et à la valeur par action

Comme Sorgem Evaluation, Kepler Cheuvreux retient deux éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des titres : la valeur actualisée des déficits fiscaux reportables (4,1 M€) et la dette financière nette (12,5 M€).

Contrairement à l'approche retenue par Sorgem Evaluation pour apprécier la valeur des actions pré-Offre, les OCA sont en revanche supposées converties en considérant que :

- « le montant du remboursement (nominal et intérêts composés) créerait un risque financier certain pour Advenis »<sup>60</sup> ;
- « plus de 97% des OCA ont été souscrites le Concert, qui soutient le groupe Advenis depuis plusieurs années »<sup>61</sup> ;
- « les principales caractéristiques du Pacte d'Actionnaires conclu entre les Concertistes prévoit un engagement des Concertistes de convertir leurs OCA pendant la période d'Offre. Le contrat d'émission prévoit une conversion anticipée à la main des porteurs en cas d'offre publique sur Advenis »<sup>62</sup>.

---

<sup>60</sup> Projet de note d'information – p.31.

<sup>61</sup> Subidem.

<sup>62</sup> Subidem.

Nous rappelons que dans notre appréciation de la valeur pré-Offre, nous avons retenu une décote sur le montant des passifs financiers (en ce compris des OCA). La décote retenue (-1,7 M€) est un élément non appréhendé par Kepler Chevreux du fait de l'hypothèse de conversion.

Nous rappelons enfin que la valeur par action après le lancement de l'Offre et la conversion des OCA par le Concert, a fait l'objet d'une analyse spécifique.

## **1.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire**

### **1.4.1. Méthode des comparables boursiers**

Contrairement à nous, Kepler Chevreux retient à titre secondaire la méthode des comparables boursiers.<sup>63</sup>

Les multiples VE / EBITDA et VE / EBIT ont été retenus et appliqués aux agrégats 2021 et 2022 issus du Plan d'Affaires de la Société. Une décote de taille de 34% a été retenue sur la valeur d'entreprise ressortant de ces analyses.

La valeur par action issue de cette méthode ressort à 0,88 euro, soit la moyenne entre les valeurs obtenues par l'application des multiples 2021 (0,82 euro) et 2022 (0,93 euro). Les résultats ressortant de cette méthode sont ainsi bien inférieurs à ceux de la méthode DCF.

### **1.4.2. Référence au cours de bourse**

Comme nous, l'analyse du cours de bourse est présentée par Kepler Chevreux à titre secondaire. Leur approche, qui se fonde principalement sur l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) sur des périodes comparables à celles que nous retenons, n'appelle pas de commentaires particuliers.

---

<sup>63</sup> Comparables activité de services immobiliers : CBRE, JLL, FirstService, Colliers International, Walker & Dunlop, Newmark, Redfin, Savills, Instone Real Estate, Immobel, Purplebricks Group, Altisource Portfolio Solutions, LSL Property Services, Capelli et HML.  
Comparables activité de gestion privée : Partners Group, Julius Baer, Vontobel, Cohen & Steers, VZ Holding, Rothschild, EFG International, Rathbone Brothers, Union Financière de France, OVB Holding et River & Mercantile.  
Comparables activité de gestion d'actifs immobiliers : JM AB, Bonava, Nexity, Adler Real Estate, Kaufman & Broad, Abbey, Maisons France Confort, LSL Property Services, Compagnie Lebon, Ronson Europe, Countrywide et M Winkworth.

## **IX. ECHANGES CONDUITS AVEC DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES**

Dans le cadre de nos travaux, nous avons conduit des échanges avec un certain nombre d'actionnaires minoritaires qui considèrent que le prix de 1,80 euro sous-évalue significativement la valeur d'Advenis :

- Le 7 octobre 2020, nous avons reçu un courrier électronique d'un actionnaire minoritaire faisant suite à une conversation téléphonique avec nous la veille ;
- Deux courriers adressés à l'AMF par des actionnaires minoritaires, datés des 9 et 12 octobre 2020, nous ont été transmis par l'AMF ;
- Le 15 octobre 2020, nous avons conduit un échange téléphonique avec les représentants d'un actionnaire détenant plus de 5% du capital d'Advenis (le groupe Renée Costes) ;
- Le 22 octobre 2020, un actionnaire minoritaire nous a adressé un courrier détaillant ses arguments pour considérer que le prix d'Offre était sous-évalué. Ce courrier a fait l'objet d'un échange téléphonique le même jour.

Nous précisons que l'ensemble de ces échanges ont été pris en compte dans le cadre de l'établissement du présent rapport.

Les principaux arguments développés par ces actionnaires concernent les thèmes suivants :

- Les méthodes d'évaluation ;
- Le taux d'actualisation et la croissance à long terme ;
- Les approches alternatives d'appréciation de la valeur, en particulier celle de l'activité de distribution et gestion d'actifs ;
- La pertinence de la référence au cours de bourse.

### **1. Sur les méthodes d'évaluation**

Selon plusieurs actionnaires, au contraire d'une approche globale, l'approche par la somme des parties devrait être privilégiée, dans la mesure où les synergies entre les filiales seraient faibles.

Nous rappelons que nous avons, à la différence de l'établissement présentateur, conduit une approche par la somme des parties c'est-à-dire en évaluant chaque activité séparément.

## 2. Sur le taux d'actualisation et la croissance à long terme

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (12,48%) est, sans que cela soit documenté, jugé trop élevé par plusieurs actionnaires, en particulier si le taux de croissance à long terme est retenu à seulement 1,0%.

Nous rappelons que les taux d'actualisation que nous retenons sont en moyenne (i) inférieurs d'1,5 point au taux unique retenu par l'établissement présentateur et (ii) inférieurs d'1,0 point au taux retenu par la Société dans le cadre de la réalisation de ses tests d'*impairment*.

Au sujet du taux de croissance à l'infini, que nous retenons dans une fourchette 1,0% - 1,5%, nous précisons qu'il est de pratique courante en évaluation de ne pas retenir des taux qui soient très supérieurs à ces niveaux, dans la mesure notamment où il convient de refléter à long terme les risques concurrentiels.

Par ailleurs, dans la mesure où le plan d'affaires retient, notamment sur l'UGT « Distribution et Gestion d'actifs », une hypothèse de retour à un haut de cycle en fin de plan, il nous semble raisonnable, contrairement à ce que suggère l'un des actionnaires minoritaires, de ne pas prolonger post-plan d'affaires, à travers son extrapolation, des niveaux de croissance très supérieurs à la croissance à long terme.

## 3. Sur les approches alternatives d'appréciation de la valeur, en particulier celle de l'activité de distribution et gestion d'actifs

A travers la référence à différents agrégats de la société et ratios de valorisation, certains actionnaires considèrent que la valeur de l'UGT « distribution et gestion d'actifs » serait à elle seule très supérieure à la valeur qui sous-tend le prix d'Offre.

Deux approches pour déterminer la valeur de l'UGT « distribution et gestion d'actifs » sont proposées :

*Par un multiple de résultat*

Certains de ces actionnaires considèrent qu'Advenis REIM générerait, dans une vision normative, entre 8,5 M€ et 9 M€ de résultat opérationnel. D'autres raisonnent au niveau du groupe et considèrent un résultat opérationnel de l'ordre de 7 M€ et un EBITDA compris entre 8 et 8,5 M€. Ces agrégats sont ensuite intégrés à une analyse DCF simplifiée ou se voient appliquer des multiples (retenus, sans être documentés, entre 7x et 10x).

Nous précisons sur ce point que les agrégats retenus ci-dessus (EBITDA, résultat opérationnel) par les actionnaires minoritaires sont très supérieurs à ceux anticipés par la Société.

#### *Par un multiple d'encours*

Pour estimer la valeur des encours de SCPI, certains actionnaires retiennent un montant d'actifs sous gestion (AuM) de 2,0 Md€, auxquels ils appliquent un ratio de 2% environ. Nous précisons en réalité que les encours de SCPI du groupe (700 M€) sont près de trois fois inférieurs à ce montant.

De manière générale, nous renvoyons, sur la rationalisation de la valeur de l'UGT « distribution et gestion d'actifs » avec les montants d'encours et les niveaux de chiffre d'affaires et de résultat, à l'analyse conduite en [IV.2.5.1](#).

Concernant l'UGT « services immobiliers », un actionnaire considère qu'il convient de se référer à la valeur d'apport retenue en 2014. Nous considérons sur ce point que cette valeur est trop ancienne et rappelons que la Société a enregistré depuis cette date des dépréciations d'actifs sur cette activité.

#### **4. Sur la pertinence du cours de bourse**

Concernant le cours de bourse, la référence à la dernière année serait, selon certains actionnaires, peu appropriée du fait notamment de la faiblesse du flottant et de la crise du Covid-19 qui a impacté les cours de bourse.

Sur ce point, nous jugeons qu'il est préférable de considérer des cours de bourse récents, dans la mesure où ils sont susceptibles de refléter au mieux les attentes actuelles des agents économiques. A ce titre, exclure l'impact de la crise du Covid-19 sur le cours d'Advenis nous semble difficilement justifiable.

Plus généralement, un certain nombre d'actionnaires critiquent la référence au cours de bourse, dans la mesure où le titre ne serait pas suffisamment liquide.

Sur ce point, nous renvoyons à l'analyse conduite en [IV.3](#) et rappelons que si cette référence n'est retenue qu'à titre indicatif, elle ne peut en revanche pas être totalement écartée compte tenu des niveaux d'échange et de liquidité observés.

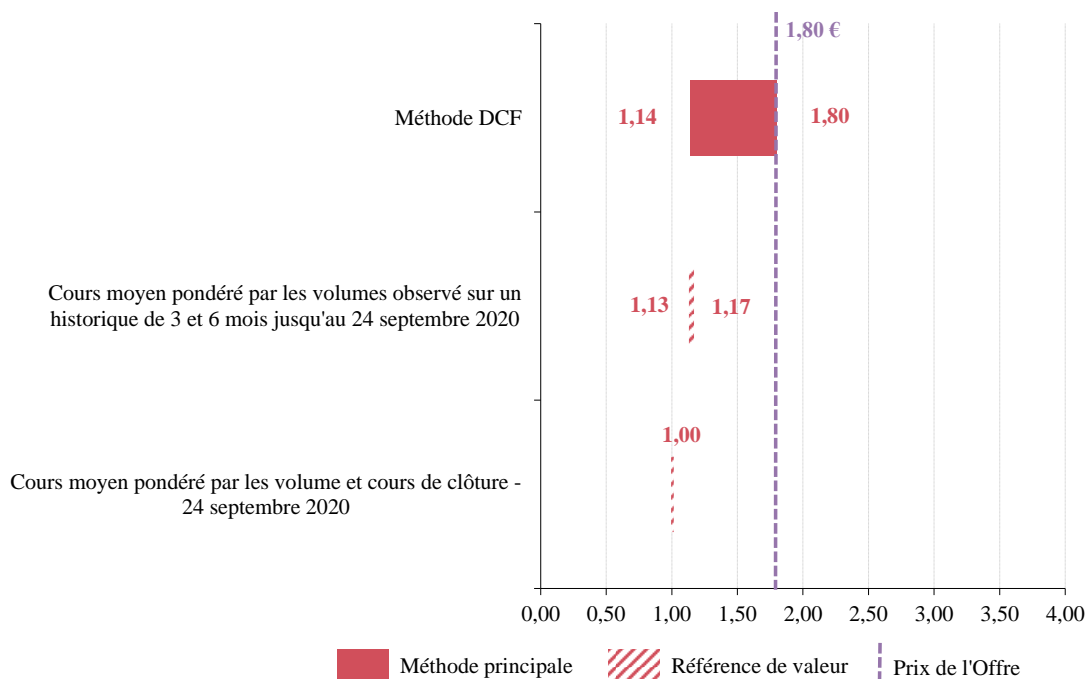
## **X. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE**

Nous avons été désignés par le conseil d'administration d'Advenis le 15 mai 2020 en application de l'article 261-1|1° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions ou ses OCA à l'Offre. Ses actions et OCA non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire est mis en œuvre ;
- il existe des accords connexes à l'Offre que nous avons étudiés, à savoir le Pacte d'Actionnaires Advenis et le Pacte d'Associés Inovalis. Ils ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires ;
- aucune synergie n'est attendue de l'opération par l'Initiateur, que le Retrait Obligatoire soit ou non mis en œuvre ;
- la Société a réalisé son plan de retournement au prix d'un endettement élevé composé principalement des OCA détenues par le Concert à échéance février 2021 et qui totalisent 12,8 M€ au 30 juin 2020. Ainsi, l'éventuelle conversion de ces obligations convertibles par le Concert permettrait à la Société d'éviter de faire face au risque d'exigibilité de cette dette ;
- la conversion des OCA par le Concert après le lancement de l'Offre conduirait à une valeur par action dans une fourchette 1,56 € – 2,07 € avec une valeur centrale de 1,78 €, soit un niveau proche du prix d'Offre de 1,80 € ;
- le prix auquel le Concert a indiqué avoir l'intention de convertir ses OCA (2,875 €) est significativement supérieur au Prix d'Offre pour les actions (1,80 €). Sur cette base, la conversion de ses OCA par le Concert conduit donc à matérialiser une baisse de valeur des obligations convertibles qu'il détient et à transférer une partie de cette valeur sur les actionnaires restant à l'issue de l'OPAS d'où le rehaussement de la valeur par action suite à cette conversion. Leur conversion permet néanmoins au Concert d'augmenter sa participation au capital d'Advenis et ainsi d'augmenter la probabilité, à l'issue de l'OPAS, de pouvoir réaliser le retrait obligatoire.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation des actions Advenis pré-Offre est présentée ci-dessous (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 1,80 € pour les actions :

- est supérieur de +27% à la valeur centrale de notre analyse DCF (1,42 €) et en ligne avec notre borne haute ;
- est supérieur de +80% au cours de clôture et au cours moyen pondéré par les volumes constaté la veille du dépôt du projet d'Offre (1,00 €), lequel est très proche du cours moyen constaté sur le mois précédent (1,01 €) ;
- est supérieur entre +54% et +59% au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (1,17 €) et les six mois (1,13 €) précédant le dépôt du projet d'Offre.

Concernant le prix d'Offre pour les OCA (3 017,42 €), celui-ci est supérieur au montant de la dette correspondante et au prix de l'ensemble des transactions réalisées sur le marché depuis leur émission ainsi qu'à leur valeur théorique.

Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de

retrait obligatoire, sont équitables pour les actionnaires et les détenteurs d'obligations convertibles de la Société.

Fait à Paris, le 26 octobre 2020

Pour Sorgem Evaluation

A handwritten signature in black ink, reading "C. Karsenti", written over a horizontal line.

Claire Karsenti  
Associée

## **Annexes**

### **1. Programme de travail**

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société sur les cinq derniers exercices ;
- Entretiens avec le Management sur les points suivants :
  - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel,
  - > Présentation et explication des circonstances de la performance historique,
  - > Présentation du plan d'affaires ;
- Evaluation de la Société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie ;
- Analyse du cours des actions et des OCA ;
- Analyse des travaux de l'Etablissement présentateur dans le cadre de l'établissement des éléments d'appréciation des prix d'Offre ;
- Réunions avec le comité ad hoc ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

## 2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

### Groupe Inovalis/Advenis

Rodolphe MANASTERSKI : Directeur Général Délégué d'Advenis

Yoann PINET : Directeur Financier du Groupe Inovalis/Advenis

Lucie RADICI : Directeur Financier Groupe adjoint du Groupe Inovalis/Advenis

Cécile MARAIS : Secrétaire Générale Groupe du Groupe Inovalis/Advenis

Marie-Gabrielle HENRY : Juriste du Groupe Inovalis/Advenis

### Membres du comité Ad hoc

Sandrine FOUGEIROL DU BOULLAY (administrateur indépendant)

Théodora PLAGNARD (administrateur indépendant)

Alain REGNAULT

Joëlle CHAUVIN (administrateur indépendant)

### Les représentants de Kepler Cheuvreux (Etablissement présentateur)

### Les représentants de GATE Avocats (Conseil juridique d'Advenis)

## 3. Informations et documents utilisés

| Documents  | Source                         |
|--|--------------------------------|
| Comptes consolidés d'Advenis                         | Advenis                        |
| Rapports Financiers Annuels d'Advenis                | Advenis                        |
| Comptes semestriels 2020 d'Advenis                   | Advenis                        |
| Plans d'affaires par société                         | Advenis                        |
| Plans d'affaires par UGT d'Advenis                   | Advenis                        |
| Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur | Kepler Cheuvreux               |
| Projet de note en réponse                            | Conseils juridiques            |
| Données de marché (cours de bourse)                  | Bloomberg, Euronext, Refinitiv |
| Analyses de marché                                   | Xerfi, Oliver Wyman, Presse    |
| Lettre de mission contresignée                       | Advenis (présentée en annexe)  |
| Lettres d'affirmation                                | Advenis et Inovalis            |

#### **4. Calendrier de la mission**

- Etablissement d'une lettre de mission : 15 mai 2020.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 15 mai 2020.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement présentateur et rédaction du projet de rapport : du 15 mai au 26 octobre 2020.
- Obtention de lettres d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 26 octobre 2020.

#### **5. Rémunération**

Le montant des honoraires forfaitaires perçus à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 83 500 euros hors taxes.

## 6. Lettre de mission



Paris, le 15 mai 2020,

**Madame Claire Karsenti**  
**Sorgem Evaluation**  
11, rue Leroux  
75116 Paris

**Objet : lettre de mission - expertise indépendante**

Dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les titres de la société Advenis (la « Société ») visant à atteindre le seuil de 90% du capital et des droits de vote et ainsi mettre en œuvre un retrait obligatoire des titres Advenis (l'« Offre »), dont le projet est encore à l'étude par notre actionnaire majoritaire la société Inovalis et qui serait initiée par ce dernier, le Conseil d'administration de la société Advenis sera tenu de nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »).

Le Conseil d'administration de la Société en date du 27 février 2020 a ainsi constitué un Comité ad hoc avec pour mission de suivre cette éventuelle offre et de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux dès lors qu'il serait désigné.

Le Comité ad hoc a recommandé que votre cabinet soit retenu, lors du Conseil d'administration de la Société du 15 mai 2020, sur la base notamment de votre proposition d'intervention détaillée datée du 23 mars 2020.

C'est dans ces conditions que, conformément aux meilleures pratiques en matière de gouvernance, et aux recommandations de l'AMF de désignation de l'expert indépendant « *le plus en amont possible* » d'une offre publique (recommandation AMF n°2006-15 modifiée), le Conseil d'administration de la Société vous a désigné le 15 mai 2020 en qualité d'expert indépendant. Nous sommes donc conduits à vous mandater aux termes de la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité ad hoc et la Société.

### **1. Objectifs de la mission**

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, fera l'objet d'une expertise indépendante et d'une attestation d'équité.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

ADVENIS - Société Anonyme au capital de 4 725 492 euros – 52 rue de Bassano - 75008 Paris - 402 002 687 RCS Paris  
Code APE 6420Z – TVA intracommunautaire FR 89402002687

[www.advenis.com](http://www.advenis.com)

## 2. Calendrier de la mission

Partant de l'hypothèse d'un dépôt d'une offre publique par l'initiateur le 1<sup>er</sup> juin 2020, le calendrier envisagé de l'opération serait le suivant :

| Date                                     | Actions   |
|--|---|
| 15 mai 2020                              | Nomination de l'expert indépendant par le Conseil d'administration                    |
| Semaine du 18 mai 2020                   | Réunion de lancement entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant                   |
| Semaines du 25 mai 2020 et 1er juin 2020 | Réunion(s) intermédiaire(s) entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant            |
| 1er juin 2020                            | <i>Date envisagée pour le dépôt par l'initiateur de la note d'information</i>         |
| 19 juin 2020                             | Réunion de synthèse entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant                    |
| 19 juin 2020                             | Remise par l'expert indépendant de son rapport (attestation d'équité)                 |
| 22 juin 2020                             | Conseil d'administration d'Advenis pour émettre son avis motivé sur le projet d'offre |
| 22 juin 2020                             | Dépôt du projet de note en réponse  |
| 07 juillet 2020                          | Collège de l'AMF  |
| 10 juillet au 23 juillet 2020            | Période d'offre envisagée   |

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai. Il va de soi qu'il pourrait être modifié si l'initiateur ne déposait pas d'offre le 1<sup>er</sup> juin 2020.

Vous nous avez précisé à cet égard que si le calendrier de l'Offre visé ci-dessus devait être décalé, l'évaluation de la Société, dans le cadre de ce nouveau calendrier, menée par vos soins constituerait un prolongement de la présente mission.

## 3. Cadre réglementaire de votre mission

Les modifications du règlement général de l'AMF ont été publiées au Journal officiel du 7 février 2020. L'instruction DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, l'instruction DOC-2006-08 sur l'expertise indépendante et la recommandation DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante ont également été amendées.

Il conviendra en conséquence que vos diligences soient effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF modifié, en vigueur depuis le 8 février 2020 et des instructions et recommandations susvisées dans leurs versions modifiées du 10 février 2020.

#### **4. Méthodologie envisagée**

L'évaluation de la Société sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

Vous nous avez indiqué qu'à ce stade vous envisagez :

- > que les méthodes d'évaluation suivantes pourraient être appliquées : l'actualisation de flux de trésorerie futurs conduite à partir du plan d'affaires établi par le management, lequel aura été actualisé à partir des informations disponibles à fin avril 2020 ;
- > éventuellement complétée par deux approches analogiques (multiples de comparables boursiers et/ou de transactions comparables).

Et que vous analyseriez aussi différentes références de valeurs (cours de bourse, actif net consolidé notamment).

La Société s'engage à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de vos diligences.

#### **5. Indépendance - Conflits d'intérêts**

Vous nous avez indiqué que Madame Claire Karsenti et le cabinet Sorgem Evaluation sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt ou d'absence d'indépendance visées à l'article 1 « désignation et indépendance de l'expert » de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que, Sorgem Evaluation, comme ses associés et ses collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

**6. Approche de la mission**

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- Des entretiens avec le management de la Société ;
- Des entretiens réguliers avec le Comité ad hoc dont les principales étapes sont proposées dans le calendrier de l'opération sus mentionné au 2) de la présente lettre de mission ;
- La prise de connaissance et l'analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'analyse des éléments prévisionnels de la société (budget et plan d'affaires) ;
- L'évaluation de la Société en application de la réglementation de l'AMF (approche multicritères et caractère équitable du prix dans la perspective d'un retrait obligatoire) ;
- La rédaction de votre rapport ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Chère Madame, à l'expression de nos salutations distinguées



**Rodolphe MANASTERSKI**  
Directeur Général Délégué

Bon pour accord  
C. Karaki