



ORIGINAL

Yves-Alain ACH
31 rue du théâtre
75 015 Paris

ADUX

SOCIETE ANONYME AU CAPITAL DE 4.329.132 EUROS

R.C.S. PARIS 418 093 761

6, PLACE DU COLONEL BOURGOIN

75 012 PARIS

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

SUR LA REMUNERATION DES APPORTS DES TITRES DE LA SOCIETE QUANTUM S.A.S

APPORTÉS PAR LA SOCIETE OBAKE S.A.S.U.,

À LA SOCIETE ADUX S.A.

(ARTICLE L. 225-147 ET LES ARTICLES R. 225-7, R.225-8 ET R. 225-136 DU CODE DE COMMERCE)

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS
SUR LA REMUNERATION DES TITRES DE LA SOCIETE QUANTUM S.A.S.
APPORTES PAR LA SOCIETE OBAKE S.A.S.U.,
À LA SOCIETE ADUX S.A..**

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 14 juin 2018 (n° RG 2018031678), concernant l'opération d'apport de titres de la société Quantum, société par actions simplifiée, 6 place du colonel Bourgoin 75012 Paris, RCS Paris 802 782 136, par la société Obake S.A.S.U., société par actions simplifiée unipersonnelle, 51 rue du Commandant l'Herminier – 94 240 L'Hay les Roses, RCS Créteil 833 170 715 nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport, étant précisé que ce rapport est établi conformément à la recommandation de l'Autorité des Marchés Financiers.

Notre appréciation de la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports a été arrêtée dans le projet de traité d'apport par les parties concernées. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission, cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pas pour objectif, ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications particulières concernant le respect du droit des sociétés.

En particulier, elle ne saurait être assimilée à une mission d'investigation effectuée par un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Ainsi, notre rapport ne s'inscrit que dans le cadre strict de notre mission et ne saurait être utilisé dans un autre contexte.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous présentons nos constatations et conclusions selon le plan suivant :

1. Une présentation de l'opération et la description des apports,
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.1. Contexte général et objectifs de l'opération

L'opération d'apport envisagée s'inscrit dans le cadre de la cession et de l'apport d'actions de la société Quantum détenue par la société Obake S.A.S.U.. A la suite de discussions intervenues entre les Parties la société Obake S.A.S.U. et la société AdUX S.A., les parties ont convenues que :

-
- la société Obake S.A.S.U. cède à la société AdUX S.A., 1 565 actions qu'elle détient dans la société, soit 3,13% du capital social et des droits de vote de la Société et ce, conformément aux termes et conditions d'un contrat de cession d'actions conclu séparément entre les Parties,

 - la société Obake S.A.S.U. apporte à la société AdUX S.A., 7 935 actions qu'elle détient dans la société soit 15,87% du capital social et des droits de vote de la société ce, conformément aux termes et conditions prévus au projet de contrat d'apport.

1.2. Présentation des parties concernées et liens capitalistiques

1.2.1 La société bénéficiaire AdUX S.A.

La société bénéficiaire des apports est la société AdUX, société anonyme au capital de 4.329.132 euros immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 418 093 761, dont le siège social est situé 6 place du Colonel Bourgoin 75012 Paris.

La société Adux S.A. a principalement pour objet social : la conception, la réalisation, le développement, la production, l'édition et la commercialisation de tous les programmes, médias et espaces publicitaires, ainsi que leur diffusion, la fourniture de toutes prestations de services se rapportant aux techniques de communication sur tous supports (notamment médias et audiovisuels) et à la publicité, et généralement, toutes opérations commerciales, industrielles, financières, mobilières ou immobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet social ou à tous objets similaires ou connexes.

1.2.2 La société objet de l'apport Quantum

La société dont les titres sont apportés est la société Quantum, société par actions simplifiée de droit français, 51 rue du Commandant l'Herminier – 94 240 L'Hay les Roses, RCS Paris 833 170 715, le capital de la société s'élève à 50 000 € et est représenté par 50 000 actions d'une valeur nominale de 1 € chacune.

La société Quantum S.A.S a principalement pour objet social : la conception et la diffusion de publicités dans les journaux et leur périodique, à la radio et à la télévision, sur internet et autres médias, la conception et la diffusion de publicités, la distribution de prospectus et d'échantillons publicitaires, la création de stands et sites d'affichages, la réalisation de campagne de marketing et d'autres services publicitaires incluant, la promotion de produits, le marketing dans les points de vente, le publipostage, le conseil marketing. Ainsi que la gestion, utilisation, la commercialisation, le développement de solutions techniques de diffusion publicitaire.

1.2.3 La société apporteuse Obake S.A.S.U.

La société apporteuse est la société Obake, société par actions simplifiée unipersonnelle de droit français, 51 rue du Commandant l'Herminier – 94 240 L'Hay les Roses, RCS Créteil 833 170 715 au capital de 1.100 500 €, et est représentée par Monsieur Mickaël Ferreira en sa qualité de Président.

La société Obake S.A.S.U. a principalement pour objet social, une activité de holding consistant en la détention et la gestion de participations, avec la possibilité de fournir aux sociétés détenues un support administratif, et l'achat et la vente, la prise de bail, la location, la gérance et la participation directe et indirecte à toutes entreprises.

1.2.4 Lien capitalistique entre les sociétés

Le capital de la Société Quantum S.A.S. s'élève à 50.000 € est répartie à date de l'opération comme suit :

ACTIONNAIRES	NOMBRE D'ACTIONS DETENUES	POURCENTAGE DU CAPITAL SOCIAL DE LA SOCIETE
AdUX	40 500	81%
OBAKE	9 500	19%
TOTAL	50 000	100%

1.2.5 Liens entre les sociétés et les parties

La société Obake S.A.S.U. est une société par actions simplifiée unipersonnelle de droit français dont Monsieur Mickaël Ferreira est l'actionnaire et le Président. Monsieur Mickaël Ferreira est en outre Président de Quantum S.A.S.. La société AdUX S.A. détient avant l'opération 81% de la société Quantum S.A.S. et Monsieur Cyril Zimmermann en est le Président Directeur Général de la société AdUX S.A..

1.3. Description de l'opération d'apport

Les modalités de réalisation de l'apport sont exposées, de façon détaillée, dans le projet de traité d'apport que nous résumons comme suit.

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature tel que défini par les dispositions de l'article L.225-147 du code de commerce.

Sur le plan fiscal l'apport prendra effet à la date de réalisation de l'opération. L'apporteur et le bénéficiaire s'engagent chacun en ce qui les concerne à se conformer à toutes les dispositions légales en vigueur, en ce qui concerne les déclarations à établir pour le paiement de tout impôt ou taxe résultant de la réalisation définitive de l'apport.

L'opération est par ailleurs placée sous le régime prévu par l'article 810-I du code général des impôts pour les droits d'enregistrement.

L'Apporteur déclare dans le projet du contrat d'apport qu'il peut être valablement procédé à cet apport, dans la mesure où aucun agrément n'est requis par les statuts au titre des apports d'actions entre actionnaires.

Il est prévu que l'apport prenne effet le 9 août 2018, date à laquelle le conseil d'administration, ou, le cas échéant, du Président Directeur Général agissant sur délégation de pouvoirs du conseil d'administration, constatera la réalisation de l'augmentation de capital, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives.

Dans l'intervalle, l'apporteur s'engage à ne prendre aucun engagement susceptible d'affecter de quelque manière que ce soit les actions apportées qu'il détient, sans l'accord préalable et écrit du bénéficiaire.

1.3.2. Opération directement liée à l'opération d'apport des titres de la société Quantum S.A.S.

L'opération d'apport de titres de la société Quantum s'inscrit dans une opération globale dont les principales étapes sont les suivantes :

- la société Obake S.A.S.U. souhaite céder au bénéficiaire, la société AdUX S.A., 1 565 actions qu'elle détient dans la société Quantum S.A.S., soit 3,13% du capital social et des droits de vote de la société conformément aux termes et conditions du contrat de cession d'actions conclu séparément entre les parties,
- la société Obake S.A.S.U. apporte à la société AdUX S.A., 7 935 actions qu'elle détient dans la société, soit 15,87% du capital social et des droits de vote de la société conformément aux termes et conditions prévus au projet du contrat d'apport.

1.3.3. Les conditions suspensives

La réalisation de l'apport est soumise à l'accomplissement des conditions suspensives suivantes, sachant que l'apport, ainsi que l'émission des actions en rémunération de l'apport, ne deviendront définitifs qu'à compter du jour où la dernière des conditions suspensives aura été levée.

Les conditions suspensives retenues par les parties sont les suivantes :

-
- établissement et remise par le commissaire aux apports au bénéficiaire, d'un rapport appréciant la valeur de l'apport conformément à l'article L. 225-147, alinéa 2 du Code de commerce ainsi que la rémunération de l'apport conformément à la position-recommandation AMF N° 2011-11,
 - décision du conseil d'administration du bénéficiaire approuvant le présent contrat,
 - l'évaluation de l'apport et sa rémunération,
 - l'émission des actions en rémunération de l'apport.

Le projet de traité d'apport prévoit que chacune des parties, pour ce qui la concerne, s'engage, dès la signature du contrat d'apport, à entreprendre toute démarche ou action en vue de la levée des conditions suspensives. En cas de non-réalisation des conditions suspensives au plus tard le 31 décembre 2018 et sauf accord écrit entre les parties, le contrat d'apport sera caduc et celui-ci sera alors réputé ne pas avoir été conclu et les parties seront déliées de tout engagement au titre du contrat d'apport, sans indemnité de part ni d'autre.

1.4. Présentation des apports

1.4.1. Méthode d'évaluation retenue

L'Apport a été valorisé par les parties dans le projet de traité d'apport à un montant global de 1.014.300 € pour l'ensemble des actions apportées. La Valeur de l'Apport a été arrêtée sur la base des derniers comptes arrêtés de la société au 31 décembre 2017 et en considération de travaux d'évaluation menés par le cabinet MT Conseil, société à responsabilité unipersonnelle, dont le siège social est sis 20 rue de l'Ourcq – 75 019 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 813 996 766, expert évaluateur choisi pour l'évaluation de la société Quantum S.A.S. La méthode retenue par les parties à pour base les Discounted Cash Flow. De plus, la société est d'ores et déjà une filiale consolidée du Groupe AdUX, la valeur de la société s'inscrit dans la fourchette du

ponds que représente la société dans l'activité du Groupe AdUX pour les estimations effectuées pour les exercices 2019 à 2021.

1.4.2. Description des apports

La société Obake S.A.S.U. envisage de procéder à l'apport de titres de la société Quantum S.A.S. au bénéfice de la société AdUX S.A. Cet apport porterait sur 7 935 actions détenues par la société OBAKE S.A.S.U., ce qui représente 15,87 % du capital et des droits de vote de la société Quantum. Aux termes du projet de traité d'apport les titres de la société Quantum seront apportés pour une valeur de 1 014 300 €.

1.4.3. Rémunération par des titres du Bénéficiaire

En rémunération de l'apport des actions apportées, le bénéficiaire la société AdUX S.A. attribuera à l'apporteur, la société Obake S.A.S.U., à la date de réalisation, l'intégralité des actions en rémunération de l'apport, lesquelles seront émises au pair, inscrites dans les comptes titres de l'apporteur, La société Obake S.A.S.U. recevra 210.000 actions de la société AdUX S.A. correspondant à 6,78% du capital social de la société AdUX S.A. post-opération.

Les actions en rémunération de l'apport qui seront émises en rémunération de l'apport auront, à compter de la date de réalisation, les mêmes droits que les anciennes actions AdUX S.A.. En conséquence, elles seront entièrement assimilées aux actions anciennes de même catégorie composant le capital social actuel du bénéficiaire, jouiront des mêmes droits et supporteront les mêmes charges, notamment toutes retenues d'impôt, de sorte que toutes les actions de même nature et catégorie, sans distinction, donneront droit au paiement de la même somme nette lors de toutes répartitions ou de tous remboursements effectués pendant la durée du bénéficiaire ou lors de sa liquidation. Cette opération doit permettre d'ancrer la société Quantum au groupe AdUX, afin de stimuler les relations entre la société Quantum (Native advertising) et les deux autres lignes de business du Groupe AdMoove (Drive to Store) et AdPulse (Social Marketing) dans la mesure où les services sont connexes (Publicité digitale) et les clients communs. A l'issue de l'Opération, Cyril

Zimmermann, Président Directeur Général d'AdUX S.A. devrait être nommé Président de Quantum afin d'accélérer la mise en œuvre des synergies évoquées ci-dessus.

2. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES A L'APPORT ET AUX ACTIONS DE LA SOCIETE BENEFICIAIRE

2.1 Diligences mises en œuvre par le commissaire aux apports

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon la doctrine de la Compagnie nationale des Commissaires aux Comptes. Ces diligences ne correspondent ni à un audit, ni à un examen limité. Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport. Il ne nous appartient pas de suivre les éléments, faits et circonstances postérieures à celle-ci.

En particulier, nous avons :

- rencontré les personnes en charge de la réalisation de l'opération, sous les aspects juridiques et financiers,
- pris connaissance du projet de traité d'apport,
- pris connaissance de l'ensemble des conditions de l'opération et des motivations ayant conduit à la détermination des modalités opérationnelles et financières retenues par les parties, et notamment :
 - o des modalités de détermination de la valeur des apports,
 - o des critères de détermination de la valeur des apports et leur motivation,
- analyser la pertinence des critères de détermination des valeurs relatives,
- analysé le cours de bourse d'AdUX S.A. ainsi que les notes d'analystes et leur consensus afin d'apprécier la pertinence du critère du cours de bourse
- mené des analyses complémentaires et multicritères en vue d'apprécier les valeurs relatives et la rémunération des apports qui en découle.

Nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaire dans le cadre de l'appréciation de l'équité de la rémunération de l'apport au regard de notre appréciation de la pertinence des valeurs relatives.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part de l'apporteur et de la bénéficiaire des apports sur les éléments significatifs utilisés dans le cadre de la mission.

Par ailleurs, nous avons utilisé les travaux effectués dans le cadre de notre rapport de commissaire aux apports sur la valeur des apports.

2.2 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire des apports par les parties

2.2.1 Valorisation de l'apport de titres de la société Quantum S.A.S.

a) Critères d'évaluation retenu par les parties

La valeur d'apport retenue, qui est de 1 014 300 €, a été déterminée par les parties sur la base des travaux d'évaluation menés par le cabinet MT Conseil, expert évaluateur choisi pour l'évaluation de la société Quantum S.A.S. Ainsi la méthode retenue par les parties a pour base les Discounted Cash Flow. La valeur retenue a été déterminée par les parties en valeur réelle sur la base des Discounted Cash Flow pour la période 2018 à 2021.

b) Critères d'évaluation écartés par les parties

Les parties n'ont pas retenu d'autre critère pour la détermination de la valeur relative des titres apportés, que la valeur définie et déterminée selon les principes exposés ci-avant. Les méthodes de valorisation écartées par la société sont les suivantes :

- actif net comptable,
- méthode des transactions comparables, aucun échantillon significatif n'a pu être déterminé,

-
- comparaison boursière, les principaux concurrents de Quantum ne sont pas cotés.

2.2.3. Valeur attribuée aux actions AdUX S.A.

a) Critères d'évaluation retenus par les parties :

Compte tenu de l'activité de la société AdUX S.A., de ces développements commerciaux nationaux et internationaux les critères et approches d'évaluation en lien avec les discounted cash flow ont été retenus par la direction de la société. Ainsi la méthode retenue par les parties a pour base les Discounted Cash Flow pour la période 2019 à 2021. La direction de la société AdUX S.A. estime en conséquence que le Discounted Cash Flow est représentatif de la valeur réelle de la société et de la valeur relative à utiliser pour la rémunération des apports.

Sur la base de la valeur d'apport 1 014 300 euros et d'un nombre d'actions AdUX S.A. à émettre estimée dans le projet de traité d'apport à 210 000 actions, la valeur implicite de l'action AdUX S.A. retenue par les parties est de 4.83 €.

b) Critères d'évaluation écartés

Du fait des caractéristiques de la société AdUX S.A. spécifié dans le traité d'apport, les méthodes suivantes ne trouvent pas d'application pertinente au regard de la direction de la société :

- Transactions comparables, il n'a pas été identifié de transactions présentant des paramètres suffisamment proches pour retenir cette approche,
- Approches boursières, cette méthode a été écartée au vu de la volatilité du titre AdUX S.A..

2.2.4. Poids relatifs et parité d'échange

Les parties ont fixé dans le projet de traité d'apport que la rémunération résulte d'une négociation entre l'apporteur et le bénéficiaire de l'apport et que le rapport d'échange se situe dans une fourchette en lien avec le poids que représente Quantum S.A.S. dans l'activité du Groupe AdUX et sur une estimation effectuée pour les exercices 2019 à 2021.

Le résultat de la négociation est conforté par les analyses basées sur la méthode des discounted cash-flow, méthode retenue par les parties comme la plus pertinente pour juger de l'équité de la rémunération de l'apport.

Il ressort des approches retenues par les parties, les poids relatifs et les parités de rémunération suivantes en lien avec le nombre d'actions à émettre par AdUX S.A.:

Poids relatif	d'après le projet de traité d'apport
	Actions Quantum S.A.S. détenues avant l'opération d'apport 81 %
	Actions Quantum S.A.S détenues après l'opération d'apport 100%
	Actions AdUX S.A. obtenues en échange des actions Quantum apportées 6,78 % du capital social de la société Adux S.A. post opération.

Note : Les poids relatifs sont appréciés au cours issu du traité d'apport (4.83 € pour une action AdUX S.A.).

En vue d'apprécier l'équité de la rémunération de l'apport, nous avons apprécié ci-après les approches et les valeurs retenues par les parties.

2.3 Appréciation des méthodes retenues par les parties pour la détermination des valeurs relatives

2.3.1. Valeur réelle des titres apportés

- A partir du rapport de l'expert évaluateur MT Conseil

La valeur des titres apportés de la société Quantum est estimée par l'expert évaluateur MT Conseil à partir des discounted cash-flows de la société pour la période 2018 à 2021 à hauteur de 6 745 K€ pour 50 000 actions. Soit une valeur de 1 070 431 € pour 7 935 actions et pour l'équivalent de 15,87% de la société Quantum, soit 134,89 € par actions.

- A partir du traité d'apport d'actions du 13 juillet 2018 entre Monsieur Mickaël Ferreira et la société Obake S.A.S.U.

Ce traité d'apport prévoit l'apport de 9 500 actions détenues par Monsieur Mickaël Ferreira à destination de la société Obake S.A.S.U. Ces actions ont été apportées par Monsieur Mickaël Ferreira et évaluées par les parties dans le cadre de cette opération à hauteur de 1 100 000 €, soit une valeur de l'action apportée 115,78 €.

- A partir du projet de la convention de cession d'actions entre les sociétés Obake S.A.S.U. et AdUx S.A.

Cette convention prévoit la cession des actions libres et quittes de toutes charges et avec tous les droits qui y sont attachés, y compris le droit aux dividendes relatif à l'exercice social en cours ainsi qu'à ceux des exercices sociaux futurs, pour prix de cession accepté et payé en numéraire par les parties égal à 200 000 €, soit 127,80 € par action. Cette convention concerne la cession de 1 565 actions Quantum S.A.S. détenues par la société Obake S.A.S.U. à destination de la société AdUX S.A.

Pour apprécier le caractère pertinent de ces approches d'évaluation des titres de la société Quantum S.A.S, il est nécessaire de mener une analyse globale de l'opération. La méthode des discounted cash-flow est retenue dans le projet de traité d'apport par les parties pour cette opération d'apport. Ainsi la base de la valeur réelle repose sur le résultat net de la société retraité des dotations aux amortissements et provisions nets et de la variation du besoin en fond de roulement et des plus ou moins-value sur cession d'actifs de la société. De plus les actions Quantum S.A.S. apportées et convertis en capital de la société AdUX S.A. sont le reflet des synergies définitivement attendues et de la valeur fixée pour ce rapprochement.

Nous sommes d'avis que la méthode des discounted cash-flow à la date de l'opération d'apport est représentative de la valeur réelle des titres de la cette société.

2.3.2. Valeur réelle des actions AdUX S.A.: revue de l'approche par les discounted cash-flow, critère retenu par les parties

Cette approche est estimée pertinente par la Direction pour refléter la juste valeur d'AdUX S.A.. Nous avons en conséquence analysé les Discounted Cash-Flow pour la période 2019 à 2021 de la société sous différents angles afin de nous assurer de la pertinence de ce critère retenu par les parties pour déterminer le rapport d'échange.

Analyse des discounted cash flows

Cette méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie à pour base un plan prévisionnel des free cash-flows établis par le management du groupe AdUX sur la période 2019 à 2021. Cette méthode est traditionnellement considérée comme la plus adaptée à l'évaluation d'une activité dans la mesure où elle permet de tenir compte de ses caractéristiques propres (potentiel de développement et niveaux de marges notamment).

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité et de son endettement net à la date d'évaluation. Les flux sont actualisés à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon des prévisions. Cette valeur terminale est obtenue en actualisant à l'infini un flux de trésorerie jugé normatif en fin de période de prévisions et tenant compte d'un taux de croissance perpétuel arrêté en fonction des prévisions d'inflation.

Afin de déterminer la valeur des capitaux propres, la valeur d'entreprise ainsi obtenue est corrigée de l'endettement financier de la société évaluée et des actifs et passifs non pris en compte dans les flux d'exploitation.

Nous avons pris connaissance des hypothèses structurantes du Plan prévisionnel de l'activité attachée au développement de l'activité de AdUX S.A. Il convient de préciser que tout « Plan prévisionnel » est basé sur des données prévisionnelles, qui, par nature, présentent des éléments d'incertitude, renforcés dans la période actuelle de mutation de l'économie et la transformation des activités. Cependant, la valeur ainsi obtenue à partir de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ne vient pas remettre en cause la valeur des titres apportés.

Nos analyses et sous les précisions ci-dessus ne remettent pas en cause les valeurs relatives retenues par les parties et nous n'avons pas d'autre commentaire à formuler sur cette référence.

Nous sommes d'avis que l'approche concomitante ayant pour base la méthode des discounted cash-flow menée par les sociétés à la date de l'opération d'apport sont représentatifs de la valeur des titres de la cette société.

2.3.3. Approches complémentaires introduites par les commissaires aux apports

Afin de confirmer la pertinence de la valeur relative d'AdUX S.A. qui sera déterminée par les parties par une estimation basée sur les discounted cash-flow, nous avons mis en œuvre d'autres approches.

a) Approche par les cours cibles d'analystes.

Le titre AdUX S.A. est suivi par plusieurs analystes, nous avons pris connaissance de trois rapports d'analyste concernant l'action AdUX S.A.. Il en ressort que le consensus des analystes surpasse le cours moyen pondéré de l'action AdUX S.A. et qu'il existe un écart type important entre les différents analystes.

L'analyse des consensus d'analystes du mois de mai 2018 montre que la cotation du titre est décotée par rapport à leurs prévisions.

	Analyste 1	Analyste 2	Analystes 3	Moyenne des objectifs
Objectifs des Analystes Mai 2018	7,30 €	5,40 €	8,53 €	7,07 €
AdUX cours du 3 mai 2018	5,10€	5,10 €	5,10 €	5,10 €
Ecart (en valeur)	2,20 €	0,30 €	3,43 €	1,97 €
Ecart (en %)	43,13%	5,88%	67,25%	38,62%

Il ressort de ces informations que les cours cibles d'analystes ne nous paraissent pas constituer une approche de détermination de la valeur relative pertinente pour apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports. Cependant, l'approche des analystes laisse entrevoir une évolution positive des cours à moyen terme (6 à 12 mois) ainsi les cours cibles d'analystes tendent à confirmer une corrélation entre la valeur déterminée par les parties et les objectifs attendus, ce qui peut constituer une approche pertinente de la valeur réelle.

b) Approche par les cours de bourse.

Nous avons analysé les cours de bourse de la société sous différents angles afin de nous assurer de la pertinence des valeurs retenues par les parties pour déterminer le rapport d'échange.

Nous avons retenu deux dates de référence pour cette analyse :

- le 4 mai 2017, dans la mesure où l'assemblée générale mixte des actionnaires a dans sa dix-neuvième résolution du 4 mai 2017, autorisé le conseil d'administration de procéder à des augmentation de capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital de la société avec suppression du droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital,
- le 30 juin 2018, dans d'évaluation semestriel des cours de bourse, précédant l'opération d'apport en cours.

L'analyse du cours de bourse est présentée dans les tableaux suivants :

- Moyenne pondérée des cours au 4 mai 2017

Date de référence	4 mai 2017
SPOT	9,77€
Moyenne Pondérée 1 mois	10,13€
Moyenne Pondérée 3 mois	9,67€
Moyenne Pondérée 6 mois	8,52 €
Moyenne Pondérée 12 mois	7,08 €
(+) Haut 12 mois	12,05€
(+) Bas 12 mois	4,02 €

Ce récapitulatif montre que le cours de bourse au plus bas d'AdUX S.A. sur les 12 derniers mois précédant le 4 mai 2017 est porté à 4,02 €. Par ailleurs la moyenne pondérée ressort à 7,08 € sur 12 mois au 4 mai 2017.

- Moyenne pondérée des cours au 30 juin 2018

Date de référence	30 juin 2018
SPOT	8,9 €
Moyenne Pondérée 1 mois	3,94€
Moyenne Pondérée 3 mois	4,36€
Moyenne Pondérée 6 mois	4,61 €
Moyenne Pondérée 12 mois	5,45 €
(+) Haut 12 mois	9,14 €
(+) Bas 12 mois	3,76 €

Ce récapitulatif montre que le cours de bourse au plus bas d'AdUX S.A. sur les 12 derniers mois précédant le 30 juin 2018 est porté à 3,76 €. Par ailleurs la moyenne pondérée sur 12 mois ressort à 5,45 € au 30 juin 2018.

Ce constat montre que le cours le plus bas qui peut être atteint sur 12 mois par l'action AdUX S.A. se trouve dans une fourchette de 4,02 € à 3,76 € et que les moyennes pondérées

sur 12 mois se tiennent dans une fourchette de 7,08 € au 4 mai 2017 à 5,45 € au 30 juin 2018

Ce constat tient lieu d'information sur la cohérence d'ensemble de la valeur retenue par les parties afin de conforter la pertinence de la valeur retenue par les parties. Les fortes variations de cours conduisent à s'interroger sur la pertinence du critère du cours de bourse pour apprécier l'équité de la rémunération des apports. Pour autant le cours de bourse le plus bas qui ressort de l'analyse ci-dessus se tient sur deux années et deux périodes quasi symétriques entre 4,02 € à 3,76 €. Sachant que les analystes envisagent au mois de mai 2018, une progression significative du cours de bourse sur une période à court terme, avec un écart en valeur sur cette période de 1,97 €. En revanche les analystes ont été conduits à revoir à la baisse leurs objectifs de cours des titres AdUX S.A. d'une période sur l'autre, dans une fourchette de variation de (3,76%) à (2,66%).

L'analyse précédente conduit à constater une forte volatilité du cours boursier de l'action AdUX S.A. et une tendance baissière des objectifs de cours fixés par les analystes. A titre d'information le cours de clôture de l'action AdUX S.A. au 24 juillet 2018 est de 4 €. De plus la valeur boursière de l'action AdUX S.A. n'est pas retenue par les parties et les parties considèrent que la valeur retenue à partir des discounted cash-flow est représentative de sa juste valeur compte tenu de l'accord intervenu entre les parties.

c) Approche intrinsèque

Il a également été mis en œuvre la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base du Plan prévisionnel communiqué par les parties et établi par le management du groupe AdUX sur la période 2019-2021.

Cette méthode est traditionnellement considérée comme la plus adaptée à l'évaluation d'une activité dans la mesure où elle permet de tenir compte de ses caractéristiques propres (potentiel de développement et niveaux de marges notamment). Nous avons pris connaissance des hypothèses structurantes du plan prévisionnel. Il convient de préciser que

tout « Plan prévisionnel » est basé sur des données prévisionnelles, qui, par nature, présentent des éléments d'incertitude, renforcés par la période de mutation et de transformation des entreprises. Cependant, la valeur ainsi obtenue à partir de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ne vient pas remettre en cause la valeur des titres apportés.

B. Conclusion de nos analyses complémentaires sur l'appréciation de la pertinence de la valeur relative d'AdUX S.A.

Nos analyses complémentaires permettent de confirmer la volatilité du cours des actions de la société AdUX S.A. et que les discounted cash-flow appliqués à partir du plan prévisionnel communiqué par le management est un critère d'approche de la juste valeur de la société AdUX S.A.

2.4. Appréciation des valeurs relatives retenues

2.4.1. Valeur relative retenue de l'apport

Eu égard aux analyses menées précédemment, la valeur relative de l'apport de 1 014 300 euros n'appelle pas de commentaire particulier.

2.4.2. Valeur relative retenue d'AdUX S.A.

La valeur unitaire des actions AdUX S.A. émises en rémunération de l'apport est fixée à 4,83 €. Eu égard aux analyses menées précédemment et sous les commentaires ci-dessus la valeur relative retenue par les parties n'appelle pas de commentaires particuliers.

En conséquence, nous sommes d'avis que l'appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée doit tenir compte des éléments qui ont orienté la libre négociation des parties concourant à arrêter l'octroi d'un nombre d'actions à l'apporteur équivalent à la quote-part de capital d'AdUX S.A. de 210 000 actions équivalentes à 6,78% du capital de la société AdUX S.A. post-opération.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION PROPOSEE

La quote-part de capital attribuée à OBAKE S.A.S.U. en rémunération de l'apport des titres de la société Quantum S.A.S est issue d'une libre négociation des parties dans le cadre de l'opération et des synergies antérieures développées entre les sociétés et d'une estimation des valeurs basée sur les plans prévisionnels 2018/2021 de la société.

En vue d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée, nous avons effectué les diligences visant à apprécier si la quote-part de capital qui serait attribuée à l'apporteur est représentative d'un partage équitable de la valeur estimée de la société Quantum S.A.S au regard des usages observés dans ce type d'opération de rapprochement à 100% d'activité essentielles pour la société mère.

3.1. Synergies de l'opération pour les parties

Cette opération est initiée par la perception de synergies profitables aux deux parties avec des prises de risques similaires et connues des parties à l'opération du fait de leur expérience des sociétés concernés et des métiers développés. L'opération d'apport des titres de la société Quantum S.A.S. à AdUX S.A. est la dernière étape d'une opération globale de rapprochement entre ces deux acteurs spécialisés dans les activités de native advertising.

Pour appréhender les modalités d'évaluation, il est nécessaire d'identifier la particularité de l'activité de la société. La native advertising est un format de publicité développé spécifiquement par la société Quantum. Il s'agit d'une forme de publicité non intrusive qui s'intègre directement au média sur lequel elle est affichée. Ainsi, une publicité native sur une page web cherchera à imiter notamment sa chartre graphique, sa police et sa taille. La société Quantum S.A.S a développé une plateforme qui permet de gérer ces formats et cette approche sur mesure. Ainsi la plateforme permet de gérer de façon automatisée et standardisée la conception, la vente et la diffusion des objets publicitaires qui vont s'afficher sur chaque média online.

3.2. Analyse de la création de valeur

La société Quantum S.A.S. vient compléter l'offre commerciale de la société AdUX S.A. et représente pour les années 2019 à 2021 plus de 60% de l'Ebitda du groupe alors que Quantum S.A.S. dans le cadre de cette opération représente 35,70 % de la valeur de AdUX S.A. Cette opération s'est placée dans le cadre de la libre négociation des parties qui ont été guidées par leur volonté de développer des projets communs sur les bases exposées ci-dessus.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération des titres Quantum, apportés par la société Obake S.A.S.U, arrêtée par les parties et conduisant à l'attribution de 210 000 actions de la société AdUX S.A, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 26 juillet 2018

Yves Alain ACH
Commissaire aux Apports

