

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE OSMOZIS

INITIEE PAR

PASSMAN CORP

PRESENTEE PAR



BANQUE PRESENTATRICE ET GARANTE



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 11 juin 2024 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

**CETTE OFFRE ET LE PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Avis important

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

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre faisant l'objet du présent Projet de Note en Réponse, le nombre d'actions Osmozis non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par Osmozis) ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'Osmozis, Passman Corp a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Osmozis non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre (soit 15 euros par action Osmozis), nette de tous frais.

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société OS MOZIS (www.osmozis-bourse.com) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société

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

OSMOZIS, sis 7, avenue de l'Europe, 34830 Clapiers, France.

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

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES.....	3
1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	7
1.1. Présentation de l'Offre	7
1.2. Motifs et contexte de l'Offre	9
1.2.1. Présentation de l'Initiateur	9
1.2.2. Motifs de l'Offre	10
1.2.3. Acquisition des Blocs par l'Initiateur	10
1.2.4. Conclusion d'un accord de soutien à l'Offre avec la Société	13
1.2.5. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société	13
1.2.6. Autorisations réglementaires	13
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre.....	14
1.3.1. Termes de l'Offre	14
1.3.2. Modalités de dépôt de l'Offre	14
1.3.3. Nombre et nature des instruments visés par l'Offre	15
1.3.3.1. Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE)	16
1.3.3.2. Actions gratuites	16
1.3.4. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth.....	17
1.3.5. Fusion - réorganisation juridique	17
1.4. Procédure et calendrier de l'Offre	17
1.4.1. Calendrier indicatif de l'Offre.....	17
1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	18
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE OSMOZIS ET INTENTIONS.....	20
2.1. Avis motivé du conseil d'administration	20
2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Osmozis.....	27
2.3. Avis du comité social et économique.....	28
2.4. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues	28
3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	28
3.1. Réinvestissement.....	28
3.2. Pacte d'Actionnaires	29
3.2.1. Gouvernance.....	29
3.2.2. Transferts de titres Passman Top.....	30
3.3. Engagement d'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise et d'apport à l'Offre des actions sous-jacentes	30
3.4. Accords de liquidité	30
3.5. Convention de prestation de services	31

4.	ÉLÉMENTS CONCERNANT OSMOZIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	32
4.1.	Structure du capital de la Société.....	32
4.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de Osmozis ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres	32
4.3.	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	33
4.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	33
4.3.2.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Osmozis (article L. 233-11 du code de commerce).....	33
4.4.	Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Osmozis.....	34
4.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	34
4.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	34
4.7.	Accords entre actionnaires dont Osmozis a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	34
4.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	34
4.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	34
4.8.2.	Règles applicables à la modification des statuts.....	36
4.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres.....	37
4.10.	Accords conclus par Osmozis qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Osmozis ou en cas de radiation de Osmozis de la cote.....	38
4.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	38
4.12.	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre.....	38
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	38
6.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	38
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	39
	ANNEXE I - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	40
1 -	Présentation de l'opération et du contexte.....	6
1.1 -	Présentation des parties concernées par l'opération.....	6

1.1.1 -	Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2 -	Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.2 -	Contexte et opération envisagée	24
1.2.1 -	Contexte et motifs de l'opération	24
1.2.2 -	Termes de l'Offre	26
2 -	Présentation de l'expert indépendant.....	27
2.1 -	Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global.....	27
2.1.1 -	Présentation générale	27
2.1.2 -	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	27
2.2 -	Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	28
2.3 -	Déclaration d'indépendance	29
2.4 -	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	29
2.5 -	Rémunération.....	29
2.6 -	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	29
2.6.1 -	Programme de travail.....	29
2.6.2 -	Calendrier de l'étude.....	31
2.6.3 -	Liste des personnes rencontrées	31
2.6.4 -	Informations utilisées	32
2.6.5 -	Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante	34
3 -	Eléments d'appréciation du prix proposé.....	36
3.1 -	Données structurant l'évaluation	36
3.1.1 -	Structure du capital et nombre d'actions	36
3.1.2 -	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	37
3.1.3 -	Plan d'affaires.....	38
3.2 -	Méthodes d'évaluation écartées.....	39
3.2.1 -	Référence à l'actif net comptable (ANC)	39
3.2.2 -	Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	40
3.2.3 -	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	40
3.2.4 -	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	40
3.3 -	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	41
3.3.1 -	Référence aux transactions récentes et en cours de réalisation sur le capital de la Société	41
3.3.2 -	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.....	45
3.3.3 -	Référence au cours de bourse.....	52
3.4 -	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif.....	55
3.4.1 -	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	56

3.4.2 -	Méthode des transactions comparables.....	60
4 -	Analyse des éléments d’appréciation du prix d’Offre de l’établissement présentateur...	63
4.1 -	Méthodes d’évaluation écartées :.....	63
4.2 -	Méthodes d’évaluation retenues :.....	63
4.2.1 -	Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société .	63
4.2.2 -	Référence aux transactions récentes sur le capital	64
4.2.3 -	Méthode des flux de trésorerie actualisés	64
4.2.4 -	Référence au cours de bourse.....	67
4.2.5 -	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	67
4.2.6 -	Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	68
5 -	Analyse des accords connexes à l’Offre.....	70
5.1 -	Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l’appréciation ou l’issue de l’Offre	71
5.1.1 -	Réinvestissement des Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels dans le groupe de l’Initiateur.....	71
5.1.2 -	Plan d’attribution gratuite d’actions Passman Top.....	72
5.1.3 -	Analyse du Pacte d’Actionnaires relatif à l’Initiateur.....	73
5.1.4 -	Engagement d’exercice de bons de souscription de parts de créateur d’entreprises et d’apport à l’offre des actions sous-jacentes	74
5.1.5 -	Accords de liquidité concernant un plan d’actions gratuites d’Osmozis	74
5.1.6 -	Conventions de prestation de services	75
5.1.7 -	Accord de soutien à l’Offre avec la Société	75
5.2 -	Conclusion sur les accords connexes	75
6 -	Analyse des observations écrites d’actionnaires	76
6.1 -	Présentation des arguments développés dans les observations	76
6.2 -	Analyse et appréciation des observations	76
7 -	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	77
8 -	Annexe – Lettre de mission	80

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, Passman Corp, société de droit français dont le siège social est situé 4 rue Edouard Aynard, 69100 Villeurbanne, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 848 371 282 (« **Passman**» ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Osmozis, société anonyme dont le siège social est situé 7 Avenue de l'Europe, 34830 Clapiers, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 485 156 418 (« **Osmozis** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** ») au prix de 15 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0013231180 (mnémonique : ALOSM).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 6 juin 2024 (la « **Date de Réalisation** »), directement et indirectement :

- (i) par voie de cession de 1.327.382 Actions, au Prix de l'Offre, représentant environ 44,68% du capital et 44,21% des droits de vote théoriques de la Société¹ auprès de LBO Asset Management GmbH et certains actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Institutionnels** »)² ; et
- (ii) par voie de cessions et par voie d'apports, dans le cadre du Réinvestissement décrit à la section 3.1 du Projet de Note en Réponse, de 1.189.030 Actions, au prix de 13,50 euros par Action, représentant environ 40,02% du capital et 39,60% des droits de vote théoriques de la Société³, auprès de :
 - M. Gérard Tremblay et M. Yves Boulot (ou de leur holding patrimoniale respective), fondateurs d'Osmozis (les « **Fondateurs** ») ; et
 - certains actionnaires individuels autres que les Fondateurs (les « **Autres Actionnaires Individuels** » ensemble avec les Fondateurs, les « **Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels** »),

(l'« **Acquisition des Blocs** » et ensemble avec l'Offre, l'« **Opération** »).

Les conditions et modalités de l'Acquisition des Blocs sont décrites à la section **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** du Projet de Note en Réponse.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition des Blocs, franchi les seuils

¹ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 2.971.058 Actions représentant 3.002.437 droits de vote théoriques au 11 juin 2024, après perte des droits de vote double attachés aux actions détenues par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels.

² Les actionnaires minoritaires concernés sont les suivants : fonds représentés par Eiffel Investment Group, fonds représentés par Vatel Capital, fonds représenté par Axxion et Montblanc Alpen Stock

³ Ibid. note de bas de page n° 1.

de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 2.516.412 Actions représentant 84,70% du capital et 83,81 % des droits de vote théoriques de la Société⁴.

L'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société :

- (i) qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société⁵ soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de la Société, la totalité des Actions en circulation, c'est-à-dire, au 11 juin 2024 et à la connaissance de la Société, un nombre de 349.771 Actions représentant 11,77% du capital et 12,69% des droits de vote de la Société ; et
- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des BSPCE en Circulation (tel que ce terme est défini ci-après), dont les caractéristiques sont plus amplement décrites à la section 1.3.3.1, et exerçables soit, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 27.500 actions de la Société.

soit un total maximum de 377.271 Actions.

Il est précisé que, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du titulaire), un total de 24.000 Actions susceptibles d'être remises à raison du plan d'actions gratuites « PLAN 2023-1 », tel que décrit à la section 1.3.3.2 ci-après, seront toujours en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, et ne pourront pas être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites** »).

Les Actions Gratuites bénéficient du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 3.4 ci-après.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les BSPCE en Circulation et les Actions Gratuites.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Sur la base du calendrier indicatif figurant à la section 1.4 du Projet de Note en Réponse, l'Offre serait ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

Dans le cas où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire afin

⁴ Ibid. note de bas de page n° 1.

⁵ L'Offre ne vise pas les 104.875 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles, conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

de se voir transférer les actions Osmozis non apportées à la présente Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Crédit Industriel et Commercial. Crédit Industriel et Commercial garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

À compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant au maximum à 30% des actions existantes visées par le projet d'Offre au Prix de l'Offre, soit un nombre maximum de 104.931 actions Osmozis. De telles acquisitions seront déclarées à l'AMF et publiées sur le site internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français, détenue directement à 100% par Passman Connect, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953 173 564 (« **Passman Connect** »), elle-même détenue directement à 100% par Passman Top, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953 358 264 (« **Passman Top** »), dont sont notamment actionnaires la société MinPass, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953 567 609 (« **MinPass** »), et la société Passman Invest, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 107, rue Servient - 69003 Lyon, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953 359 619 (« **Passman Invest** »).

Fondé en 1995, Passman est un des leaders des solutions connectées en France et en Belgique à destination principalement des établissements d'accueil (hôtellerie traditionnelle et de plein air) et des établissements de santé ou encore des secteurs de l'armée et du Retail.

Passman propose des solutions de Wifi, TV/IPTV, affichage dynamique et autres solutions digitales tant pour les besoins métiers de ses clients que pour leurs utilisateurs finaux. Le groupe se positionne comme un « one stop shop » proposant à plus de 6 000 établissements une offre clé en main de gestion de réseau sur mesure et multi-technologies.

Dans un monde où les enjeux de connectivité sont déterminants pour le développement économique, Passman est devenu un acteur incontournable sur les marchés que le groupe adresse en France mais aussi à l'étranger. Ces dernières années, et avec le soutien de ses actionnaires financiers, le groupe s'est internationalisé et renforcé sur le secteur de la santé par l'acquisition de deux sociétés belges spécialisées notamment dans les solutions d'IPTV et d'affichage dynamique, Screen Services en 2018, et Taktik en 2021.

Le groupe inscrit également son développement dans l'écosystème « Climate Tech » grâce à la nouvelle solution IoT développée depuis plusieurs années, Pass Energy, permettant une

gestion sans fil automatisée et centralisée de la performance énergétique des établissements. Opérationnelle depuis fin 2022, cette solution innovante permet des économies d'énergie de 30% à 40%.

Le groupe Passman, dirigé par ses fondateurs Frédéric Levy et Patrick Layani, connaît une croissance ininterrompue depuis une quinzaine d'années et vise en 2023 un chiffre d'affaires supérieur à 45 M€. Le groupe Passman entend poursuivre sa croissance sur ses différents marchés, qui connaissent une forte dynamique, en particulier sur les secteurs des établissements de santé et de l'hôtellerie traditionnelle et de plein air. Le rapprochement avec Osmozis s'inscrit parfaitement dans le cadre de ce plan stratégique et permet de créer un acteur majeur sur ce marché.

1.2.2. Motifs de l'Offre

a) Présentation de l'activité de la Société

La Société est la société de tête du groupe Osmozis, spécialisé dans la transformation numérique des campings et résidences de vacances en Europe. OSMOZIS propose à ses clients des solutions complètes d'optimisation et de gestion dématérialisée de leurs centres de vacances.

L'offre OSMOZIS se matérialise par un portefeuille complet de services destinés aux centres de vacances (accès Internet Haut Débit pour les vacanciers et services connectés professionnels destinés à accompagner les exploitants dans leur gestion quotidienne).

b) Présentation des motifs

Ce rapprochement entre les entités présentera essentiellement des intérêts commerciaux et opérationnels, portés par la complémentarité des expertises et des offres, essentiellement à travers i) l'utilisation par Passman de bornes OsmoX alors que Passman achetait jusqu'à présent ses bornes dans le marché et ii) le cross-selling des solutions d'IPTV (Internet Protocol Television) de Passman auprès du parc installé de Osmozis).

Dans une moindre mesure, des synergies de coûts pourraient provenir d'économies liées à des mesures de réorganisation, d'amélioration de la productivité et de réduction de dépenses dont les coûts liés à la cotation en bourse.

A ce stade, les synergies de revenus et de coûts mentionnées ci-dessus sont estimées au global par l'Initiateur à un montant normatif de 1,5 M€ à horizon moyen terme.

1.2.3. Acquisition des Blocs par l'Initiateur

Le 16 mai 2024, l'Initiateur est entré en négociations exclusives avec les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, LBO Asset Management et les Actionnaires Institutionnels, en vue de procéder à l'acquisition des Actions de la Société détenues par eux.

Dans cette perspective, l'Initiateur a conclu le 16 mai 2024, d'une part avec les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels, et d'autre part avec LBO Asset Management des promesses unilatérales d'achat en vertu desquelles l'Initiateur s'est engagé à acquérir, directement et indirectement, l'intégralité des 1.946.261 Actions détenues par les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels et LBO Asset Management. L'Initiateur a également conclu des contrats de cession distincts avec les Actionnaires Institutionnels aux termes

desquels ces derniers se sont engagés à céder l'intégralité des 531.498 Actions de la Société qu'ils détenaient à l'Initiateur sous réserve de la réalisation définitive de l'acquisition des actions détenues par les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels.

L'entrée en négociations exclusives en vue de l'Acquisition des Blocs a été annoncée par voie de communiqué de presse en date du 16 mai 2024.

La Société a alors mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son comité social et économique (le « CSE »), conformément à la loi applicable. Le CSE a rendu unanimement le 24 mai 2024 un avis favorable concernant l'Opération.

Par ailleurs, le 12 avril 2024, le conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du comité *ad hoc* mis en place pour les besoins de l'Offre, composé de M. Darren Schuller (administrateur indépendant), M. Jean Hatziraptis (administrateur indépendant) et M. Gérard Tremblay (membre du Conseil d'Administration et directeur général de la Société), de nommer le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Lors de sa séance du 16 mai 2024, le Conseil d'administration a accueilli favorablement le principe de l'Opération, sous réserve des conclusions de l'Expert Indépendant.

A la suite de cet avis favorable du CSE et de l'exercice des promesses d'achat susvisées par les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels et LBO Asset Management le 28 mai 2024, (i) les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels, LBO Asset Management et l'Initiateur ont conclu des contrats de cession d'actions en date du 28 mai 2024, portant sur (x) les 1.150.377 Actions détenues par les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels et (y) les 795.884 Actions détenues par LBO Asset Management, (ii) certains Autres Actionnaires Individuels et l'Initiateur ont conclu un contrat de cession d'actions en date du 28 mai 2024 portant sur un nombre total de 38.653 Actions, et (iii) les contrats de cession d'actions du 16 mai 2024 conclus entre les Actionnaires Institutionnels et l'Initiateur, sous réserve de la réalisation de la cession des Actions visées au point (x) ci-dessus, pour un nombre total de 531.498 Actions, ont été définitivement réalisés (les contrats de cession visés aux points (i), (ii) et (iii) ci-dessous étant désignés ensemble les « **Contrats de Cession** »).

L'Acquisition des Blocs a été réalisée à la Date de Réalisation par voie :

- d'apport par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels à Passman Top, suivi de l'apport à l'Initiateur par Passman Top, de 307.527 Actions, représentant 10,35 % du capital et 10,24 % des droits de vote de la Société⁶ (le « **Réinvestissement** ») ;
- de cession à l'Initiateur par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels de 881.503 Actions, représentant 29,67% du capital et 29,36 % des droits de vote de la Société⁷ ;

⁶ Ibid note de bas de page n° 1.

⁷ Ibid.

- de cession à l’Initiateur par LBO Asset Management et les Actionnaires Institutionnels de 1.327.382 Actions, représentant 44,68 % du capital et 44,21 % des droits de vote de la Société⁸.

Les Actions acquises par l’Initiateur auprès des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, en ce compris celles acquises par voie d’apport dans le cadre du Réinvestissement, l’ont été au prix de 13,50 euros par Action, étant précisé que le Réinvestissement porte sur une partie minoritaire de la participation des Fondateurs. Les Actions acquises par l’Initiateur auprès de LBO Asset Management et des Actionnaires Institutionnels l’ont été pour un prix égal à 15,00 euros par Action. A l’issue de l’Acquisition des Blocs, l’Initiateur détient 2.516.412 Actions représentant 84,70 % du capital et 83,81 % des droits de vote théoriques de la Société⁹.

Les Contrats de Cession ne stipulent aucune clause de complément de prix, sauf ceux conclus entre LBO Asset Management et les Actionnaires Institutionnels d’une part et l’Initiateur d’autre part, dans l’hypothèse où le prix offert dans le cadre de la mise en œuvre d’un retrait obligatoire serait supérieur au Prix de l’Offre.

L’acquisition des Actions par voie de cessions dans le cadre de l’Acquisition des Blocs et les frais y afférents ont été financés par voie d’apports de fonds propres à l’Initiateur par les entités de son groupe, ainsi que par voie de prêts d’actionnaires consentis à l’Initiateur par des entités de son groupe (en ce compris, des fonds obtenus par un financement bancaire contracté par Passman Connect et une émission obligataire réalisée par Passman Top).

Les conditions et modalités du Réinvestissement sont décrites à la section **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** du présent Projet de Note en Réponse.

Dans ce contexte, l’Établissement Présentateur Crédit Industriel et Commercial a déposé, pour le compte de l’Initiateur, un Projet de Note d’Information relatif à l’Offre conformément aux articles 233-1, 1° et 234-2 du règlement général de l’AMF. L’Initiateur détient, à la date du Projet de Note en Réponse, seul, 2.516.412 actions représentant 84,70% du capital et 83,81 % des droits de vote théoriques de la Société.

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s’élève à 4.397.165,84 euros, divisé en 2.971.058 Actions d’une valeur nominale de 1,48 euros chacune.

▪ *Répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l’Acquisition des Blocs*

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis de la façon suivante préalablement à l’Acquisition des Blocs :

Actionnaire	Nombre d’Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁰	% de droits de vote théoriques
Fondatys 92 et Yves Boulot	541.035	18,59%	999.385	25,85%
Rouge	465.794	16,00%	931.588	24,10%
Gérard Tremblay	55.658	1,91%	55.658	1,44%

⁸ Ibid.

⁹ Ibid note de bas de page n° 1.

¹⁰ Conformément à l’article 223-11 du règlement général de l’AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les Actions dépourvues de droits de vote.

Benjamin Griffiths	32.195	1,11%	32.195	0,83%
Rhodri John	32.195	1,11%	32.195	0,83%
Actions auto-détenues ¹¹	104.875	3,60%	104.875	2,71%
LBO Management GMHG (ex Shape Q)	795.884	27,34%	795.884	20,59%
Public ¹²	882.922	30,34%	914.301	23,65%
Total	2.910.558	100%	3.866.081	100%

- Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date des présentes, postérieurement à la réalisation de l'Acquisition des Blocs

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁰	% de droits de vote théoriques
Passman Corp	2.516.412	84,70	2.516.412	83,81%
Actions auto-détenues ¹¹	104.875	3,53%	104.875	3,49%
Public ¹²	349.771	11,77%	381.150	12,69%
Total	2.971.058	100%	3.002.437	100%

L'Initiateur ne détenait aucune Action, directement ou indirectement, préalablement à l'Acquisition des Blocs.

1.2.4. Conclusion d'un accord de soutien à l'Offre avec la Société

Le Conseil d'administration de la Société a approuvé la conclusion d'un accord de soutien à l'offre en langue anglaise entre la Société et l'Initiateur (le « **Tender Offer Agreement** »).

Le 28 mai 2024, la Société et l'Initiateur ont conclu le Tender Offer Agreement ayant pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, et aux termes duquel la Société s'est notamment engagée à coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le Tender Offer Agreement prévoit notamment un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires jusqu'à l'issue de l'Offre, ainsi que des engagements de coopération réciproques habituels dans le cadre de l'Offre.

1.2.5. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, à l'exception des Actions mentionnées ci-dessus, des BSPCE en Circulation et des Actions Gratuites, il n'existe à la connaissance de la Société aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.6. Autorisations réglementaires

¹¹ Actions auto-détenues affectées à un contrat de liquidité conclu avec TSAF – Tradition Securities And Futures en date du 4 janvier 2021 et qui a été suspendu conformément à ses termes à la suite de la publication du communiqué de presse relatif à l'Opération envisagée en date du 16 mai 2024.

¹² Ibid note de bas de page n° 1.

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Industriel et Commercial, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur et garant, a déposé auprès de l'AMF le 11 juin 2024 le présent projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement, au jour du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur (voir section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse pour plus d'informations sur le nombre d'actions de la Société effectivement visées par l'Offre).

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 2°, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des Actions apportées à l'Offre au prix de 15 euros par Action.

Il est à noter que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 42,86% par rapport au dernier cours de clôture de l'action Osmozis avant l'annonce de l'Offre (10,50 euros le 15 mai 2024) et de 40,54% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des 30 derniers jours de cotation précédant l'annonce de l'Offre.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Crédit Industriel et Commercial garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.3.2. Modalités de dépôt de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 11 juin 2024. La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 11 juin 2024. Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.osmozis-bourse.com). Il est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société.

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

L'AMF publiera sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note d'Information par l'AMF.

Le Projet de Note en Réponse, après avoir reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux

dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès la Société avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité ; un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de cette note en réponse sera publié avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité. Le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.osmozis-bourse.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.3. Nombre et nature des instruments visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 2.516.412 Actions représentant 84,70 % du capital et 83,81 % des droits de vote théoriques de la Société¹³.

L'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société :

- (i) qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société¹⁴ soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de la Société, la totalité des Actions en circulation, c'est-à-dire, au 11 juin 2024 et à la connaissance de la Société, un nombre de 349.771 Actions représentant 11,77% du capital et 12,69% des droits de vote de la Société¹⁵; et
- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des BSPCE en Circulation (tel que ce terme est défini ci-après), dont les caractéristiques sont plus amplement décrites à la section 1.3.3.1 ci-après, et exerçables soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 27.500 actions de la Société,

soit un total maximum de 377.271 Actions.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les 24.000 Actions Gratuites, dans la mesure où la période d'acquisition des Actions Gratuites n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées prévus par la loi. La situation des bénéficiaires des Actions Gratuites est décrite à la section 1.3.3.2 du présent Projet de Note en Réponse.

¹³ Ibid note de bas de page n° 2.

¹⁴ L'Offre ne vise pas les 104 875 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles, conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

¹⁵ Ibid note de bas de page n°2

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les BSPCE en Circulation et les Actions Gratuites décrits ci-dessous.

1.3.3.1. Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE)

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il y a en circulation 27.500 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise donnant accès au capital de la Société (les « **BSPCE en Circulation** »), représentant au maximum 27.500 actions à émettre par la Société, tel que décrit ci-dessous :

	BSPCE 2019-1	BSPCE 2020-1
Nombre de BSPCE en Circulation	6.000	21.500
Nombre d'actions potentielles	6.000	21.500
Date d'émission	01/03/2019	31/03/2020
Prix d'exercice (€)	8,02	5,45
Date d'exercice	01/03/2022	01/09/2023
Date d'expiration	01/03/2026	01/09/2026

L'ensemble des porteurs de BSPCE en Circulation à ce jour se sont engagés auprès de l'Initiateur aux termes d'Engagements d'Exercice des BSPCE en Circulation et d'Apport à l'Offre, selon les modalités plus amplement décrites à la section 3.3, au plus tard le lendemain de la date d'ouverture de l'Offre, à (i) exercer l'intégralité des BSPCE en Circulation qu'ils détiennent, et (ii) apporter à l'Offre les actions sous-jacentes.

Il est également précisé que les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels ont, préalablement à l'Offre, (i) exercé l'intégralité des BSPCE qu'ils détenaient, et (ii) transféré directement et indirectement à l'Initiateur les actions sous-jacentes, dans le cadre et selon les modalités de la cession des Actions détenues par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, soit à un prix par action de 13,50 euros.

1.3.3.2. Actions gratuites

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il y a en circulation 24.000 Actions Gratuites intégralement détenues par certains Autres Actionnaires Individuels, telles que décrites ci-dessous :

	Actions Gratuites – Plan 2023-1
Nombre d'Actions Gratuites en circulation	24.000
Nombre d'actions potentielles	24.000
Conditions	Condition de présence
Date d'émission	23/11/2023
Date d'attribution définitive	01/01/2026
Date de première cession possible	01/01/2026

Il est indiqué que les Accords de Liquidité relatifs aux Actions Gratuites à conclure entre l'Initiateur et les bénéficiaires des Actions Gratuites sont décrits à la section 3.4 du présent Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que certains Autres Actionnaires Individuels ont renoncé à l'acquisition de 24.000 autres actions gratuites, préalablement au dépôt du Projet de Note en Réponse.

Enfin, il est rappelé que l'Offre ne porte pas sur les 24.000 Actions Gratuites, dans la mesure où la période d'acquisition des Actions Gratuites n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées prévus par la loi.

1.3.4. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth

Dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société (à l'exception des Actions auto-détenues par la Société et des Actions Gratuites), l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF (le « Retrait Obligatoire »), moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre, nette de tous frais.

La mise en œuvre de cette procédure de Retrait Obligatoire entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans la Société. Il pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

1.3.5. Fusion - réorganisation juridique

L'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier à l'issue de l'Offre d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certains de ses affiliés, d'éventuels transferts d'actifs ou certaines optimisations à la marge des opérations. En cas de radiation des Actions d'Euronext Growth, la transformation de la Société en société par actions simplifiée serait entreprise rapidement après ladite radiation. A la date du Projet de Note en Réponse, aucun projet spécifique de réorganisation n'est envisagé dans les douze mois suivant l'Offre.

1.4. Procédure et calendrier de l'Offre

La Procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.4.1. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
11 juin 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès du Crédit Industriel et Commercial et mise en ligne sur le site Internet de la Société (https://osmozis.com/), de l'Initiateur (www.passman.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
11 juin 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://osmozis.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
9 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès du Crédit Industriel et Commercial et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://osmozis.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://osmozis.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
10 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès du Crédit Industriel et Commercial et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://osmozis.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://osmozis.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Publication par l'AMF et Euronext Growth de l'avis d'ouverture de l'Offre
11 juillet 2024	- Ouverture de l'Offre
24 juillet 2024	- Clôture de l'Offre
25 juillet 2024	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	- Le cas échéant, mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Osmozis du marché Euronext Growth.

1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société, situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du Projet de Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une

quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni le Projet de Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Actions ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus, à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE OSMOZIS ET INTENTIONS

2.1. Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 6 juin 2024, sur convocation de son président, afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

Le Conseil d'administration de 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 (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'Offre visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 15,00 euros par action, initié par le Groupe Passman (l'« **Initiateur** »), à la suite du Transfert de Blocs.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur, dont une copie a été remise aux administrateurs avant la présente réunion.

Il rappelle également que dans le cadre du projet d'Offre, le Conseil d'administration a constitué, le 7 mars 2024, un comité *ad hoc* afin de (i) proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant le Projet d'OPAS (le « **Comité ad hoc** »), lequel est composé comme suit :

- Monsieur Darren SCHULLER, administrateur indépendant, président du Comité *ad hoc*,
- Monsieur Jean HATZIRAPTIS, administrateur indépendant,
- Monsieur Gérard TREMBLAY, administrateur.

Le Président rappelle ensuite que le Conseil d'administration, réuni le 12 avril 2024, a décidé, sur proposition du Comité *ad hoc*, de désigner Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant aux fins de rendre un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par l'Initiateur sur les actions de la Société, en application des articles 261-1-I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF.

Le Président rappelle que si les conditions réglementaires sont satisfaites à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions Osmozis en circulation à l'issue de l'Offre aux mêmes conditions financières que l'Offre, en vue de retirer la Société de la cote.

Préalablement à la réunion de ce jour, les administrateurs ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé concernant le projet d'Offre :

- le communiqué de presse de la Société publié le 16 mai 2024 relatif à l'annonce du projet d'Offre ;

- le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera en principe déposé auprès de l'AMF le 11 juin 2024, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur et garant, Crédit Industriel et Commercial ;
- l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 15,00 euros par action de la Société ;
- le projet de note en réponse établi par la Société devant en principe être déposé auprès de l'AMF le 11 juin 2024, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Crowe HAF et de l'avis motivé du conseil d'administration.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 12 avril 2024, sur recommandation du Comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre. Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés par le Comité *ad hoc* lors de la présentation de ses diligences.

Le Président indique que le Comité *ad hoc* a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, résume alors les conclusions de ses travaux au conseil d'administration :

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

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre de 15,0€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence - Fondateurs et Autres Actionnaires individuels*		13,50 €		13,50 €	11,1%
Méthode des transactions de référence - LBO GmbH et Autres Actionnaires Institutionnels*		15,00 €		15,00 €	0,0%
Méthode des transactions récentes sur le capital - Augmentation de capital et acquisition de Camping Connect		10,25 €		10,25 €	46,3%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	11,25 €	11,79 €	12,38 €	11,13 €	34,7%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 15 mai 2024)		10,50 €		10,50 €	42,9%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n.a		10,51 €	42,7%
Cours moyen pondéré 30 jours**		10,67 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 60 jours**		10,99 €		10,99 €	36,5%
Cours moyen pondéré 120 jours**		10,96 €		10,96 €	36,9%
Cours moyen pondéré 180 jours**		10,67 €		10,67 €	40,6%
Cours moyen pondéré 1 an**		10,50 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a		10,53 €	42,5%
Plus haut sur 12 mois***		11,85 €		n.a	n.a
Plus bas sur 12 mois***		8,20 €		n.a	n.a
Méthodes retenues à titre indicatif :					
Méthode des comparables boursiers		n.a		5,48 €	173,8%
VE/EBIT 2024		8,80 €		n.a	n.a
VE/EBIT 2026		10,70 €		n.a	n.a
Méthodes des transactions comparables		12,50 €		14,74 €	1,8%

n.a : non applicable

* Acquisition de 84,7% du capital via la signature de contrats d'acquisition de blocs d'actions par l'Initiateur auprès des Fondateurs et dirigeants (Gérard Tremblay, Yves Boulot et les managers) ainsi que LBO Asset Management GmbH (ex Shape Q) et des Actionnaires

** Calcul des cours moyen pondérés au 15/05/2024

***Cours de séance

Il est rappelé que le 16 mai 2024, la Société a annoncé la signature des accords relatifs à l'acquisition de blocs d'actions Osmozis par l'Initiateur auprès des Fondateurs et des Autres Actionnaires Individuels ainsi qu'auprès de LBO Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels.

Les accords définitifs ont été signés le 28 mai 2024 et l'ensemble des opérations ont été réalisées le 6 juin 2024 impliquant l'acquisition effective par l'Initiateur de 1.189.030 actions au prix de 13,50€ par action Osmozis auprès des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels et de 1.327.382 actions au prix de 15,00€ par action Osmozis auprès de LBO Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels de sorte que l'Initiateur détienne, à la date du dépôt de l'Offre, 2.516.412 actions Osmozis représentant 84,7% du capital de la Société. L'Offre fait donc suite à ces acquisitions de blocs d'actions.

L'intégration d'Osmozis dans le groupe de l'Initiateur comprend des accords sur le réinvestissement par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels (y compris des Managers d'Osmozis) dans les sociétés du groupe Passman.

L'opération s'inscrit dans la stratégie de croissance externe du groupe Passman (l'Initiateur) soutenue par des fonds gérés par Siparex. L'Initiateur entend garder Osmozis comme une structure indépendante d'un point de vue juridique et opérationnel, ayant vocation à constituer la verticale « Camping et hôtellerie de plein air » du groupe Passman.

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 15,00€ par action, égale au prix d'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix offert aux actionnaires.

En-dehors du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires d'Osmozis. Elle permet aux actionnaires d'Osmozis qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. Cependant, ceci reste limité, l'Initiateur détenant d'ores et déjà 84,70% du capital de la Société.

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

- Comprises entre 10,25€ et 15,00€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital d'Osmozis ;*
- de 11,13€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- de 10,51€ (cours moyen pondéré 20 jours) à 10,99€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse.*

Le prix offert de 15,00€ par action dans le cadre de l'Offre :

- présente une prime comprise entre 0,0% et 46,3% sur le prix des transactions intervenues récemment sur le capital d'Osmozis ;*
- présente une prime de 34,7% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- présente des primes de 36,5% (cours moyen pondéré 60 jours) à 42,8% (cours moyen pondéré 20 jours) sur la référence au cours de bourse.*

Conformément aux recommandations n°2006-15 de l'AMF, nous avons également pris en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation les synergies identifiées comme susceptibles de résulter du rapprochement de l'Initiateur avec la Société, le rapprochement d'Osmozis et de Passman devant permettre à ces deux sociétés de bénéficier de synergies de revenus notamment en matière de cross-selling. L'examen de ces synergies a été réalisé sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés. La valeur obtenue par cette méthode en intégrant les synergies ressort à 14,50€, le prix offert de 15,00€ présentant ainsi une légère prime de 1,8% sur la valeur intégrant les synergies.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix le plus élevé constaté sur les opérations d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 15,00€ par action Osmozis est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Osmozis. »

Travaux et recommandation du Comité ad hoc

Monsieur Darren SCHULLER, en sa qualité de président du Comité *ad hoc*, rend ensuite

compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

Le Comité *ad hoc* indique que trois cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces trois experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité *ad hoc* sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle de Crowe HAF.

Le cabinet Crowe HAF a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration s'est réuni le 12 avril 2024 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant.

Travaux du Comité ad hoc et interaction avec l'expert indépendant

- Le 30 avril 2024, le Comité *ad hoc* a tenu sa première réunion avec l'expert indépendant afin de lui présenter le contexte de l'Offre et lui permettre de commencer ses travaux. A cette occasion, l'expert indépendant lui a présenté son programme de travail. Le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui pouvaient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. Une liste des documents nécessaires à la bonne réalisation de la mission de l'expert indépendant a été revue.
- Entre le 2 mai et le 14 mai 2024, plusieurs échanges ont eu lieu entre les membres du Comité *ad hoc* et l'expert indépendant. Le 14 mai 2024, le Comité *ad hoc* a tenu sa deuxième réunion avec l'expert indépendant pour faire le point sur l'avancement des travaux de ce dernier. L'expert indépendant a présenté ses résultats préliminaires et a discuté avec les membres du Comité *ad hoc* des différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'expert indépendant. L'expert indépendant a fait un point sur les entretiens déjà réalisés et sur les informations et documents nécessaires à l'exécution de ses travaux.
- Le 6 juin 2024, le Comité *ad hoc* s'est réuni, en amont du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, avec l'expert indépendant pour faire un point sur les travaux de ce dernier et notamment sur les différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'expert indépendant, les entretiens réalisés et les informations et documents qui ont été nécessaires à l'exécution de ses travaux. Le

Comité *ad hoc* a procédé à la revue du rapport définitif de l'expert indépendant et a finalisé ses recommandations au conseil d'administration afin qu'il puisse émettre un avis motivé sur l'Offre.

- Le Comité *ad hoc* s'est notamment assuré que l'expert indépendant a pu mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et qu'il a eu en sa possession l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission.
- Le Comité *ad hoc* s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant correspondait au dernier plan d'affaires présenté au conseil d'administration.
- Le Comité *ad hoc* a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Le Comité *ad hoc* a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information. Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, il recommande au conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité *ad hoc* et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, eu égard notamment aux intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois (telles que détaillées dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur), le Conseil d'administration relève que :

- l'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier à l'issue de l'Offre d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certains de ses affiliés, d'éventuels transferts d'actifs ou certaines optimisations à la marge des opérations ;
- la gouvernance de la Société sera appelée à évoluer postérieurement à la clôture de l'Offre afin de refléter la nouvelle structure actionnariale de la Société. Outre la cooptation de Monsieur Patrick Layani et Monsieur Frédéric Levy en remplacement de Monsieur Gérard Tremblay et Monsieur Yves Boulot de leurs mandats d'administrateurs de la Société prenant effet le 6 juin 2024 sous réserve de la ratification de ces cooptations lors de la prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société, ces derniers ont été confirmés dans leurs mandats respectifs de Directeur Général et de Directeur Général Délégué jusqu'au 30 septembre 2024, date à laquelle devrait entrer en vigueur une convention de prestation de services à conclure entre la société Passman Top et leurs holdings respectives dont l'objet est d'assister et conseiller le Groupe Passman sur la conduite de la transition et de l'intégration opérationnelle de la Société, compte tenu notamment de leur connaissance approfondie de cette dernière, du fait de leur

expérience passée en tant que directeur général et directeur général délégué de la Société ;

- en matière de synergies, l'Initiateur considère qu'il dispose des atouts nécessaires pour accélérer la mise en œuvre du plan stratégique du Groupe Osmozis, et notamment d'accélérer l'expansion géographique de la Société, mutualiser les offres de produits et apporter des débouchés commerciaux, en particulier les bornes wifi produites par la Société dont le Groupe Passman pourrait devenir utilisateur.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, au plan financier, le Conseil d'administration relève que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;
- les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime de 42,86% sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Osmozis au 15 mai 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Offre) et de 40,54% sur les moyennes des cours des 30 derniers jours de bourse pondérés par les volumes précédant l'annonce de l'Offre ;
- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 15,00 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre. Le Comité *ad hoc* partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières proposées dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;
- en matière de dividendes, l'Initiateur indique que « *la Société n'a procédé à aucune distribution de dividendes au cours des trois derniers exercices. L'Initiateur n'entend pas modifier la politique de distribution de dividendes de la Société au cours des douze prochains mois. L'ensemble des ressources disponibles, y compris financières, de la Société seront affectées au soutien de sa politique de développement.* »

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

- l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit « *dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi. Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.* »

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux administrateurs de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent.

Monsieur Darren Schuller et Monsieur Jean Hatziraptis ont indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Osmozis qu'ils détiennent.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par

l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur Crédit Industriel et Commercial, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) des conclusions et recommandations du Comité *ad hoc* et (v) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, étant précisé que Monsieur Gérard Tremblay et Monsieur Yves Boulot ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité *ad hoc*, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- de ne pas apporter à l'Offre les 104.875 actions auto-détenues par la Société ;
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Directeur Général à l'effet de :
 - i. finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - ii. préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - iii. signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - iv. plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Osmozis

Monsieur Darren Schuller et Monsieur Jean Hatziraptis ont indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Osmozis qu'ils détiennent.

A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, Monsieur Patrick Layani et Monsieur Frédéric Lévy, également membres du conseil d'administration, ne détiennent pas d'actions composant le capital social de la Société.

2.3. Avis du comité social et économique

La Société a mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son CSE sur l'Opération. Le CSE a rendu unanimement le 24 mai 2024 un avis favorable concernant l'Opération.

2.4. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, soit, au 11 juin 2024, 104.875 actions Osmozis.

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

A la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue autre que ceux décrits ci-dessous, et la Société n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord.

3.1. Réinvestissement

En vertu des Contrats de Cession conclus entre l'Initiateur et les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, le 28 mai 2024, l'Initiateur s'est engagé à permettre aux Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels de réinvestir dans le groupe de l'Initiateur, dans les conditions et selon les modalités définies dans lesdits Contrats de Cession.

Dans le cadre du Réinvestissement, les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels ont apporté à Passman Top 307.527 Actions représentant 10,35 % du capital de la Société. Les Actions apportées à Passman Top dans le cadre du Réinvestissement ont ensuite été apportées à Passman Connect par Passman Top, puis à l'Initiateur par Passman Connect.

En contrepartie du Réinvestissement, Passman Top a émis les instruments suivants :

- au profit des Fondateurs et de certains Autres Actionnaires Individuels : des actions ordinaires (les "**AO Passman Top**"), donnant droit aux mêmes droits que les autres actions ordinaires émises par Passman Top, préalablement au Réinvestissement ;
- au profit des Fondateurs : des actions de préférence de catégorie 3 bénéficiant d'un dividende précipitaire cumulatif annuel égal au taux Euribor 12 mois (avec un plancher à 1,5% et un plafond à 3,5%) majoré d'une marge de 12,0 % auxquelles sont attachés des bons de souscription d'actions Passman Top (les "**ABSA**"), donnant droit aux mêmes droits que les autres ABSA émises par Passman Top, préalablement au Réinvestissement ;
- au profit de certains Autres Actionnaires Individuels : des AO Passman Top, que l'un des Autres Actionnaires Minoritaires a apporté à la société MinPass en contrepartie d'actions ordinaires de la société MinPass (les "**AO MinPass**"), donnant droit aux mêmes droits que les autres actions ordinaires émises par la société MinPass, préalablement au Réinvestissement.

Le Réinvestissement par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels – qui porte sur une partie minoritaire de leur investissement direct et indirect dans la Société – ne constitue pas

un complément de prix par rapport au Prix de l'Offre. En particulier, il présente les caractéristiques suivantes :

- Le Réinvestissement des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels a été réalisé en retenant un prix par Action apportée de 13,50 euros ;
- Les titres émis par Passman Top et MinPass en rémunération du Réinvestissement ont les mêmes caractéristiques que les titres des mêmes catégories émis par ces deux sociétés, préalablement au Réinvestissement ; et
- aucune promesse de liquidité ou de prix garanti n'a été consentie aux Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels dans le cadre du Réinvestissement.

Par ailleurs, aux termes d'un contrat de cession conclu entre l'Initiateur et certains Autres Actionnaires Individuels, ces derniers ont souscrit à une augmentation de capital en numéraire de MinPass en contrepartie d'AO MinPass, MinPass ayant par la suite souscrit en numéraire, pour un même montant, à une augmentation de capital de Passman Top en contrepartie d'AO Passman Top.

En outre, aux termes d'un contrat de cession conclu entre l'Initiateur et un Autre Actionnaire Individuel, ce dernier s'est engagé à acquérir des actions MinPass existantes auprès d'actionnaires existants de cette société.

Passman Top procèdera enfin à des attributions gratuites d'actions au profit de certains Autres Actionnaires Individuels, en dehors du cadre de toute rémunération du Réinvestissement.

3.2. Pacte d'Actionnaires

A la Date de Réalisation, les Fondateurs et les Autres Actionnaires Individuels ont adhéré au pacte d'actionnaires existant au niveau de Passman Top, d'une durée de 15 ans à compter du 11 juillet 2023, dont l'objet est notamment de définir les règles de gouvernance de Passman Top et de ses filiales et les conditions et modalités des transferts de titres Passman Top (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires sont décrites ci-dessous.

3.2.1. Gouvernance

Passman Top est dirigée par un président et un directeur général, assisté, le cas échéant, d'un ou plusieurs directeurs généraux délégués, sous la supervision d'un comité de surveillance (le « **Comité de Surveillance** »).

Le président, le directeur général et, le cas échéant, les directeurs généraux délégués représentent Passman Top à l'égard des tiers, sous réserve des décisions relevant de la compétence ou soumises à l'autorisation préalable des actionnaires de Passman Top ou du Comité de Surveillance en vertu de la loi, des statuts de Passman Top, ou du Pacte d'Actionnaires.

Le Comité de Surveillance, composé notamment d'une majorité de membres nommés sur proposition de Passman Invest, est compétent pour autoriser les décisions importantes relatives à la conduite des affaires de Passman Top et de ses filiales.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit que les fonctions de président de certaines entités du groupe sont exercées par la société Passman Connect.

3.2.2. Transferts de titres Passman Top

Le Pacte d'Actionnaires prévoit notamment certains droits et obligations usuels en matière de transfert de titres :

- une inaliénabilité temporaire des titres Passman Top, dont la durée varie selon les actionnaires de Passman Top, sous réserve de certaines exceptions limitativement énumérées par le Pacte d'Actionnaires ;
- un droit de préemption sur les titres de Passman Top, au bénéfice des autres actionnaires de Passman Top, selon leur rang, en cas de transfert de titres Passman Top ;
- un droit de cession conjointe totale permettant notamment à certains actionnaires de Passman Top de céder l'ensemble des titres Passman Top qu'ils détiennent (i) en cas de transfert de titres Passman Top par Passman Invest, ou, (ii) en cas de transfert de titres de Passman Invest entraînant un changement de contrôle de Passman Top ;
- un droit pour certains actionnaires d'initier un processus de cession de l'intégralité des titres Passman Top qu'ils détiennent, selon un calendrier déterminé ; et
- certains cas de transferts libres, selon lesquels les actionnaires de Passman Top peuvent, selon le cas, transférer leurs titres Passman Top nonobstant les périodes d'inaliénabilité, le droit de préemption ou le droit de cession conjointe, selon le cas.

Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires ne prévoit pas de mécanisme de liquidité à un prix garanti pour les actionnaires de Passman Top.

3.3. Engagement d'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise et d'apport à l'Offre des actions sous-jacentes

Les porteurs de BSPCE en Circulation se sont engagés vis-à-vis de l'Initiateur à (i) exercer la totalité des 27.500 BSPCE qu'ils détiennent, donnant droit à 27.500 actions sous-jacentes de la Société et (ii) apporter ces actions sous-jacentes à l'Offre, au prix de l'Offre (les « **Engagements d'Exercice des BSPCE en Circulation et d'Apport à l'Offre** »).

Il est précisé que l'apport de ces actions sous-jacentes est limité à leur présentation à l'Offre et ne constitue pas une promesse de cession des actions sous-jacentes en dehors du cadre de l'Offre.

3.4. Accords de liquidité

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites en période d'acquisition (telles que décrites à la section 1.3.3.2) ne pouvant pas être apportées dans le cadre de l'Offre, compte tenu de leur indisponibilité, de souscrire à un mécanisme de liquidité prévoyant notamment, sous certaines conditions, à l'expiration de la période d'acquisition des Actions Gratuites (la «

Date de Disponibilité ») (i) l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur d'acquérir la totalité des Actions Gratuites (la « **Promesse d'Achat Action** ») et (ii) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de les céder (la « **Promesse de Vente Action** »). La Promesse d'Achat Action et la Promesse de Vente Action sont ci-après collectivement dénommées les « **Promesses Action** » et individuellement une « **Promesse Action** ». En vertu des Promesses Action, l'Initiateur pourra acquérir auprès desdits bénéficiaires d'Actions Gratuites un nombre maximum de 24.000 Actions Gratuites.

Pour chaque Action Gratuite, la Promesse d'Achat Action sera exerçable par l'Initiateur pendant une période de trois mois à compter de la Date de Disponibilité (la « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente Action** »). La Promesse de Vente Action sera exerçable pendant une période de trois mois à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat Action uniquement si l'Initiateur n'a pas exercé la Promesse d'Achat Action à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat Action.

En cas d'exercice d'une Promesses Action, le prix de cession des Actions Gratuites sera déterminé en cohérence avec le Prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre appliqué à l'EBITDA calculé sur la base des derniers comptes consolidés disponibles à la date d'exercice de la Promesse Action, et la dette financière nette également calculée sur la base des derniers comptes consolidés disponibles à la date d'exercice de la Promesse Action, étant précisé que le prix de cession des Actions Gratuites ne pourra en aucun cas être supérieur au Prix de l'Offre.

En cas de mise en œuvre éventuelle d'un Retrait Obligatoire, les Actions Gratuites faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits ci-dessus ne seront pas visées par ledit Retrait Obligatoire (mais seront cédées à terme à l'Initiateur en application des Promesses Action). Les mécanismes de liquidité s'appliqueront dans tous les cas, y compris en l'absence de Retrait Obligatoire.

Les accords de liquidité ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

3.5. Convention de prestation de services

Monsieur Gérard Tremblay et Monsieur Yves Boulot ayant prévu de démissionner de leurs fonctions respectives de directeur général et de directeur général délégué de la Société après la clôture de l'Offre, leurs sociétés holding ont conclu chacune avec Passman Top une convention de prestation de services avec effet à la date desdites démissions, dont l'objet est d'assister et conseiller l'Initiateur sur la conduite de la transition et de l'intégration opérationnelle de la Société, compte tenu notamment de la connaissance approfondie de Monsieur Gérard Tremblay et Monsieur Yves Boulot de cette dernière, du fait de leur expérience passée en tant que directeur général et directeur général délégué de la Société.

Il est d'usage que ce type de convention de prestations de services soit conclu dans de telles circonstances. Les modalités de cette convention, décrites ci-dessous, sont en ligne avec les pratiques de marché, au-delà des spécificités propres à l'espèce.

Ces conventions ont été conclues pour une durée de 1 an (tacitement renouvelable) et prévoient, en contrepartie de la réalisation des prestations, une rémunération annuelle d'un montant de 84.000 euros HT pour la société holding de Monsieur Gérard Tremblay et 42.000 HT euros pour la société holding de Monsieur Yves Boulot, à raison d'une intervention de 7

jours par mois pour la société holding de Monsieur Gérard Tremblay et 3,5 jours par mois pour la société holding de Monsieur Yves Boulot, sur toute la durée des conventions.

Ces conventions ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

4. ÉLEMENTS CONCERNANT OS MOZIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social est de 4 288 385,84 euros réparti en 2.971.058 actions de 1,48 euro de nominal. Le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 3.002.437.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, au 10 juin 2024 le capital de la Société est réparti comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁰	% de droits de vote théoriques
Passman Corp	2.516.412	84,70	2.516.412	83,81%
Actions auto-détenues ¹¹	104.875	3,53%	104.875	3,49%
Public ¹²	349.771	11,77%	381.150	12,69%
Total	2.971.058	100%	3.002.437	100%

4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Osmozis ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 4.1 ci-dessus.

Depuis son introduction en bourse sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris le 8 février 2017, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes au cours des dernières années :

- Le concert composé de MM. Gérard Tremblay et Yves Boulot et des sociétés Rouge et Fondatys 92 a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 21 décembre 2021, le seuil de 50% du capital de la société OS MOZIS et détenir, à cette date, 1 089 873 actions OS MOZIS représentant 2 006 573 droits de vote, soit 50,93% du capital et 63,99% des droits de vote de cette société. Ce franchissement de seuil résulte d'une acquisition d'actions OS MOZIS sur le marché et a obtenu de l'AMF, en date du 15 mars 2022, une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique obligatoire d'un projet d'offre publique.
- la société ShapeQ GmbH a déclaré avoir franchi en hausse, le 20 janvier 2023, le seuil de 5% du capital de la société OS MOZIS et détenir, à cette date, 107 096 actions OS MOZIS soit 5,01% des droits de vote de cette société;
- la société Lazard Frères gestion SAS a déclaré avoir franchi à la baisse, le 11 avril 2023, le seuil des 5% du capital de la société OS MOZIS et ne plus détenir à cette date d'actions

OSMOZIS ;

- la société ShapeQ GmbH a déclaré avoir franchi en hausse, le 10 mai 2023, le seuil de 25% du capital de la société OSMOZIS et détenir, à cette date, 782 421 actions OSMOZIS soit 27,29% du capital de la société OSMOZIS et 20,25 % des droits de vote de cette société ;
- la société Eiffel Investment Group a déclaré avoir franchi en hausse, le 12 mai 2023, le seuil de 5% du capital de la société OSMOZIS et détenir, à cette date, 210 989 actions OSMOZIS soit 7,36% du capital de la société OSMOZIS et 5,46 % des droits de vote de cette société.

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

4.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils (voir ci-après), n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant une quotité de capital ou des droits de vote supérieure aux seuils fixés par la loi, informe la société dans le délai réglementaire, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. Cette information contient les mentions prévues par les dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Cette information est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils fixés par la loi.

Si cela est requis par la loi ou la réglementation en vigueur, cette personne informe également l'Autorité des marchés financiers, dans le délai et selon des modalités fixées par son règlement général, à compter du franchissement du seuil de participation. Le cas échéant, cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

L'actionnaire qui n'aurait pas procédé régulièrement aux déclarations prévues par la loi auxquelles il était tenu est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée générale d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

4.3.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Osmozis (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Osmozis et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de

vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

4.4. Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Osmozis

Les actionnaires de la Société détenant plus de 5 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 4.1 ci-avant. A la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, aucun autre actionnaire que l'Initiateur ne détient plus de 5% du capital social ou des droits de vote.

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

Néant.

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

Néant.

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

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

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

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

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 13 des statuts.

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et dix-huit membres au plus ; ce nombre maximum est porté à vingt-quatre en cas de fusion selon les conditions fixées par la loi.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires. La durée de leurs fonctions est de quatre ans.

Entre deux assemblées générales, le conseil d'administration peut procéder à des nominations provisoires en cas de vacance par décès ou démission d'un administrateur, sous réserve de la ratification de ces nominations par la plus proche assemblée générale ordinaire.

L'administrateur nommé en remplacement ne demeure en fonction que pour la durée du mandat de son prédécesseur restant à courir.

La limite d'âge pour exercer les fonctions de président du conseil est fixée à 70 ans.

Le nombre d'administrateurs âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

Dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le conseil d'administration de la Société s'est réuni à la Date de Réalisation pour prendre les décisions suivantes afin de tenir compte de l'évolution de l'actionnariat de la Société :

- constatation de la démission de M. Gérard Tremblay de son mandat d'administrateur et nomination par cooptation de M. Patrick Layani en remplacement de ce dernier, sous réserve de la ratification de cette cooptation par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société conformément à l'article L. 225-24, al. 5 du Code de commerce ; et
- constatation de la démission de M. Yves Boulot de son mandat d'administrateur et nomination par cooptation de M. Frédéric Levy en remplacement de ce dernier, sous réserve de la ratification de cette cooptation par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société conformément à l'article L. 225-24, al. 5 du Code de commerce.

Compte tenu des décisions qui précèdent, à la date du présent Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé de 4 membres :

- M. Patrick Layani, Président du conseil d'administration ;
- M. Frédéric Levy ;
- M. Darren Schuller ; et
- M. Jean Hatziraptis.

Il n'est pas envisagé de procéder à une nouvelle modification de la composition du conseil d'administration de la Société dans les prochains mois, sauf dans le cadre d'une transformation de la Société en société par actions simplifiée à la suite de la radiation des Actions de la cote d'Euronext Growth, en cas de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire.

Il est par ailleurs prévu que Monsieur Gérard Tremblay et Monsieur Yves Boulot démissionnent de leurs fonctions respectives de directeur général et directeur général délégué de la Société, après la clôture de l'Offre (et au plus tard le 30 septembre 2024), et que M. Pierre-Benoît Labbé soit nommé directeur général de la Société. En conséquence, les sociétés holding de Monsieur Gérard Tremblay et de Monsieur Yves Boulot ont conclu chacune avec Passman Top une convention de prestation de services décrite à la section 3.5 du Projet de Note en Réponse, avec effet à la date de la démission de Monsieur Gérard Tremblay et de Monsieur Yves Boulot de leurs fonctions respectives de directeur général et directeur général délégué de la Société, dont l'objet est d'assister et conseiller l'Initiateur sur la conduite de la transition et de l'intégration opérationnelle de la Société, compte tenu notamment de la connaissance approfondie de Monsieur Gérard Tremblay et de Monsieur Yves Boulot de cette dernière, du fait de leur expérience passée en tant que directeur général et directeur général délégué de la Société.

Dans l'hypothèse où les titres de la Société ne seraient plus admis à la négociation sur Euronext Growth, l'Initiateur prévoit de transformer la Société en société par actions simplifiée et par

conséquent de modifier sa gouvernance afin qu'elle corresponde à celle d'une filiale non cotée.

4.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

4.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

N° de la résolution	Délégations données au Conseil d'Administration par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 27/02/2024	Montant nominal maximum autorisé	Durée de la délégation
Huitième résolution	Autorisation à donner au Conseil d'Administration à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce.	10% du capital au jour de l'assemblée générale du 27 février 2024	18 mois
Neuvième résolution	Autorisation à donner au Conseil d'Administration en vue d'annuler les actions propres détenues par la société rachetées dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce.	10% du capital au jour de la décision d'annulation	24 mois
Dixième résolution	Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital (de la société ou d'une société du groupe) et/ou à des titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription/	Montant nominal maximum de 3.000.000€	26 mois
Onzième résolution	Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital (de la société ou d'une société du groupe) et/ou à des titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées.	Montant nominal maximum de 1.500.000€	18 mois
Treizième résolution	Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail.	Montant nominal maximum de 70.000€	26 mois

N° de la résolution	Délégations données au Conseil d'Administration par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 16/02/2023	Montant nominal maximum autorisé	Durée de la délégation
---------------------	---	----------------------------------	------------------------

Neuvième résolution	Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes.	Montant nominal maximum de 3.162.000€	26 mois
--------------------------------	--	--	---------

4.10. Accords conclus par Osmozis qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Osmozis ou en cas de radiation de Osmozis de la cote

A sa connaissance, la Société n'a pas conclu d'accords significatifs qui seraient susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

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

A la connaissance de la Société, aucune indemnité n'est susceptible d'être versée aux mandataires sociaux ou aux principaux salariés qui démissionneraient ou seraient licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

4.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, la société a procédé le 12 avril 2024 à la désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financière de l'offre.

Le rapport du cabinet Crowe HAF en date du 6 juin 2024 est reproduit en annexe I du présent Projet de Note en Réponse et en fait partie intégrante.

6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Le Projet de Note en Réponse ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.osmozis-bourse.com).

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A 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 Gérard TREMBLAY
Directeur Général de Osmozis

Osmozis

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Osmozis SA initiée par la société Passman Corp

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte.....	6
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération	6
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.1.2.1 - Activité d'Osmozis	7
1.1.2.2 - Historique d'Osmozis	9
1.1.2.3 - Actionnariat d'Osmozis	10
1.1.2.4 - Description du marché.....	10
1.1.2.5 - Comptes consolidés d'Osmozis.....	12
1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2023.....	13
1.1.2.7 - Performance financière semestrielle février 2020-2024	18
1.1.2.8 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	21
1.2 - Contexte et opération envisagée	24
1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération	24
1.2.2 - Termes de l'Offre	26
2 - Présentation de l'expert indépendant.....	27
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	27
2.1.1 - Présentation générale	27
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	27
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	28
2.3 - Déclaration d'indépendance	29
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	29
2.5 - Rémunération	29
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	29
2.6.1 - Programme de travail	29
2.6.2 - Calendrier de l'étude	31
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées	31
2.6.4 - Informations utilisées	32
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante	34
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	36
3.1 - Données structurant l'évaluation	36
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	36
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	37
3.1.3 - Plan d'affaires	38

3.1.3.1 - Construction et approbation.....	38
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon	38
3.1.3.3 - Extrapolation du plan d'affaires	39
3.1.3.4 - Synergies	39
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	39
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	39
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)	40
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes	40
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	40
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	41
3.3.1 - Référence aux transactions récentes et en cours de réalisation sur le capital de la Société	41
3.3.1.1 - Référence à l'acquisition de blocs par l'Initiateur	41
3.3.1.2 - Transactions historiques sur le capital de la Société.....	44
3.3.1.3 - Conclusion	45
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	45
3.3.2.1 - Définition de la méthode	45
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires d'Osmozis.....	46
3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	49
3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	49
3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale	50
3.3.2.6 - Résultats chiffrés	50
3.3.2.7 - Analyse de sensibilité	51
3.3.2.8 - Synergies	51
3.3.3 - Référence au cours de bourse	52
3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	52
3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse	54
3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	55
3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	55
3.4.1 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	56
3.4.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	56
3.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers.....	58
3.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	58
3.4.1.4 - Application de la méthode	59
3.4.1.5 - Résultats	60
3.4.2 - Méthode des transactions comparables	60
3.4.2.1 - Choix des transactions	60
3.4.2.2 - Analyse des transactions.....	60
3.4.2.3 - Multiples obtenus	61

3.4.2.4 - Application de la méthode	62
3.4.2.5 - Résultats	62
4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	63
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	63
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	63
4.2.1 - Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société	63
4.2.2 - Référence aux transactions récentes sur le capital	64
4.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	64
4.2.3.1 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale	65
4.2.3.2 - Détermination du taux d'actualisation	65
4.2.3.3 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	66
4.2.3.4 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	66
4.2.4 - Référence au cours de bourse	67
4.2.5 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	67
4.2.5.1 - Choix de l'échantillon	67
4.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie	67
4.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des comparables	68
4.2.6 - Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	68
4.2.6.1 - Choix de l'échantillon	68
4.2.6.2 - Choix des multiples et méthodologie	68
4.2.6.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables	69
5 - Analyse des accords connexes à l'Offre	70
5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	71
5.1.1 - Réinvestissement des Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels dans le groupe de l'Initiateur	71
5.1.2 - Plan d'attribution gratuite d'actions Passman Top	72
5.1.3 - Analyse du Pacte d'Actionnaires relatif à l'Initiateur	73
5.1.4 - Engagement d'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprises et d'apport à l'offre des actions sous-jacentes	74
5.1.5 - Accords de liquidité concernant un plan d'actions gratuites d'Osmozis	74
5.1.6 - Conventions de prestation de services	75
5.1.7 - Accord de soutien à l'Offre avec la Société	75
5.2 - Conclusion sur les accords connexes	75
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	76
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	76

6.2 - Analyse et appréciation des observations	76
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	77
8 - Annexe - Lettre de mission.....	80

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Osmozis SA le 12 avril 2024 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE OSMOZIS SA
INITIEE PAR LA SOCIETE PASSMAN CORP**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») portant sur les actions de la société Osmozis SA (ci-après « Osmozis », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société Passman Corp, nous avons été nommés le 12 avril 2024 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I, 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil ; certains membres de son conseil d'administration ayant conclu des accords avec l'Initiateur devant conduire au changement de contrôle de la Cible au bénéfice de ce dernier ainsi que d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur l'appréciation du prix d'Offre; et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires d'Osmozis dans le cadre de l'Offre s'établit à 15,00€ par action.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

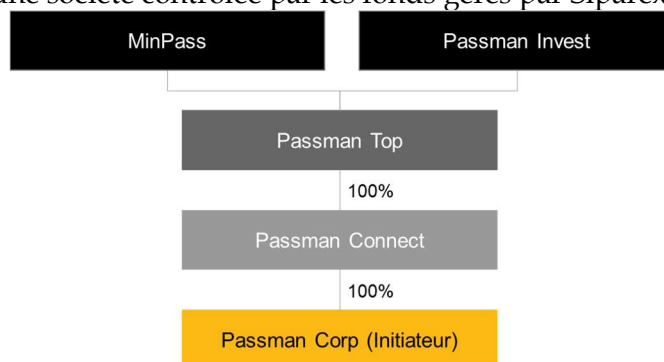
1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant et de sa mission
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations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

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Passman Corp (ci-après l'« Initiateur ») est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 4 rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 848.371.282. L'Initiateur est détenu directement à 100% par Passman Connect, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953.173.564 (« Passman Connect »), elle-même détenue directement à 100% par Passman Top, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953.358.264 (« Passman Top »), dont sont notamment actionnaires la société MinPass, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 4 Rue Édouard Aynard, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953.567.609 (« MinPass »), et la société Passman Invest, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 107, rue Servient - 69003 Lyon, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 953.359.619 (« Passman Invest »). Passman Invest est une société contrôlée par les fonds gérés par Siparex.



L'Initiateur fait partie du groupe Passman, leader en France et en Belgique des solutions connectées à destination des établissements d'accueil, de soins et de la défense. Souhaitant étendre sa croissance, le Groupe s'est internationalisé par le biais d'acquisition telles que Screen Services en 2018 et Taktik en 2021.

L'Initiateur détient à la suite des opérations réalisées le 6 juin 2024 et préalablement au dépôt de l'Offre 2.516.412 actions de la société Osmozis¹⁶, société objet de l'offre, représentant 84,70% de son capital.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

Osmozis SA est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 7 avenue de l'Europe, 34830 Clapiers, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Montpellier, sous le numéro 485.156.418, et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0013231180.

¹⁶ sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 2.971.058

1.1.2.1 - Activité d'Osmozis

Fondée en 2005, Osmozis SA est une entreprise spécialisée dans le développement, l'exploitation de réseaux maillés de bornes WiFi interconnectées destinés à assurer l'accès haut débit, ainsi que la fabrication et la commercialisation de solutions de connectivité pour les équipements et les infrastructures dans le secteur de l'IoT (Internet des Objets) appliqués principalement aux campings, aux villages vacances, aux résidences de tourisme et aux parcs résidentiels de loisirs.

La société propose à ses clients une gamme variée de produits répondant aux besoins spécifiques des utilisateurs finaux et s'engage à être un partenaire fiable pour les accompagner dans leur transition numérique. Cette offre comprend des solutions complètes et innovantes, adaptées aux différentes configurations et contraintes techniques, déployées en France ainsi qu'à l'international grâce à son réseau de filiales.

Osmozis offre des produits et des services visant à améliorer l'expérience utilisateur et à optimiser la gestion des infrastructures. Cela se traduit par la mise en place de réseaux WiFi haut débit, de systèmes de gestion de l'énergie et de l'eau, ainsi que de solutions de sécurité et de surveillance, permettant aux clients de proposer des services numériques innovants à leurs résidents et visiteurs.

En complément de son offre produits, Osmozis propose une gamme de services incluant des analyses préliminaires, des diagnostics techniques, des recommandations personnalisées et un support technique et commercial. Ces services comprennent également des formations pour les équipes opérationnelles et des outils de veille technologique pour anticiper les évolutions du marché et des réglementations.

La société est organisée autour de différentes divisions stratégiques, comprenant la connectivité WiFi, les solutions d'énergie et de gestion des ressources, ainsi que les services associés. Cette structure lui permet de mieux répondre aux besoins spécifiques de ses clients et de renforcer sa position sur le marché de l'IoT appliqué aux infrastructures de loisirs. Osmozis s'appuie sur son expertise en ingénierie et en recherche et développement, ainsi que sur sa réputation de fournisseur de solutions de qualité, pour maintenir sa position de leader sur le marché français et poursuivre son expansion sur les marchés internationaux en croissance.

Aujourd'hui, Osmozis propose une gamme variée de produits WiFi permettant de connecter sur site tous les vacanciers. La base de ce système est fondée sur un maillage réseau permis par OsmoMesh™. En effet, la solution OsmoMesh™ se distingue par une approche innovante du maillage WiFi, combinant plusieurs éléments clés pour une connectivité optimale. En intégrant un routage dynamique multicanal, un réseau d'antennes à directivité choisie et une gestion répartie multi-routeurs, OsmoMesh™ offre une performance unique.

Dans un contexte où les appareils intègrent de plus en plus le WiFi et la 4G/5G, les réseaux OsmoMesh™ sont parfaitement adaptés pour gérer la demande croissante en connectivité, notamment dans les lieux de villégiature où les réseaux mobiles peuvent être saturés. Cette capacité à répondre aux besoins en temps réel contribue à améliorer l'expérience utilisateur et à garantir une connectivité fluide, même dans des environnements à forte affluence.

La solution OsmoMesh™, objet de dépôts de brevets européens, se distingue par plusieurs caractéristiques clés :

- Des algorithmes avancés de gestion du trafic, spécialement optimisés pour prendre en charge simultanément des flux audio et vidéo multiples, tout en préservant une bande passante adéquate pour les applications de données ;
- La classification automatique de tout le trafic, basée sur les ports UDP / TCP, est effectuée en fonction des priorités et des caractéristiques spécifiques du trafic, garantissant une gestion efficace des ressources réseau ;

- Une gestion automatique des périphériques 802.11 à faible vitesse est assurée pour garantir la disponibilité de la bande passante nécessaire aux applications vidéos prioritaires, offrant ainsi une expérience utilisateur optimale même dans des conditions de réseau contraignantes ;
- Le système OsmoMesh™ surveille en permanence les canaux disponibles dans les bandes 2,4 GHz et 5 GHz, sélectionnant automatiquement le canal le plus approprié en fonction des conditions du réseau. Aucune intervention manuelle n'est requise, simplifiant ainsi la gestion et le déploiement du réseau.

La mise en place et le déploiement de ce maillage WiFi ont permis à Osmozis de développer de nouvelles opportunités dans l'IoT avec notamment la technologie LoRaWAN (*Long Range Wide Area Network*), protocole de communication sans fil conçu pour permettre la transmission de données à longue distance avec une consommation d'énergie minimale. Cette technologie a permis à Osmozis de développer les produits suivants :

- OsmoKey™ : système de verrouillage électronique connectée, sans câblage, permettant de remplacer les clés traditionnelles par un bracelet RFID ou par un code personnalisé et sécurisé. Ce système permet de réduire la gestion contraignante des clés traditionnelles et d'optimiser la sécurité des vacanciers, du personnel et des lieux en enregistrant l'ensemble des entrées/sorties.
- OsmoPay™ : moyen de paiement cashless permis par l'utilisation d'un bracelet RFID ou d'un QR Code fourni à l'arrivée des vacanciers au camping. Avec ce système, les vacanciers peuvent régler leurs achats dans l'ensemble des points de vente des sites de vacances (restaurant, snack, épicerie, ...). Chaque bracelet peut être chargé avec le montant souhaité à l'accueil des campings et/ou aux points de vente équipés d'OsmoPay™.
- OsmoCam™ : solution de vidéoprotection sans fil entièrement développée par le service R&D de la société. Cette dernière est brevetée et repose sur des normes IP ouvertes. Les caméras intérieures ou extérieures avec option anti-vandalisme fournissent une excellente qualité d'image avec des possibilités de très haute résolution pour la reconnaissance et l'identification des personnes de jour comme de nuit. Le déploiement de cette solution s'accompagne d'une surveillance permanente toute l'année à partir des centres de supervision réseaux d'Osmozis, garantissant une qualité de service supérieure.
- OsmoAlert™ : dispositif d'alerte sonore sans fil réparti sur les sites de vacances en plein air afin d'assurer la sécurité et d'alerter tous les vacanciers en cas de danger (incendie, inondation, tempête...). Ce dispositif est composé d'un micro avec touches préprogrammées, de haut-parleurs extérieurs et d'un dispositif de sécurisation de l'énergie via des batteries.
- OsmoPower™ : dispositif de contrôle des installations électriques permettant le renforcement de la sécurité des équipements, la gestion et la réduction de la consommation énergétique. En effet, OsmoPower™ permet un suivi en temps réel des consommations électriques et avertit la direction en cas de coupures d'électricité. Ce dispositif permet également d'intervenir à distance pour activer ou désactiver les alimentations en électricité des hébergements.
- OsmoWater™ est un dispositif de contrôle des réseaux d'alimentation en eau. Ce dernier permet d'économiser et d'optimiser la gestion de l'eau sur un site (camping, hôtel, résidence de vacances, hébergement touristique...). OsmoWater™ permet d'effectuer un relevé en temps réel des consommations d'eau sur les sites et avertit les gérants en cas de fuite ou de consommation excessive. Cet économiseur permet également d'intervenir à distance pour activer ou couper le débit d'eau.
- OsmoGestion™ : logiciel de gestion certifié NF203, permet de centraliser toutes les données administratives afin de permettre une gestion et un suivi en temps réel de l'ensemble des données du camping. Dans l'objectif d'une gestion centralisée et interconnectée, Osmozis a également développé OsmoVentes™
- OsmoVentes™ est un logiciel d'encaissement, de prise de commande et de gestion de stock dédié à tous types de commerces (boutique, épicerie, point de location...), d'établissements hôteliers et d'établissements de restauration (restaurant, snack, bar, cafétéria, brasserie...). En lien avec OsmoPay™, les vacanciers ont la possibilité de régler tous leurs achats avec leur bracelet RFID.
- OsmoFibre™ est une solution de connexion à la fibre optique visant à accroître la vitesse et le débit de connexion sur toute la zone et à améliorer la satisfaction des clients. Développée en

collaboration avec un fournisseur de premier plan dans le domaine de la fibre optique, cette offre est désormais disponible sur une grande partie du territoire français.

1.1.2.2 - Historique d'Osmozis

Osmozis est fondée en 2005 par Gerard Tremblay et Yves Boulot dans l'Hérault, à Clapiers, avec pour objectif le développement et la mise en place d'un maillage de système WiFi pour les lieux de tourisme en plein air. Trois ans plus tard, en 2008, Osmozis finalise le développement de ses premières bornes WiFi avec une technologie propriétaire. En effet, durant ses trois premières années d'existence Osmozis a eu recours à de la technologie externe hollandaise.

Moins de sept ans après sa création, Osmozis avait déjà équipé plus de 400 sites avec ses produits, et cela, sans avoir encore constitué d'équipe commerciale. En parallèle du développement des bornes WiFi, Osmozis développe une solution de vidéo-surveillance sans fil nommée OsmoCam.

De 2013 à 2016, Osmozis a œuvré au développement de son offre en France tout en amorçant son développement à l'international et notamment en Espagne et en Italie avec l'ouverture d'Osmozis Iberia (Espagne) et Osmozis Italia, toutes deux détenues à 100% par Osmozis SA. En 2014, une nouvelle activité « services connectés » est proposée.

En 2017, Osmozis est introduite en bourse sur le marché Euronext Growth, anciennement Alternext. L'objectif de cette introduction en bourse était de lever des fonds afin de financer la croissance de la société, notamment en vue d'acquisition stratégiques. Ainsi, en décembre 2017, Osmozis procède à l'acquisition de Logmis à 100% pour 700k€. Logmis est un éditeur de logiciels spécialisé dans la gestion des centres de vacances, et il disposait d'un portefeuille de 300 clients en France et en Espagne, générant un chiffre d'affaires en année pleine de 300k€.

En mai 2019, Osmozis continue son développement et sa croissance en faisant l'acquisition de 100% des parts d'EWI-Médiawifi pour 1,9m€, dont 1,4m€ en numéraire et 0,5m€ par rémunération en actions auto-détenues (soit 48.780 actions). Ce dernier est un fournisseur d'infrastructures WiFi destinées à la mise en place de services d'accès Internet haut débit, de télévision mobile et de vidéosurveillance. Fort d'une quinzaine de collaborateurs, EWI-Médiawifi gérait un réseau de plus de 8.000 bornes WiFi sur 600 sites couvrant 50.000 emplacements. Ensemble, le Groupe constitué exploite dorénavant un réseau de près de 29.000 bornes WiFi installées sur plus de 1.800 sites, couvrant 288.789 emplacements (mobil-homes, chalet, logements) et des zones touristiques (collectivités, offices de tourisme, plages).

En fin d'année 2019, le Groupe Osmozis réalise une levée de fonds de 4m€ dans le cadre d'un placement privé d'obligations convertibles en actions réalisé avec suppression du droit préférentiel de souscription (DPS) auprès d'investisseurs professionnels. Les deux sociétés d'investissement ayant permis cette levée de fonds sont Eiffel Investment Group et Vatel Capital. Le prix de conversion est fixé à 11,3 € supérieur au prix de 10,5 € de l'introduction en bourse d'Osmozis en février 2017 et supérieur de 30,6% au cours de 8,65 € du 24 décembre 2019.

En avril 2023, Osmozis réalise une augmentation de capital avec maintien du DPS de 7,0m€, soit une levée de 679.158 actions au prix de 10,25€ par action. Cette augmentation a été un succès car elle était supérieure à 138,4% du montant initial. Pour répondre à la demande importante, les fondateurs ont eux-mêmes cédé 97.562 actions qu'ils détenaient au prix de 10,25€ par actions, soit 1m€.

En octobre 2023, le Groupe acquiert 100% des parts de Camping Connect pour 2,2m€, rémunéré à hauteur de 70% en numéraire grâce au produit de la levée de fonds réalisée plus tôt dans l'année et 30% en actions auto-détenues, valorisées sur la base d'un prix fixe par action de 10,25€. De plus, un montant complémentaire pouvant atteindre un maximum de 1m€ pourra être versé selon des critères de performance de l'activité de Camping Connect au cours des trois exercices suivant l'acquisition. Camping Connect est un fournisseur de solutions WiFi pour l'industrie des loisirs, créée en 2011 et basée à Swansea au Royaume-Uni. La société déploie des offres équivalentes au déploiement WiFi d'Osmozis, sur environ 60.000 emplacements connectés et repartis sur 360 sites clients à travers le Royaume-Uni, le 2^{ème} marché européen après la France avec 3.500 campings. Cette acquisition porte

le nombre total d'emplacements gérés par Osmozis à environ 400.000, renforçant ainsi le poids du Groupe sur le marché européen.

1.1.2.3 - Actionnariat d'Osmozis

A la date du dépôt du projet d'Offre et à la suite de l'acquisition par le Groupe Passman le 28 mai 2024 de l'ensemble des blocs d'actions auprès des Fondateurs, des Autres Actionnaires Individuels et Autres Actionnaires Institutionnels, portant sur un total de 2.516.412 actions représentant 84,7% du capital, le capital d'Osmozis sera majoritairement détenu par l'Initiateur.

Préalablement à l'acquisition des actions d'Osmozis par l'Initiateur, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Osmozis - Détail de l'actionnariat préalablement à l'acquisition des actions Osmozis hors marché par l'Initiateur					
Actionnaires	Nombre d'actions ordianires	% du capital (non dilué)	BSPCE	Total des actions (pleinement dilué)	% du capital (pleinement dilué)
Flottant	1 678 806	57,7%	64 500	1 743 306	58,1%
<i>dont autres actionnaires</i>	349 771	12,0%	27 500	377 271	12,6%
<i>dont Autres Actionnaires Institutionnels***</i>	531 498	18,3%	0	531 498	17,7%
<i>dont LBO Asset Management GmbH (ex Shape Q)</i>	795 884	27,3%	0	795 884	26,5%
<i>dont Managers</i>	1 653	0,1%	37 000	38 653	1,3%
Fondateurs	1 062 487	36,5%	23 500	1 085 987	36,2%
<i>dont Yves Boulot*</i>	541 035	18,6%	11 750	552 785	18,4%
<i>dont Gérard Tremblay*</i>	521 452	17,9%	11 750	533 202	17,8%
Actionnaires de Camping Connect	64 390	2,2%	0	64 390	2,1%
<i>dont Benjamin Griffiths</i>	32 195	1,1%	0	32 195	1,1%
<i>dont Rhodri Johns</i>	32 195	1,1%	0	32 195	1,1%
Actions propres (autodétention)	93 489	3,2%	0	93 489	3,1%
Actions propres (contrat de liquidité)**	11 386	0,4%	0	11 386	0,4%
Total des actions	2 910 558	100,0%	88 000	2 998 558	100,0%

Source : Projet de Note d'Information
 *Détention directe et indirecte
 **Contrat de liquidité Tradition Securities and Futures
 *** dont fonds représentés par Eiffel Investment Group, fonds représentés par Vatel Capital, fonds représenté par Axxion et Montblanc Alpen Stock

1.1.2.4 - Description du marché

Osmozis est un acteur important du marché des solutions WiFi et des objets connectés dans le secteur de l'hôtellerie en plein air et plus spécifiquement des campings.

La France compte plus de 861.000⁴ emplacements de camping, se positionnant en tête des solutions d'hébergement en termes de capacités et dépassant ainsi les solutions hôtelières classiques (16.850 hôtels pour 652.000 chambres en 2022). Durant la crise sanitaire, l'hôtellerie de plein air a connu une préférence marquée des vacanciers. Les campings ont ainsi surperformé par rapport à l'hôtellerie traditionnelle durant les étés 2020, 2021 et 2022. Cette tendance s'explique notamment par la perception des campings comme offrant des emplacements en extérieur avec moins de risque de contamination. Les campings ont connu une croissance de fréquentation en 2022. (+7,6% par rapport à 2019)¹⁷.

Si les hôtels ont enregistré une hausse de fréquentation en 2023 (+5%)⁴, celle-ci est principalement due à la clientèle étrangère. En effet, face à l'inflation, les ménages français ont, eux, privilégié des modes d'hébergements moins coûteux et notamment les campings. En 2023, l'hôtellerie en plein air a enregistré une affluence historique, atteignant près de 142 millions de nuitées¹⁸. La fréquentation record des campings a été stimulée par leur positionnement proche de la nature, offrant aux vacanciers une expérience unique et propice aux activités en plein air. Cette tendance s'inscrit parfaitement dans la demande croissante de tourisme écologique, renforcée par la crise sanitaire. De nombreux campings ont adopté des initiatives de développement durable pour renforcer leur aspect écologique, telles que le programme d'affiliation "Maeva Respire" lancé par P&V en 2021 ou le concept "Nomad" proposé par

¹⁷ Etude Xerfi – L'hôtellerie en France

¹⁸ Avis d'expert Xerfi – L'hôtellerie plein air, mode d'hébergement préféré des français

Odalys. De plus en plus de réseaux de campings adhèrent également à des labels environnementaux tels que la Clef Verte ou Refuge LPO.

En outre, la crise sanitaire a plus généralement accéléré la digitalisation de l'industrie hôtelière, incitant les hôteliers à adopter des solutions sans contact pour répondre aux attentes des clients et réduire les risques de contamination. Des initiatives telles que "Accor Key" déployées par le groupe Accor et le label "Smart Inside" lancé par Louvre Hotels Group témoignent de cette tendance. Outre les considérations sanitaires, la digitalisation vise à répondre aux besoins d'une clientèle de plus en plus connectée et à améliorer la gestion opérationnelle des établissements. Les hôtels affiliés à des chaînes nationales ont un avantage digital sur les indépendants, bénéficiant de ressources financières plus importantes pour développer des outils internes et imposer des normes numériques à leurs membres.

L'hôtellerie en plein air présente néanmoins un retard en matière de digitalisation par rapport à l'hôtellerie traditionnelle, en particulier en ce qui concerne l'accès au WiFi et l'adoption de services basés sur l'IoT (Internet des objets). Cette disparité se manifeste notamment dans l'intégration de services tels que la domotique pour la gestion des équipements et des installations. En conséquence, les campeurs et les vacanciers en plein air bénéficient souvent d'options de connectivité limitées et de services moins avancés par rapport à ce qu'ils attendraient dans un hôtel traditionnel. Cela souligne le besoin accru pour l'hôtellerie en plein air de rattraper son retard dans le domaine de la digitalisation afin de rester compétitif sur le marché du tourisme.

Pour répondre à ce besoin grandissant, des acteurs français comme Osmozis proposent la commercialisation, l'installation et la maintenance de solutions de WiFi et IoT, permettant aux clients de bénéficier d'un accès Internet fiable et rapide sur l'ensemble de leur site, et des services de connectivité notamment en extérieur améliorant la gestion des sites et l'expérience des vacanciers.

Osmozis opère dans l'industrie de l'installation et de la maintenance des services de télécommunications. Celle-ci consiste en la transmission et le routage de signaux au travers de réseaux de télécommunications, excluant toutefois la diffusion radio et télévisuelle. Elle peut être divisée en cinq sous-secteurs :

- L'accès à internet : services de connectivité à internet, catégorie à laquelle Osmozis appartient.
- Les services voix : services de téléphonie.
- La transmission de données : ces services comprennent des solutions complexes et sécurisées telles que les interconnexions de réseaux internes d'entreprise (LAN) ou les liaisons louées pour des transferts de données importants.
- L'hébergement : ces services fournissent des solutions pour stocker des données et des applications en ligne. Cela inclut le *cloud computing*, où les entreprises peuvent accéder à des ressources informatiques à la demande via Internet, ainsi que des services d'hébergement de sites Web et d'applications.
- Les solutions *machine to machine* : ces services permettent la communication automatique entre les machines, sans intervention humaine. Ils sont utilisés dans divers domaines tels que la gestion de flottes automobiles, le suivi d'équipements, la surveillance à distance et la sécurité, ainsi que dans les systèmes de paiement électronique.

Les principaux déterminants de l'activité sont les suivants :

- Le nombre d'abonnements Internet est crucial pour mesurer l'activité des entreprises de services télécoms. Chaque abonnement représente une opportunité potentielle pour des opérations d'installation et/ou de maintenance d'infrastructures réseau.
- La capacité des entreprises du secteur à fournir une gamme complète de services à forte valeur ajoutée, allant de l'installation à la maintenance, en passant par les solutions numériques telles que la cybersécurité, le cloud et l'IoT, devient un avantage concurrentiel majeur. Pour s'adapter à la demande et se démarquer de la concurrence, les spécialistes de l'installation et de la maintenance des services de télécommunications élargissent leur offre vers des services et des équipements plus sophistiqués, tels que le routage intelligent, les solutions de téléphonie

basées sur le cloud et la mise en place de centres d'appels intégrés. En outre, les opérateurs proposent de plus en plus de solutions et de services regroupés en packages.

- Les tarifs des services offerts par les entreprises spécialisées dans l'installation et la maintenance des réseaux et équipements de télécommunications sont un facteur crucial pour leurs revenus. Ces tarifs dépendent largement de l'évolution des coûts des équipements achetés auprès des fournisseurs. Les entreprises offrant des services de maintenance et d'installation de solutions de télécommunication demeurent étroitement liées aux fabricants d'équipements réseau, ce qui les expose indirectement aux risques associés à ces derniers.

Après une hausse de 6% en 2023¹⁹, le chiffre d'affaires du secteur de l'installation et de la maintenance des services de télécommunications devrait connaître une augmentation plus modérée de 2% en 2024. La continuation du déploiement des infrastructures 5G et l'activation de nouveaux datacenters contribueront à soutenir l'activité. Cependant, cette dynamique ralentira davantage, en raison notamment d'un plan France THD (Très Haut Débit) moins dynamique, la plupart des régions du pays étant déjà équipées en fibre. De plus, la persistance d'une conjoncture peu favorable dans le secteur immobilier des bureaux limitera le potentiel de croissance du secteur, le marché étant principalement porté par les services aux entreprises. Le marché des communications électroniques en France est évalué par l'ARCEP (Autorité de Régulation des Communications Electroniques) à près de 40 Mds€⁶.

La croissance du secteur est à mettre en relation avec la hausse du nombre d'abonnements Internet (+2%)⁶ sur l'année 2023. Au cours des deux dernières années, la dynamique du marché des télécommunications a été largement influencée par l'essor du très haut débit, notamment grâce à l'adoption croissante de la fibre optique. Cette dernière représente désormais environ 65% des abonnements internet, marquant une progression de 10 points en un an jusqu'au troisième trimestre 2023, et constitue 87% des forfaits à très haut débit, soit une augmentation de 4 points sur la même période⁶. De plus, l'adoption du WiFi 6/6E⁶ a stimulé davantage cette tendance, offrant des performances améliorées et une connectivité plus rapide pour les utilisateurs. Selon les prévisions de l'institut Maravedis, l'avènement du WiFi 7 devrait se produire plus rapidement que prévu initialement, avec une standardisation attendue dès mai 2024.

Les acteurs du marché diversifient de plus en plus leurs activités, proposant des solutions de connectivité, d'Internet des Objets et de domotique, comme Osmozis avec sa gamme Osmo d'objets connectés, afin d'adresser une demande grandissante du marché. Le marché de la domotique représenterait en 2023 environ trois milliards d'euros²⁰ en France, avec des ventes qui ont doublé entre 2020 et 2023.

1.1.2.5 - Comptes consolidés d'Osmozis

Le périmètre de consolidation du groupe Osmozis, comprend la société tête de groupe Osmozis SA et 3 filiales, dont 2 sociétés créées dans le cadre du développement du groupe à l'international et Camping Connect, société acquise en octobre 2023 dans le cadre de l'expansion du Groupe sur le marché britannique. L'ensemble des sociétés sont consolidés par intégration globale. Au 29 février 2024, le périmètre de consolidation du groupe Osmozis comprenait les sociétés suivantes :

Périmètre de consolidation du groupe Osmozis au 29 février 2024				
Société	Pays d'activité	Méthode de conso.	% d'intérêts	% de contrôle
Osmozis SA	France	Société mère	n.a	n.a
Osmozis Iberia	Espagne	Intégration globale	100%	100%
Osmozis Italia	Italie	Intégration globale	100%	100%
Camping Connect	Royaume-Uni	Intégration globale	100%	100%

Du fait de la cotation sur Euronext Growth Paris, les comptes consolidés de la Société sont établis selon les principes comptables et les règles d'évaluation fixés par la loi et le code de commerce, en conformité avec le règlement CRC n° 99-02 relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et des entreprises publiques (normes comptables françaises). Les comptes ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 août 2020 et 2023.

¹⁹ Etude Xerfi - L'installation et la maintenance de services de télécommunications

²⁰ Statista - Les objets connectés - faits et chiffres

1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2023

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

Osmozis - Compte de résultat				
En k€	FY 19-20	FY 20-21	FY 21-22	FY 22-23
Service premium d'abonnement	3 387	6 034	8 642	10 615
<i>Dont services IoT connectés</i>	901	1 801	3 040	3 880
<i>Dont WiFi Premium</i>	2 486	4 233	5 602	6 735
Consommation périodique WiFi	4 618	3 560	2 950	2 081
Chiffre d'affaires total	8 005	9 594	11 592	12 696
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	19,9%	20,8%	9,5%
Production immobilisée	1 063	1 966	2 542	2 710
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	13,3%	20,5%	21,9%	21,3%
Subventions d'exploitation	0	8	31	26
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	0,0%	0,1%	0,3%	0,2%
Crédit Impôt Recherche Innovation	263	336	395	364
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	3,3%	3,5%	3,4%	2,9%
Autres charges d'exploitation	-4 452	-4 155	-5 078	-5 118
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	55,6%	43,3%	43,8%	40,3%
Charges de personnel	-4 211	-4 464	-5 224	-5 523
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	52,6%	46,5%	45,1%	43,5%
Achats consommés	-100	-6	-357	-604
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	1,2%	0,1%	3,1%	4,8%
Dotations et reprises aux provisions	-37	11	166	-18
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	0,5%	-0,1%	-1,4%	0,1%
Impôts taxes	-170	-163	-186	-182
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	2,1%	1,7%	1,6%	1,4%
Autres charges et produits d'exploitation	19	41	95	98
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	0,2%	0,4%	0,8%	0,8%
Charges opérationnelles	-7 625	-6 425	-7 617	-8 246
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	95,2%	67,0%	65,7%	64,9%
EBITDA*	380	3 169	3 974	4 450
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	4,8%	33,0%	34,3%	35,1%
Dotations aux amortissements sur immobilisations	-1 865	-2 184	-2 538	-2 861
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	23,3%	22,8%	21,9%	22,5%
Résultat d'exploitation	-1 485	985	1 436	1 589
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-18,5%	10,3%	12,4%	12,5%
Résultat financier	-844	-106	-148	-723
Résultat exceptionnel	-129	-125	-65	-63
Impôt sur le résultat	491	236	-217	-102
Résultat net	-1 966	990	1 007	702

Source : Rapports annuels au 31 août 2020, 2021, 2022 et 2023 d'Osmozis

*EBITDA : Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

Correspond au résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires a été analysée sur les sept derniers exercices (2016/2017 à 2022/2023). Le taux de croissance annuel moyen (TCAM) constaté sur la période s'établit à 8,0%. Le chiffre d'affaires est composé de deux services principaux :

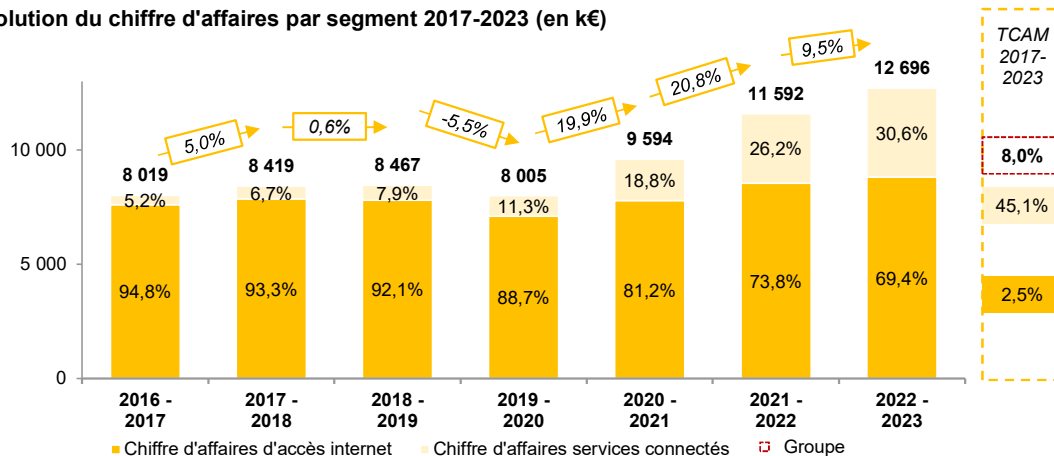
- L'accès à internet, réunissant les formules « Premium » et « Partage ». Dans le cadre de la formule « Premium » Osmozis met à disposition des exploitants des points d'accès WiFi et leur facture l'intégralité du prix du contrat laissant à ces derniers le soin de charger comme bon leur semble les vacanciers. Pour ces contrats, les clients s'engagent 5 ans en moyenne auprès d'Osmozis, assurant un revenu récurrent pour la Société. Contrairement à l'abonnement « Premium », la formule « Partage » repose sur un modèle de facturation en fonction de la

consommation périodique des vacanciers, puis du partage des revenus avec l'exploitant. Depuis le 1^{er} septembre 2021, le Groupe se focalise sur sa proposition de services « Premium » et ne propose plus à ses nouveaux clients l'option « Partage ».

- Les services connectés, comprenant une gamme complète de produits IoT

L'évolution du chiffre d'affaires et sa composition sur la période historique mettent en exergue deux périodes distinctes : la première allant de 2017 à 2020 et la seconde de 2020 à 2023. Les graphiques exposés ci-dessous présentent une analyse détaillée du chiffre d'affaires des deux périodes :

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2017-2023 (en k€)



Evolution du chiffre d'affaires de 2017 à 2020

Entre 2017 et 2020, les croissances de chiffre d'affaires Osmozis sont assez hétérogènes et affectées notamment par des changements fréquents de direction commerciale puis par la crise sanitaire.

En 2016-2017, le chiffre d'affaires Osmozis qui s'élevait à 8.019k€ se composait essentiellement du revenu issu de la mise en service de point d'accès WiFi et de consommation WiFi (94,8%) et de celui des services connectés IoT dans une moindre mesure (5,2%). L'activité a notamment été stimulée par une augmentation de 15,0% du nombre d'emplacements couverts par l'offre Osmozis.

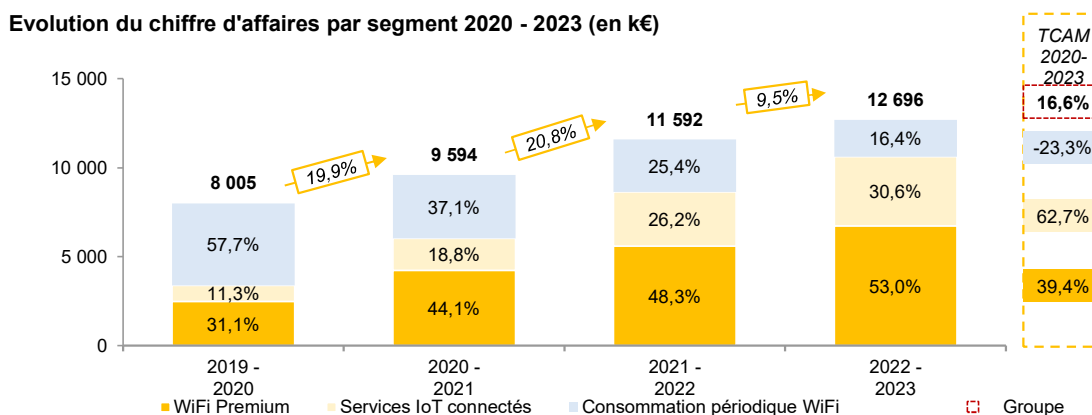
Le revenu atteint par la suite 8.419k€ en 2017-2018 (+5,0%). Le chiffre d'affaires d'accès internet s'affichait en hausse de 3,4% suite au gain de nouveaux emplacements (+4,3%) et à une accélération de la migration de l'offre « Partage » en offre « Premium ». Le succès du forfait Famille (proposant 3 accès internet à un prix avantageux) a également contribué à la croissance de l'activité pour cette année. Le chiffre d'affaires des services connectés a lui connu une croissance de 35% grâce à la demande croissante de services professionnels. Cette augmentation a été encouragée par le déploiement de nouvelles solutions, et l'acquisition de Logmis.

En 2018-2019, le chiffre d'affaires de la Société s'élevait à 8.467k€ soit une croissance de (0,6%), plus modérée à l'image d'une baisse de 0,8% du chiffre d'affaires d'accès internet compensée par une augmentation de 19,1% du chiffre d'affaires des services connectés, avec le déploiement d'OsmoRelax™ et OsmoPay™. Le chiffre d'affaires comprend notamment une part (800k€ pour 3 mois environ) du chiffre d'affaires de la société EWI-Médiawifi acquise en mai 2019.

Le chiffre d'affaires 2019-2020 atteint 8.005k€, soit une diminution de 5,5%. Le revenu d'accès internet s'établissait à 7.104k€ affichant une baisse de 9,7% malgré une augmentation du nombre d'emplacements (+2%), en lien avec le contexte de crise sanitaire mondiale et l'absence de vacanciers, ayant fortement impacté le revenu issu de la formule « Partage ». Au cours du second semestre, la progression des nouvelles installations a également été freinée par les effets de la crise sanitaire, en raison de la réouverture tardive des établissements. Le chiffre d'affaires des services connectés enregistrait une croissance soutenue de 25,0%. Cette dynamique a principalement été alimentée par l'enrichissement continu de l'offre, et l'apparition de nouveaux services tels que OsmoWater™ (gestion et économie de l'eau) et OsmoKey™ (serrures connectées).

Evolution du chiffre d'affaires de 2020 à 2023

La répartition du chiffre d'affaires par segments de produits entre 2020 et 2023 est présentée dans le graphique ci-dessous.



A compter de 2020, la ventilation du chiffre d'affaires a évolué, reflétant un repositionnement stratégique vers la formule dite premium. Osmozis s'est peu à peu détaché du modèle de consommation périodique pour se tourner vers les services d'abonnement où les revenus sont récurrents et sécurisés (premium), comprenant la mise à disposition de points d'accès WiFi mais également l'intégralité de la gamme de produits IoT connectés. La période est également marquée par la réorganisation de la direction commerciale et sa stabilité depuis 2020.

En 2020-2021, le chiffre d'affaires affichait une croissance de 19,9% pour atteindre 9.594k€. Le chiffre d'affaires des Services Premium d'abonnement (WiFi premium pour 4.233k€ et Services IoT connectés pour 1.801k€), qui constitue un pilier essentiel de la stratégie de déploiement commercial, s'élève à 6.034k€, enregistre une croissance significative de 78,2%.

Cette performance est attribuée au succès continu de la vaste gamme de services connectés destinés aux exploitants, qui constituait 18,8% du chiffre d'affaires total contre 11,3% en 2019-2020. La Consommation Périodique (offre « Partage ») s'établit à 3.560k€, enregistrant une baisse de 22,9%. Cette diminution est en ligne avec la stratégie d'Osmozis visant à transformer cette consommation en WiFi premium.

Le chiffre d'affaires de la période 2021-2022 s'élevait à 11.592k€, soit une hausse de 20,8% par rapport à 2020-2021. Le chiffre d'affaires des Services Premium d'abonnement (comprenant le WiFi Premium et les Services IoT connectés) a enregistré une croissance notable de 43,2%, atteignant ainsi 8.642k€. La progression du chiffre d'affaires est également due à la forte croissance des Services connectés, qui ont augmenté de 68,8% par rapport à l'exercice précédent (2020-2021). Les produits tels qu'OsmoCam, OsmoPower/Water et OsmoKey ont confirmé leur ascension, contribuant de manière significative au chiffre d'affaires de ce segment.

Parallèlement, le chiffre d'affaires du WiFi Premium a également augmenté de 32,3%, atteignant 5.602k€. La part des Services Premium d'abonnement dans le chiffre d'affaires total a augmenté de plus de 12 points pour atteindre 74,6%, offrant ainsi une meilleure récurrence et prédictibilité de l'activité d'Osmozis.

La Consommation Périodique WiFi s'est établie à 2.950k€, enregistrant une baisse maîtrisée de 17,1%, illustrant ainsi l'arrêt de la commercialisation de cette formule concrétisé le 1^{er} septembre 2021, date à laquelle Osmozis a décidé de ne plus proposer cette offre à ses nouveaux clients.

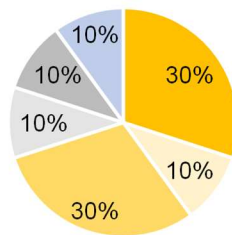
En 2022-2023, le chiffre d'affaires atteint 12.696k€ affichant une croissance de 9,5%. Le chiffre d'affaires des Services Premium d'abonnement, au cœur de la stratégie de déploiement commercial, a enregistré une nouvelle croissance nette de 22,8%, atteignant ainsi 10.615k€. Cette progression est notamment due :

- Aux Services connectés, qui ont enregistré une croissance de 27,6% sur un an, atteignant 3.880k€. OsmoCam™, OsmoPower/Water™, OsmoKey et OsmoGestion™ ont continué de susciter une forte demande, demeurant ainsi les principaux contributeurs au chiffre d'affaires de ce segment. Osmozis a notamment triplé le nombre d'OsmoKey déployées au cours de l'exercice.
- Au WiFi Premium, qui a également enregistré une croissance de 20,2%, atteignant 6.735k€.

La part des Services Premium d'abonnement a nettement progressé pour atteindre 83,6% (+9.0 points) du chiffre d'affaires total d'Osmozis en 2022-2023. La Consommation Périodique WiFi a quant à elle enregistré une baisse de 29,5%, s'établissant à 2.081k€, en cohérence avec la stratégie de l'entreprise.

Sur cet exercice, les produits IoT connectés représentent 30,6% du chiffre d'affaires total, répartis de la façon suivante :

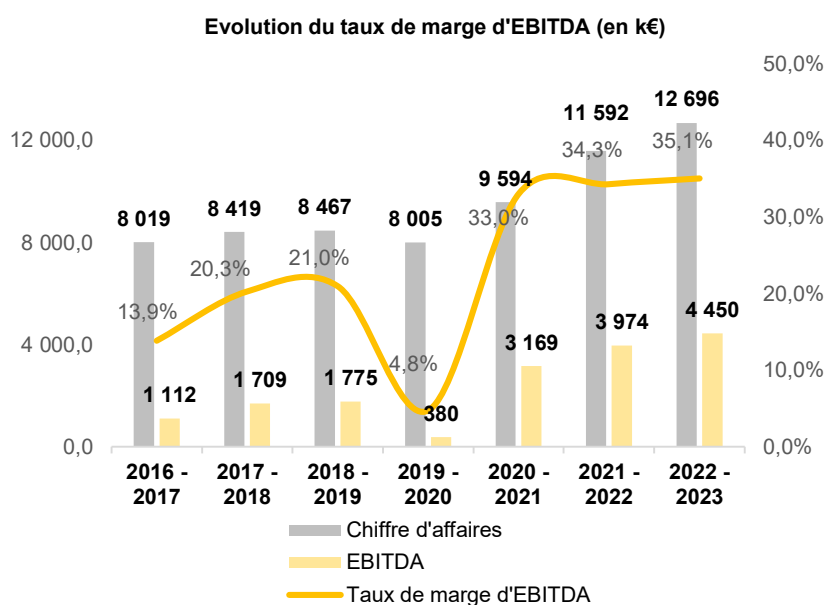
Répartition du chiffre d'affaires IoT sur le dernier exercice clos (2022-2023)



- OsmoCam™
- OsmoKey™
- OsmoGestion™ et OsmoPay™
- OsmoAlert™
- OsmoFibre™
- OsmoWater™ et OsmoPower™

EBITDA²¹

L'évolution de la marge d'EBITDA historique d'Osmozis sur la période 2017-2023 est présentée ci-dessous :



La Société immobilise ses frais de Développement ainsi que les coûts d'installations et de déplacements associés à l'installation de nouveaux sites sur la base de fiche de temps, et constate ainsi de la production immobilisée dans ses comptes. Les productions immobilisées évoluent corrélativement avec l'effort de R&D et des nouvelles installations réalisées sur l'exercice. Osmozis perçoit également un produit de Crédit Impôt Recherche Innovation (ci-après « CIRI ») qui reste stable et en cohérence avec l'effort de R&D qui est relativement stable sur la période.

Les charges opérationnelles courantes d'Osmozis comprennent principalement les charges de personnel (43,5% du chiffre d'affaires en 2022-2023), ainsi que les autres charges d'exploitation (40,3% du chiffre d'affaires en 2022-2023), principalement constituées de commissions sur ventes correspondant à une rétrocession de 25% du prix des contrats WiFi aux exploitants pour leur mise à disposition de poteaux, points électriques et accès internet. Les charges d'exploitation sont également composées des achats consommés correspondant à l'achat de matériel informatique (boxes WiFi et OsmoKey™) dans le cadre de ventes sèches de matériel.

Entre 2016 et 2018, la marge d'EBITDA s'affichait en progression de 6,4 points passant de 13,9% du chiffre d'affaires en 2016-2017 à 20,3% en 2017-2018. Cette hausse s'explique notamment par un effet de levier de la croissance de l'activité sur les coûts opérationnels d'Osmozis, par une meilleure absorption des coûts fixes, permettant une amélioration de la marge. La marge d'EBITDA affichait une croissance plus modérée entre 2018 et 2019 et atteignait 21,0% du chiffre d'affaires, en lien avec une augmentation plus tempérée du chiffre d'affaires (+0,6%). La Société a néanmoins pu bénéficier de l'intégration d'EWI-Médiawifi sur les trois derniers mois de l'exercice ayant eu un impact positif sur l'EBITDA.

L'année 2019-2020 a été marquée par une baisse importante de la marge d'EBITDA (4,8% du chiffre d'affaires contre 21,0% en 2018-2019) en lien avec la crise sanitaire et son impact mondial sur le secteur du tourisme.

Entre 2020 et 2021, la marge d'EBITDA s'affichait en forte progression atteignant 33,0% du chiffre d'affaires. Le groupe a renforcé l'impact de la croissance sur la rentabilité en réduisant ses charges d'exploitation de 1.200k€, grâce à un effort constant d'optimisation et de maîtrise des coûts, ainsi qu'à

²¹ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements.

la diminution des commissions sur ventes résultant du transfert des contrats de consommations WiFi du Périodique (« Partage ») vers le « Premium », offrant une plus grande valeur ajoutée.

La marge d'EBITDA se stabilise par la suite entre 2021 et 2023, atteignant respectivement 34,3% et 35,1% du chiffre d'affaires, la société ayant poursuivi son travail sur la maîtrise des coûts et accéléré la conversion des contrats partagés en premium, plus rentables.

En 2022-2023, l'EBITDA s'élève à 4.450k€ soit 35,1% du chiffre d'affaires, une amélioration de 0,8 points par rapport à 2021-2022, en lien avec une politique d'achats rigoureusement encadrée et une réduction des charges de personnel de 1,6 points par rapport à l'exercice précédent, atteignant 43,5% du chiffre d'affaires. Parallèlement, les autres charges sont restées quasiment stables à 5.118k€ et ont ainsi diminué en valeur relative (40,3% du chiffre d'affaires contre 43,8% en 2021-2022).

Le résultat d'exploitation (EBIT²²)

En 2022-2023, le taux de marge d'EBIT est en amélioration et s'élève à 12,5% contre 12,4% en 2021-2022, bénéficiant de l'augmentation de l'EBITDA malgré une augmentation des dotations aux amortissements en lien avec l'augmentation des productions immobilisées en matériels installés.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à -723k€ en 2022-2023 et est constitué de charges d'intérêts (-364k€), d'une dotation aux provisions concernant la prime de non-conversion d'obligations convertibles (-294k€), d'une charge liée à la prime de non-conversion payée lors du remboursement de 1.000k€ d'emprunt obligataire (-181k€), d'une reprise pour dépréciation des VMP liée aux actions Orange SA cédées en totalité avant le 31 août 2023 (222k€) et d'autres produits et charges (-105k€).

La baisse du résultat financier en 2022-2023 est principalement liée aux primes de non-conversion (charges payées ainsi que dotations) (0k€ en 2022 contre -475k€ en 2023).

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 702k€ en 2022-2023. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 102k€ composée de la charge d'impôt exigible et d'un produit d'impôt différée pour un montant respectif de 124k€ et -22k€.

La baisse du résultat net en 2022-2023 par rapport à 2021-2022 s'explique principalement par le résultat financier intégrant le coûts des primes de non-conversion des obligations convertibles constatés en 2022-2023 et mentionnés ci-dessus.

1.1.2.7 - Performance financière semestrielle février 2020-2024

Le compte de résultat à fin février (28 ou 29) 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024 (premiers semestres des exercices clos au 31 août 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024) se présente comme suit :

²² EBIT : Earnings Before Interests and Taxes

Osmozis - Compte de résultat					
En k€	HY 19-20	HY 20-21	HY 21-22	HY 22-23	HY 23-24
Service premium d'abonnement	2 308	2 590	3 757	4 694	5 648
<i>Dont services IoT connectés</i>	n.c.	670	1 349	1 845	2 098
<i>Dont WiFi Premium</i>	n.c.	1 920	2 408	2 849	3 550
Consommation périodique WiFi	822	522	461	389	437
Chiffre d'affaires total	3 130	3 112	4 218	5 083	6 085
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>-0,6%</i>	<i>35,5%</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,7%</i>
Production immobilisée	545	767	988	1 423	1 715
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>17,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>23,4%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,2%</i>
Subventions d'exploitation	0	0	0	15	183
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,3%</i>	<i>3,0%</i>
Crédit Impôt Recherche Innovation	122	158	197	180	0
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>0,0%</i>
Autres charges d'exploitation	-2 050	-1 592	-1 971	-2 056	-2 342
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>65,5%</i>	<i>51,2%</i>	<i>46,7%</i>	<i>40,5%</i>	<i>38,5%</i>
Charges de personnel	-2 121	-2 084	-2 547	-2 848	-3 213
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>67,8%</i>	<i>67,0%</i>	<i>60,4%</i>	<i>56,0%</i>	<i>52,8%</i>
Achats consommés	-53	-34	-309	-375	-290
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>4,8%</i>
Dotations et reprises aux provisions	50	4	42	8	3
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>0,0%</i>
Impôts taxes	-95	-92	-79	-93	-86
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,4%</i>
Autres charges et produits d'exploitation	-5	13	14	63	41
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,7%</i>
Charges opérationnelles	-3 607	-2 860	-3 665	-3 684	-3 990
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>115,3%</i>	<i>91,9%</i>	<i>86,9%</i>	<i>72,5%</i>	<i>65,6%</i>
EBITDA*	-477	252	553	1 399	2 095
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-15,3%</i>	<i>8,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>27,5%</i>	<i>34,4%</i>
Dotations aux amortissements sur immobilisations	-884	-1 036	-1 183	-1 363	-1 553
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>28,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>28,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>25,5%</i>
Résultat d'exploitation	-1 361	-784	-630	36	542
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-43,5%</i>	<i>-25,2%</i>	<i>-14,9%</i>	<i>0,7%</i>	<i>8,9%</i>
Résultat financier	-100	-115	74	-87	-215
Résultat exceptionnel	-63	-41	-28	-32	-78
Impôt sur le résultat	411	461	130	88	-18
Résultat net	-1 114	-479	-454	4	231

Source : Rapports semestriels au 28/29 février 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024 d'Osmozis

*EBITDA : Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

Correspond au résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'Osmozis s'élève à 6.085k€ au 1^{er} semestre 2023-2024 contre 5.083k€ au 1^{er} semestre 2022-2023, 4.218k€ en 2021-2022, 3.112k€ en 2020/2021 et 3.130k€ au 2019-2020.

Le chiffre d'affaires semestriel est en légère baisse au premier semestre 2020-2021 (-0,6%), une diminution qui s'explique par le second confinement de novembre 2020 ayant eu un impact sur le chiffre d'affaires afférent à la consommation périodique (-36,5%). Le chiffre d'affaires s'affiche en augmentation de 35,5% au premier semestre 2021-2022 par rapport au premier semestre 2020-2021 en lien avec un rebond de l'activité post-crise sanitaire. Il est notamment porté par le développement des services premium (+45%), rencontrant une forte demande de la part des exploitants de campings, dans un contexte de stabilisation de la situation sanitaire et d'une démarche d'éco-responsabilité (eau et électricité avec OsmoWater et OsmoPower). Au premier semestre 2022-2023, le chiffre d'affaires connaît une croissance de 20,5%, notamment marqué par la progression des ventes d'OsmoKey. Le premier semestre 2023-2024 s'inscrit dans la continuité des années post-crise sanitaire, et enregistre une hausse de 19,7%,

à laquelle l'acquisition de Camping Connect lors du premier semestre 2023 a contribué (à hauteur de 650k€).

EBITDA

L'EBITDA atteint 2.095k€ au 1^{er} semestre 2023-2024, contre -477k€ au premier semestre 2019-2020.

L'EBITDA s'affiche en forte hausse sur la période étudiée. Il est tout d'abord négatif au 29 février 2020 (-15,3% du chiffre d'affaires), puis augmente de manière importante au premier semestre 2020-2021 (8,1% du chiffre d'affaires) en lien avec l'effort d'optimisation de la structure de coûts (notamment la baisse du taux de commission de la formule partage) malgré le contexte de crise sanitaire freinant l'activité. L'EBITDA progresse par la suite aux premiers semestres 2021-2022, 2022-2023 et 2023-2024 (respectivement 13,1%, 27,5% et 34,4% du chiffre d'affaires) grâce à une croissance significative de l'activité semestrielle d'Osmozis.

Résultat d'exploitation (EBIT)

Le résultat d'exploitation semestriel est en hausse sur la période observée. Il atteint 542k€ (8,9% du chiffre d'affaires) au 1^{er} semestre 2023-2024 contre -1.361k€ (-43,5% du chiffre d'affaires) au premier semestre 2019-2020.

Cette amélioration découle des éléments décrits ci-avant, et d'une baisse des dotations aux amortissements en valeur relative (28,2% du chiffre d'affaires du premier semestre 2019-2020 contre 25,5% au premier semestre 2023-2024).

Résultat net

Le résultat net semestriel s'affiche en progression sur la période étudiée. Il atteint 231k€ au 1^{er} semestre 2023-2024 et découle des éléments décrits ci-avant.

1.1.2.8 - Equilibre bilancier et trésorerie

Bilan économique

Osmozis - Bilan économique					
En k€	31/08/2020	31/08/2021	31/08/2022	31/08/2023	29/02/2024
Goodwill	2 459	2 459	2 459	2 459	4 752
Immobilisations incorporelles	2 981	3 030	3 044	3 178	3 274
Immobilisations corporelles	6 002	8 114	9 937	11 567	12 986
Immobilisations financières	1 119	1 104	781	367	379
Actif immobilisé	12 562	14 708	16 221	17 571	21 391
Actif courant	3 542	4 490	4 017	4 272	6 420
Passif courant	-3 776	-3 441	-3 488	-3 946	-4 604
Besoin en Fonds de Roulement	-234	1 049	530	326	1 816
Impôts différés (nets)	1 631	1 733	1 517	1 539	1 504
Capitaux Employés	13 959	17 490	18 268	19 436	24 710
Capital social ou individuel	3 167	3 167	3 175	4 269	4 288
Prime d'émission, de fusion, d'apport	6 259	6 259	6 300	12 089	12 138
Réserves consolidées	-1 393	-3 380	-2 390	-1 383	-679
Résultat de l'exercice	-1 966	990	1 007	702	231
Capitaux Propres	6 068	7 037	8 092	15 677	15 978
Provisions pour risques et charges	244	129	0	294	54
Provisions non courantes	244	129	0	294	54
Dette financière	12 790	14 851	15 023	14 109	14 217
Trésorerie et équivalents	-5 142	-4 527	-4 847	-10 643	-5 539
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	7 648	10 324	10 176	3 465	8 678
Capitaux Investis	13 959	17 490	18 268	19 436	24 710

Source : Rapports annuels au 31 août 2020, 2021, 2022 et 2023 et semestriels au 29 février 2024 d'Osmozis

Au 29 février 2024, l'actif immobilisé d'Osmozis s'élève à 21.391k€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles, d'immobilisations incorporelles et du goodwill.

Le goodwill d'Osmozis, qui résulte de la stratégie de croissance externe du Groupe s'élève à 4.752k€ au 29 février 2024. Il a été constitué suite aux acquisitions respectives de Logmis en 2017 (714k€), EWI-Médiawifi (1.745k€) en 2019 et de Camping Connect (2.292k€) en 2023.

Les immobilisations incorporelles s'élèvent à 3.274k€ et sont principalement constituées des frais de développement immobilisés pour 3.136k€.

Les immobilisations corporelles de la Société s'élèvent à 12.986k€ au 29 février 2024. Elles incluent principalement des installations techniques, du matériel et des outillages (12.653k€), d'autres immobilisations corporelles (94k€) et des constructions (10k€). Les installations techniques englobent principalement les équipements WiFi installés dans les campings et les résidences de vacances, ainsi que les équipements des produits IoT. Selon les termes des contrats commerciaux, l'installation et la mise à disposition de ces équipements ne font pas l'objet d'un transfert de propriété, les maintenant comme la possession exclusive et insaisissable d'Osmozis. Les immobilisations corporelles sont en constante augmentation sur la période d'étude corrélativement à l'augmentation de l'activité et au développement du chiffre d'affaires des Services d'abonnement Premium.

Les immobilisations financières s'établissent à 379k€ et sont essentiellement composées de dépôts de cautionnements bancaires (330k€) et immobiliers (48k€).

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

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (1.504k€ au 29 février 2024) issus essentiellement de déficits fiscaux reportables.

Les capitaux propres d'Osmozis s'élèvent à 15.978k€ au 29 février 2024. Leur évolution depuis le 31 août 2020 découle principalement des résultats réalisés et de l'augmentation de capital d'avril 2023 ainsi que l'exercice de BSPCE générant des augmentations de capital relativement peu significatives.

Les provisions non-courantes s'établissent à 54k€ au 29 février 2024 contre 294k€ au 31 août 2023. Au 29 février 2024, ces provisions sont uniquement liées à des provisions pour risques en lien avec un litige prud'homal. La diminution du montant de ces provisions provient du remboursement total des emprunts obligataires entraînant la reprise de provision de 294k€ constatée au 31 août 2023.

Les engagements pour indemnités de départ à la retraite ne sont pas inscrits au bilan et sont uniquement mentionnés comme engagements hors bilan, en annexes aux comptes consolidés, pour un montant de 51k€ au 31 août 2023.

La dette financière nette (avant ajustement) d'Osmozis, s'élève à 8.678k€ au 29 février 2024. Elle est constituée de dettes financières pour 14.217k€ et de trésorerie pour 5.539k€ correspondant à des disponibilités, un compte à terme et des valeurs mobilières de placement (VMP).

Les dettes financières sont constituées au 29 février 2024 d'emprunts auprès d'établissements de crédit pour un montant de 14.072k€, d'intérêts courus pour 33k€ et d'autres dettes financières pour 112k€. Les emprunts convertibles constatés au bilan au 31 août 2023 ont été entièrement remboursés et refinancés par de nouvelles dettes contractés pas la Société.

La trésorerie et équivalents de trésorerie s'élèvent à 5.539k€ au 29 février 2024 et se composent de 3.510k€ de disponibilités, de 1.058k€ de comptes à terme et de 971k€ de VMP. Au 29 février 2024, les VMP concernent uniquement des actions propres détenues par Osmozis.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Osmozis - Besoin en Fonds de Roulement					
En k€	31/08/2020	31/08/2021	31/08/2022	31/08/2023	29/02/2024
Stocks	0	0	0	0	207
en jours de CA	0 jours	0 jours	0 jours	0 jours	6 jours
Créances clients	2 516	3 141	3 153	3 172	4 713
en jours de CA	115 jours	120 jours	99 jours	91 jours	141 jours
Autres actifs courants	1 010	1 266	790	976	1 240
en jours de CA	46 jours	48 jours	25 jours	28 jours	37 jours
Charges constatées d'avance	16	83	75	125	260
en jours de CA	1 jours	3 jours	2 jours	4 jours	8 jours
Actif courant	3 542	4 490	4 017	4 272	6 420
en jours de CA	161 jours	171 jours	126 jours	123 jours	193 jours
Dettes fournisseurs	-572	-239	-469	-589	-1 016
en jours de CA	-26 jours	-9 jours	-15 jours	-17 jours	-30 jours
Dettes fiscales et sociales	-1 943	-1 827	-1 662	-1 841	-2 018
en jours de CA	-89 jours	-70 jours	-52 jours	-53 jours	-61 jours
Produits constatés d'avance	-961	-961	-865	-861	-1 282
en jours de CA	-44 jours	-37 jours	-27 jours	-25 jours	-38 jours
Autres dettes	-290	-414	-493	-656	-289
en jours de CA	-13 jours	-16 jours	-16 jours	-19 jours	-9 jours
Dettes sur immobilisations	-10	0	0	0	0
en jours de CA	0 jours	0 jours	0 jours	0 jours	0 jours
Passif courant	-3 776	-3 441	-3 488	-3 946	-4 604
en jours de CA	-172 jours	-131 jours	-110 jours	-113 jours	-138 jours
BFR	-234	1 049	530	326	1 816
Retraitement des frais d'émission des emprunt ¹	-42	-28	-43	-79	-79
BFR ajusté	-276	1 021	487	247 *	1 737
Chiffre d'affaires	8 005	9 594	11 592	12 696	12 169
BFR en jours de CA	-13 jours	39 jours	15 jours	7 jours	52 jours
BFR en % de CA	-3,4%	10,6%	4,2%	1,9%	14,3%

*2 fois le chiffre d'affaires S1 2023-2024
Source : Rapports annuels au 31 août 2020, 2021, 2022 et 2023 et semestriel au 29 février 2024 d'Osmozis

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif sur la période hormis au 31 août 2020. Le BFR d'Osmozis se compose principalement de créances clients, d'autres actifs courants, de dettes fournisseurs, de dettes fiscales et sociales ainsi que de produits constatés d'avance.

Le BFR d'Osmozis est en diminution sur la période (hors année 2019-2020 impacté par la pandémie de Covid-19) et s'établit à 7 jours de chiffre d'affaires au 31 août 2023 contre 39 jours de chiffre d'affaires en 2021. Cette variation résulte principalement de la diminution des créances clients en valeur relative au cours de la période observée est en lien avec l'abandon au fur et à mesure de la formule « Partage ». En effet, dans cette formule, une facture des frais d'installation est émise et elle est acquittée au fur et à mesure des consommations de la part des vacanciers. Ainsi, la facture est généralement soldée en moyenne 2 ans après l'édition.

Les autres actifs courants sont composés principalement de créances et de produits à recevoir liés au Crédit d'Impôts Recherche et Innovation (ci-après « CIRI ») dont le montant présente une certaine stabilité sur la période observée (hors saisonnalité de fin février). Par ailleurs, les produits constatés d'avance sont également, totalement, liés au CIRI.

Le BFR présente une saisonnalité forte avec des variations importantes entre fin août qui représente un point haut de la trésorerie (point bas du BFR) et fin février (point haut du BFR). Le BFR atteint ainsi 52 jours du chiffre d'affaires au 29 février 2024 porté notamment par des créances clients importantes.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 16 mai 2024, l'Initiateur est entré en négociations exclusives avec plusieurs actionnaires d'Osmozis en vue de procéder à l'acquisition des actions de la Société détenues par eux. Ces actionnaires sont les suivants :

- M. Gérard Trembay, la société Rouge (société contrôlée par M. Tremblay), M. Yves Boulot et la société Fondatys 92 (société contrôlée par M. Boulot) (ci-après les « Fondateurs »),
- M. Rhodri John et M. Benjamin Griffiths, tous les deux étant les anciens actionnaires et dirigeants de Camping Connect, société acquise en octobre 2023 par Osmozis, ainsi que M. Rémi Soulage, M. Sébastien Deschamps, M. Pierre-Benoît Labbé et M. Alexandre Guilpain (ensemble ci-après les « Autres Actionnaires Individuels »),
- LBO Asset Management GmbH,
- Eiffel Investment Group, Vatel Capital, Axxion et Montblanc Alpenstock (ci-après ensemble les « Autres Actionnaires Institutionnels »)

Dans cette perspective, l'Initiateur a conclu le 16 mai 2024, d'une part avec les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels, et d'autre part avec LBO Asset Management, des promesses unilatérales d'achat en vertu desquelles l'Initiateur s'est engagé à acquérir, directement et indirectement, l'intégralité des actions Osmozis détenues par les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels et LBO Asset Management.

L'Initiateur a également conclu le 16 mai 2024 des contrats de cession distincts avec les Autres Actionnaires Institutionnels aux termes desquels ces derniers se sont engagés à céder l'intégralité des 531.498 actions de la Société qu'ils détenaient à l'Initiateur, sous réserve de la réalisation définitive de l'acquisition des actions détenues par les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels.

A la suite de l'avis favorable du CSE et de l'exercice des promesses d'achat par les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels et LBO Asset Management le 28 mai 2024,

- (i) les Fondateurs, certains Autres Actionnaires Individuels, LBO Asset Management et l'Initiateur ont conclu des contrats de cession d'actions en date du 28 mai 2024, portant sur les (x) 1.150.377 Actions détenues par les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels et les (y) 795.884 Actions détenues par LBO Asset Management,
- (ii) certains Autres Actionnaires Individuels et l'Initiateur ont conclu un contrat de cession d'actions en date du 28 mai 2024 portant sur un nombre total de 38.653 Actions.

L'acquisition des blocs susmentionnés a été réalisée le 6 juin 2024 (la « Date de Réalisation ») par voie :

- d'apport par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels à Passman Top, suivi de l'apport à l'Initiateur par Passman Top, de 307.527 actions Osmozis, représentant 10,35% du capital et 10,24% des droits de vote de la Société ;
- de cession à l'Initiateur par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels de 881.503 actions Osmozis, représentant 29,67% du capital et 29,36% des droits de vote

de la Société ;

- de cession à l'Initiateur par LBO Asset Management GmbH et par les Autres Actionnaires Institutionnels de la Société de 1.327.382 actions Osmozis, représentant 44,68% du capital et 44,21% des droits de vote de la Société.

L'ensemble de ces opérations porte sur un total de 2.516.412 actions Osmozis représentant 84,70% du capital et 83,81% des droits de vote théoriques de la Société.

Les actions Osmozis acquises par l'Initiateur auprès des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, en ce compris celles acquises par voie d'apport, l'ont été au prix de 13,50€ par action Osmozis, étant précisé que l'apport porte sur une partie minoritaire de la participation des Fondateurs. Les actions acquises par l'Initiateur auprès de LBO Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels l'ont été pour un prix égal à 15,00€ par action Osmozis.

L'analyse des contrats de cession et des conditions relatifs au réinvestissement des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels dans le groupe Passman sont analysés et plus amplement décrits dans la section 5.1 du présent rapport.

L'Offre fait donc suite à l'acquisition directement et indirectement des blocs cités ci-dessus par l'Initiateur, ce dernier ayant franchi les seuils de 50 % du capital et des droits de vote de la Société. L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'Osmozis, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Osmozis non apportées à l'Offre (le « Retrait Obligatoire »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Osmozis non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 15,00€ par action, nette de tous frais.

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

L'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier à l'issue de l'Offre d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certains de ses affiliés, d'éventuels transferts d'actifs ou certaines optimisations à la marge des opérations. En cas de radiation des Actions d'Euronext Growth, la transformation de la Société en société par actions simplifiée serait entreprise rapidement après ladite radiation. A la date du Projet de Note d'Information, aucun projet spécifique de réorganisation n'est envisagé dans les douze mois suivant l'Offre.

L'Offre s'inscrit dans une logique de rapprochement et d'intégration de la Société dans le groupe Passman. En effet, l'Initiateur entend, tel que détaillé dans le §1.2.1 du projet de note d'information de l'Initiateur, permettre à la Société d'accélérer la mise en œuvre de son plan stratégique, et notamment :

- Accélérer l'expansion géographique de la Société en bénéficiant de la présence multirégionale du groupe Passman ainsi que de sa présence en Belgique (où la Société n'est pas présente) ;
- Mutualiser les offres produits / Accélérer le cross-selling : ce rapprochement permettrait au groupe Passman de compléter son offre produits via les différentes solutions de la Société telles que l'Osmokey (serrure électronique connectée) et OsmoPay (porte-monnaie électronique). Le groupe Passman propose en parallèle une opportunité de cross-selling pour la Société avec le PassEnergy, la VOIP, l'affichage dynamique et une accélération du déploiement de l'offre d'IPTV ;
- Apporter des débouchés commerciaux : en particulier pour les bornes wifi produites par la Société, dont le groupe Passman pourrait devenir utilisateur.

L'analyse des synergies est présentée en section 3.3.2.8 du présent rapport.

1.2.2 - Termes de l'Offre

Conformément aux articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur. Elle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A la date du dépôt de l'Offre et à la suite de l'acquisition par l'Initiateur de blocs d'actions auprès d'actionnaires historiques le 6 juin 2024, l'Initiateur détient 2.516.412 actions Osmozis représentant 84,70% du capital de la Société.

Le capital social de la Société sera réparti comme suit à la date du dépôt de l'Offre :

Osmozis - Détail de l'actionariat postérieurement à l'acquisition des actions Osmozis par l'Initiateur				
Actionnaires	Actions Ordinaires	% du capital	Nombre de droits de vote théorique	% de droits de vote théoriques
Passman Corp	2 516 412	84,7%	2 516 412	83,8%
Actions auto-détenues	104 875	3,5%	104 875	3,5%
Public	349 771	11,8%	381 150	12,7%
Total	2 971 058	100,0%	3 002 437	100,0%

Source : Projet de Note d'Information

L'Offre porte sur l'intégralité des actions de la Société :

- (i) qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de l'opération, à l'exception des actions auto-détenues par la Société, ce qui représente, à la date de l'opération et à notre connaissance, un nombre de 349.771 Actions représentant 11,77% du capital et 12,69% des droits de vote de la Société ; et
- (ii) qui pourraient être émises avant la clôture de l'Offre en raison de l'exercice des BSPCE en circulation, soit, à la date de l'opération et à notre connaissance, un nombre total maximum de 27.500 actions de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas les 24.000 actions susceptibles d'être émises en raison du plan d'actions gratuites « PLAN 2023-1 », étant donné que la période d'acquisition de ces actions ne sera pas expirée avant la clôture de l'Offre.

A notre connaissance, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions, les BSPCE en circulation et les actions gratuites décrits ci-dessus.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions Osmozis apportées à l'Offre au prix de 15,00€ par action.

En cas de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions Osmozis non détenues par l'Initiateur seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 15,00€ par action.

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

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

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

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

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

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

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

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

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » dont la sortie chez DALLOZ est prévue au second semestre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

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

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

- Maxime Hazim, Associé, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la Charte CFA. Il est diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises). Il dispose de 17 ans d'expérience professionnel (dont l'essentiel passé sur des missions d'évaluation), dont 13 ans au sein du cabinet Crowe HAF et 4 ans au sein du cabinet EY. Maxime Hazim est membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI ;
- Anass Berjali, Analyste Senior, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière, dont 2 ans au sein du Cabinet Advolis-Orfis et 1 an au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Arnaud Delacour, Analyste, diplômé du Msc Corporate Finance de Kedge Business School (spécialisation Finance). Il a rejoint Crowe HAF en août 2023 où il effectue des missions d'évaluation financière.

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

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

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

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Juin 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Keyrus par la société K Eagle Investment (Juin 2023, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société ADA par la société Groupe Rousselet (Juin 2022, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;

2.3 - Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

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

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim, associé de Crowe HAF, ayant participé aux travaux, est, par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 76.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 315 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management d'Osmozis, administrateurs indépendants) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

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

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction d'Osmozis ;
- analyse du plan d'affaires d'Osmozis ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse de l'acquisition du bloc d'actions des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels,
- analyse de l'acquisition du bloc de LBO Asset Management,
- analyse de l'acquisition du bloc des Autres Actionnaires Institutionnels,
- analyse de l'augmentation de capital en date du 28 avril 2023,
- analyse de la cession d'actions de la part des fondateurs dans le cadre de l'augmentation de capital du 28 avril 2023,
- analyse de l'acquisition de Camping Connect avec rémunération partielle en actions.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Osmozis ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini,
- analyse des synergies anticipées par l'opération.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif)

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

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Osmozis ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

- analyse des notes du seul analyste suivant la valeur de la Société.

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

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

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

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

VI Analyse des accords connexes à l'Offre

VII Rédaction du rapport d'expertise indépendante

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

IX Revue indépendante

X Présentation des conclusions au Conseil d'Administration d'Osmozis

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration d'Osmozis a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 12 avril 2024.

Notre mission s'est déroulée du 26 avril 2024 au 6 juin 2024. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 29 avril au 1 mai 2024 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la société Osmozis et ses conseils. Premier échange avec le comité Ad-hoc (30 avril 2024)
- du 2 mai au 14 mai 2024 :
 - o Préparation de l'évaluation. Réunion de lancement des travaux en présence du management. Echanges avec la direction d'Osmozis sur les états financiers et le plan d'affaires (2 mai / 6 mai / 14 mai 2024).
 - o Analyse de la transaction en cours de réalisation sur le titre, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des notes d'analystes, travaux de valorisation.
 - Echanges avec l'établissement présentateur le 7 mai et le 14 mai 2024 ;
 - Analyse des accords connexes.
 - o Deuxième échange avec le comité Ad-hoc (le 14 mai 2024)
- du 15 mai au 6 juin 2024 :
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur ;
 - o Présentation des travaux et 3^{ème} échange avec le comité Ad-hoc (le 6 juin 2024) ;
 - o Rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au Conseil d'Administration d'Osmozis (le 6 juin 2024).

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Osmozis SA (Société objet de l'Offre)

- M. Gérard Tremblay, Président Directeur Général du Groupe Osmozis
- M. Yves Boulot, Directeur Général Délégué
- M. Jean Hatziraptis, Administrateur indépendant
- M. Darren Schuller, Administrateur indépendant

Jeantet (Conseil juridique de la cible)

- M. Cyril Deniaud, Associé/ Partner

Euroland Corporate (conseil financier de la cible)

- Mme. Julia Bridger, Associée
- M. Thomas Hornus, Associé – Responsable montage des opérations et règlementaire boursier

Passman/ Siparex (Initiateur)

- M. Thibaud De Portzamparc, Partner
- M. Guillaume Gourgaud, Chargé d'affaires

McDermott Will & Emery (Conseil juridique de l'initiateur)

- M. Bertrand Delafaye, Avocat Associé
- M. Herschel Guez, Avocat Associé
- M. Henri Nalbandyan, Avocat
- M. Louis Feuillée, Avocat
- Mme. Aïda Fraikech Bouhalka, Avocate

CIC (Etablissement présentateur)

- M. Bruno Gaheri, Deputy Head of Equity Capital Markets
- Mme. Marion Gilmann, Equity Capital Markets
- M. Paul Lorentz, Equity Capital Markets

Exelmans (tiers évaluateur)

- M. Richard Dahan, Associé

2.6.4 - Informations utilisées

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

- les études sur les secteurs de l'hôtellerie en France, de l'installation et la maintenance de services de télécommunications et de la fabrication d'équipements de télécommunications réalisées par Xerfi respectivement en mai 2023, février 2024 et septembre 2023, l'avis d'expert Xerfi sur l'hôtellerie de plein air du 26 janvier 2024 et l'étude Statista sur les objets connectés (« faits et chiffres ») publiée le 13 décembre 2023,
- les informations publiques sur la société Osmozis, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels du groupe Osmozis intégrant les états financiers historiques au 31 août 2020, 2021, 2022 et 2023,
- les rapports financiers semestriels du groupe Osmozis du 1^{er} septembre 2023 au 29 février 2024,
- les informations fournies par la Société et notamment le plan d'affaires 2024-2028 de la Société établi par la direction générale d'Osmozis,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et droits de vote au 12 avril 2024,
- les procès-verbaux des Assemblées Générales Ordinaires et Extraordinaires des exercices 2021, 2022 et 2023,

- les procès-verbaux des Conseils d'Administration des exercices 2023 et 2024,
- le procès-verbal des décisions du Président Directeur Général de la Société du 30 avril 2024,
- le plan d'affaires 2024-2027 retenu par l'Initiateur incluant les synergies chiffrées,
- la table de capitalisation (répartition du capital et des droits de vote entre actionnaires) avant l'opération,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les notes de l'analyste suivant la valeur de la société Osmozis,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'Osmozis,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de CIC intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- les informations relatives à l'acquisition de Camping Connect, notamment les due diligences faites, le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement »), les comptes au 31 Août 2023 de la société, le reporting mensuel de l'année 2023 et les états financiers au 29 février 2024,
- la table de capitalisation de Passman Top avant et après l'acquisition d'Osmozis,
- les termes et conditions des différents instruments financiers constituant le capital de Passman Top,
- le rapport d'évaluation des droits attachés aux ADP de Passman Top du 13 mai 2024 réalisé par Exelmans,
- les statuts de Passman Corp et de MinPass du 11 juillet 2023 et les statuts de Passman Top du 22 décembre 2023,
- le projet de règlement du plan de Bons de Souscriptions d'Actions Ordinaires de Passman Top,
- les projets de plan d'attribution d'Actions Gratuites de Préférence 1 et d'Actions Gratuites Ordinaires de Passman Top,
- les projets de promesses unilatérales de vente entre Rouge, Fondatys 92, M. Benjamin Griffiths, M. Rhodri John, M. Pierre-Benoit Labbé, M. Rémi Soulage, M. Sébastien Deschamps, M. Alexandre Guilpain (ci-après « Promettant/Promettants ») et Passman Invest, M. Patrick Layani, M. Frédéric Lévy-Valensi et M. Sylvain Layani (ci-après « Bénéficiaires »), au sujet des Titres de la société Passman Top et MinPass. Le Promettant, détenant des titres de Passman Top, consent aux Bénéficiaires une promesse unilatérale de vente portant sur la totalité des titres Passman Top en sa possession.
- le projet de contrat de prestations de services entre les holdings respectives de M. Gérard Tremblay et de M. Yves Boulot et Passman Top,
- les projets d'engagements contractuels d'exercice de BSPCE d'Osmozis par leurs détenteurs et d'apport à l'Offre des actions sous-jacentes,

- la promesse d'achat (« Put Option ») par Passman Corp, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par M. Gérard Tremblay, M. Yves Boulot, M. Rhodri John, M. Benjamin Griffiths, la société Rouge et la société Fondatys 92,
- la promesse d'achat (« Put Option ») par Passman Corp, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par la société LBO Asset Management GmbH,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre les Fondateurs, M. Rhodri John, M. Benjamin Griffiths et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre M. Rémi Soulage, M. Sébastien Deschamps, M. Pierre-Benoit Labbé, M. Alexandre Guilpain et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre LBO Asset Management GmbH et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024,
- l'accord d'offre publique (« Tender Offer Agreement ») entre Osmozis et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024,
- les contrats de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre FCPI Fortune Europe 16-17, Innovalto 2017-2018, FCPI Alto Innovation 2029, FCPI Alto Innovation 2020, FCPI Alto Innovation 2021, FCPI Alto Innovation 2022 , FCPI Fortune Europe 16-17, tous représentés par Eiffel Investment Group et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,
- les contrats de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Vatel Emploi, FCPI Dividendes Plus 10, FCPI Dividendes Plus 9, FCPI Dividendes Plus 8, tous représentés par Vatel Capital et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Squad-European Convictions représentés par Axxion et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Montblanc Alpen Stock représenté par Montblanc et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,
- le traité d'apport en nature des titres de la société Osmozis entre Rouge, Fondatys 92, M. Rhodri John, M. Benjamin Griffiths, M. Pierre-Benoit Labbé et Passman Top signé en date du 28 mai 2024,
- le traité d'apport en nature des titres de la société Osmozis entre Passman Top et Passman Connect signé en date du 28 mai 2024,
- le traité d'apport en nature des titres de la société Osmozis entre Passman Connect et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024,
- le traité d'apport en nature des titres de la société Passman Top entre M. Pierre-Benoit Labbé et Minpass signé en date du 28 mai 2024.

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

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

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions

services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

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

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

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

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 2.971.058 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation d'Osmozis correspond au nombre d'actions émises à la date du dépôt du projet d'Offre diminué de l'auto-détention, des actions faisant l'objet d'un contrat de liquidité et augmenté des actions gratuites en cours d'acquisition ainsi que des BSPCE en circulation.

Osmozis - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	2 971 058
+ BSPCE non exercés	27 500
+ AGA 2 ans	24 000
- Autodétention	-93 489
- Contrat de liquidité	-11 386
Nombre d'actions en circulation	2 917 683

Source : *Projet de Note d'Information*

A la date du présent rapport, les Fondateurs et autres Actionnaires Individuels ont préalablement à l'Offre exercé l'intégralité des BSPCE, soit 60.500 BSPCE, qu'ils détenaient et transféré directement ou indirectement à l'Initiateur les actions sous-jacentes.

Par ailleurs, 13.000 BSPCE ont été exercés fin mai et l'ensemble des porteurs de BSPCE restant en circulation (27.500 BSPCE) se sont engagés auprès de l'Initiateur à exercer l'intégralité de leurs BSPCE et de les apporter à l'Offre.

A la date du présent rapport, et conformément aux accords de liquidité relatifs aux actions gratuites concluent entre l'Initiateur et les bénéficiaires des actions gratuites, il est prévu un mécanisme de liquidité visant les 24.000 actions susceptibles d'être attribuées gratuitement à certains salariés et dirigeants du Groupe Osmozis (AGA 2 ans), ces titres ne pouvant pas être visés par l'Offre car indisponibles à la date de celle-ci. Il est également précisé que certains Autres Actionnaires Individuels ont renoncé à l'acquisition des 24.000 autres actions gratuites.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action Osmozis autres que ceux évoqués ci-dessus.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 2.917.683 actions.

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

La dette financière nette d'Osmozis au 29 février 2024 se compose d'emprunts et dettes bancaires pour 14.217k€, de trésorerie et compte à terme pour 4.568k€ et de valeurs mobilières de placement pour 971k€ et s'élève ainsi à 8.678k€.

Osmozis - Dette financière nette	
En k€	29/02/2024
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	14 072
Autres dettes financières	145
= Emprunts auprès d'établissements de crédit	14 217
- Valeurs mobilières de placement	-971
- Compte à terme	-1 058
- Trésorerie	-3 510
= Dette financière nette	8 678

Source : Comptes consolidés 29 février 2024 d'Osmozis

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette financière nette des éléments encaissables et décaissables au 29 février 2024 et des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

La dette financière nette a ainsi été ajustée du montant des actions auto détenues comptabilisé²³ en VMP y compris celles détenues dans le cadre du contrat de liquidité, pour un montant total de 971k€ au 29 février 2024.

Il a également été considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le montant de l'earn out dû aux anciens actionnaires de Camping Connect pour un montant actualisé de 832k€. En effet, le montant de l'earn out est estimé au maximum à 1.000k€ et de façon étalée sur la période 2025-2027. Il est précisé que dans le cadre de l'opération envisagée, les fondateurs cédant de Camping Connect ont conclu un avenant au contrat de cession rendant la totalité de l'earn out payable en numéraires.

Nous avons par ailleurs considéré la partie des engagements pour indemnités de départ à la retraite (présentées en engagement hors bilan), non couverte par des contrats d'assurance, comme décaissable et avons retraité celle-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur ces engagements. Au 31 août 2023, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés) s'élevait à 38k€.

Suivant la même logique, nous avons également retraité la dette financière nette des provisions pour risques et charges dont le montant s'élève à 54k€ au 29 février 2024 relatives à un litige prud'homal.

Au 29 février 2024, il existait 101.500 BSPCE en circulation. Les BSPCE étant dans la monnaie d'une part, et compte tenu des exercices par les Fondateurs et autres actionnaires de leurs BSPCE et des engagements d'exercice des BSPCE restant en circulation d'autre part, nous avons ajusté la dette financière nette au 29 février 2024 du montant de la trésorerie générée et susceptible d'être générée par l'exercice des BSPCE pour un montant de 649k€.

Les dépôts et cautionnements intègrent des dépôts de garantie liés aux financements bancaires du groupe pour 330k€ au 29 février 2024. Ce montant a été retenu pour ajuster la dette nette étant strictement lié à celle-ci.

²³ La comptabilisation des actions propres en VMP est permise par les normes comptables françaises. Pour rappel, les normes IFRS neutralisent ce montant en les reclassant en moins des capitaux propres ce qui correspond à une situation plus économique de la situation.

Nous avons également retenu en ajustement de la dette financière nette les titres de participation pour un montant au bilan de 2k€ au 29 février 2024 se rapportant à des parts sociales souscrites auprès de banques.

La dette nette ajustée d'Osmozis s'élève ainsi à 9.594k€ au 29 février 2024 et se présente comme suit :

Osmozis - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	29/02/2024
Dette financière nette	8 678
+ Neutralisation des actions autodétenues en VMP	971
+ Earn Out Camping Connect	832
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	38
+ Provisions pour risques et charges	54
- Trésorerie issue de l'exercice des instruments dilutifs (BSPCE)	-649
- Dépôts et cautionnements	-330
- Titres de participation	-2
= Dette financière nette ajustée	9 594

Source : Comptes consolidés 29 février 2024 d'Osmozis et analyses Crowe HAF
* Nets d'impôts

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 9.594k€.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires d'Osmozis a été élaboré par le management d'Osmozis dans le cadre de l'Opération.

Ce plan d'affaires a été approuvé à l'unanimité par le Conseil d'Administration de la Société en date du 16 mai 2024.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le business plan d'Osmozis est un business plan consolidé comprenant notamment les résultats générés par Camping Connect.

Il a été élaboré sur une durée de 5 ans (exercice clos au 31 août 2024 jusqu'à l'exercice clos au 31 août 2028) et tient compte de projets de développement internes. Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur les évolutions attendues des activités du périmètre actuel, ainsi que la mise en vente des nouvelles boxes WiFi OsmoX en marque blanche à des intégrateurs,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des production immobilisés, des frais de personnel, des achats consommés et des charges externes,
- aux investissements, amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également des crédits d'impôts recherche au titre des frais de recherche et développement (R&D) engagés par la Société.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des années historiques de l'activité.

Compte tenu des informations communiquées, nous avons retenu le plan d'affaires qui n'intègre aucune croissance externe dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) ainsi que pour la mise en œuvre de la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

3.1.3.3 - Extrapolation du plan d'affaires

Nous avons extrapolé les prévisions de plan d'affaires jusqu'au 31 août 2030, année sur la base de laquelle nous avons déterminé le flux normatif, afin de graduellement faire converger la croissance du chiffre d'affaires et la marge d'EBIT vers des niveaux jugés normatifs.

3.1.3.4 - Synergies

Conformément à ce qui est rappelé en partie 1.2.1, les synergies identifiées par l'Initiateur concernent notamment :

- L'accélération de l'expansion géographique de la Société en bénéficiant de la présence multirégionale du groupe Passman ainsi que de sa présence en Belgique (où la Société n'est pas présente) ;
- La mutualisation des offres produits / L'accélération du cross-selling : ce rapprochement permettrait au groupe Passman de compléter son offre produit via les différentes solutions de la Société telles que l'Osmokey (serrure électronique connectée) et OsmoPay (porte-monnaie électronique). Le groupe Passman propose en parallèle une opportunité de cross-selling pour la Société avec le PassEnergy, la VOIP, l'affichage dynamique et une accélération du déploiement de l'offre d'IPTV ;
- La création de débouchés commerciaux : en particulier pour les bornes wifi produites par la Société, dont le groupe Passman pourrait devenir utilisateur.

Les synergies ont été quantifiées par l'Initiateur, et ainsi, un plan d'affaires comprenant ces synergies nous a été transmis. Nous avons à ce titre mis en œuvre une approche de valorisation présentée en partie 3.3.2.8 - de ce présent rapport.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

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

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future d'Osmozis. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres) au 29 février 2024 s'élève à 15.978k€, soit une valeur de 5,48€ par action. Le prix d'Offre proposé de 15,00€ offre une prime de 173,9% sur cette valeur.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

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

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

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation d'Osmozis dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

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

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Osmozis ne faisant l'objet d'un suivi régulier que par un seul analyste financier (Euroland Corporate) ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de l'action Osmozis.

Par ailleurs, la dernière note d'analyse d'Euroland Corporate, avant annonce de l'entrée en négociations exclusives avec le Groupe Passman, date du 17 janvier 2024, 1 jours après la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2023-2024 par la Société. L'analyste d'Euroland Corporate affichait un cours cible à 14,00€, supérieur au dernier cours de clôture du 16 janvier 2024 (11,00€), et une recommandation sur le titre (« achat ») en phase avec ses perspectives d'évolution.

Le prix d'Offre de 15,00€ offre une prime de 7,1% sur le cours cible affiché le 17 janvier 2024 par Euroland Corporate, seul analyste suivant le titre Osmozis.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Il n'a été versé aucun dividende au cours des cinq derniers exercices. L'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est donc pas pertinente dans le cas de la Société Osmozis.

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

Nous avons donc écarté cette méthode.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- La référence aux transactions récentes et en cours de réalisation sur le capital de la Société,
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- La référence au cours de bourse.

3.3.1 - Référence aux transactions récentes et en cours de réalisation sur le capital de la Société

Cette approche consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes et/ou en cours de réalisation sur le capital de la Société.

Les transactions sur le capital de la Société auxquelles il est fait référence correspondent aux acquisitions de blocs d'actions hors marché et qui ont été réalisées par l'Initiateur le 6 juin 2024, auprès de :

- M. Gérard Tremblay, la société Rouge (société contrôlée par M. Gérard Tremblay), M. Yves Boulot, la société Fondatys 92 (société contrôlée par M. Yves Boulot), M. Rhodri John et M. Benjamin Griffiths,
- M. Rémi Soulage, M. Sébastien Deschamps, M. Pierre-Benoît Labbé et M. Alexandre Guilpain, (ci-après ensemble les « Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels ») ;
- LBO Asset Management GmbH ;
- des fonds gérés par Eiffel Investment Group, Vatel Capital, Axxion et Montblanc Alpenstock (ci-après ensemble les « Autres Actionnaires Institutionnels »)

Ces transactions ont permis à Passman Corp de détenir 84,70% du capital de la Société à la date du dépôt de l'Offre.

Par ailleurs, nous faisons également référence à :

- l'augmentation de capital d'Osmozis du 28 avril 2023 ainsi que des cessions d'actions par M. Gerard Tremblay et M. Yves Boulot dans le cadre de cette opération ;
- la valeur de référence des titres Osmozis retenue dans le cadre du paiement en actions Osmozis d'une partie du prix d'acquisition de la Société Camping Connect par Osmozis.

Il n'existe à notre connaissance aucune autre transaction récente significative sur le capital de la Société.

3.3.1.1 - Référence à l'acquisition de blocs par l'Initiateur

Dans un communiqué de presse en date du 16 mai 2024, l'Initiateur, d'une part, les Fondateurs et certains autres actionnaires de la Société (y compris les actionnaires individuels susmentionnés et LBO Asset Management GmbH), d'autre part, ont annoncé être entrés en négociations exclusives en vue de l'acquisition par l'Initiateur, de plusieurs blocs d'actions de la Société (ci-après les « Transferts de Blocs ») représentant une participation majoritaire dans la Société.

L'Initiateur a également conclu à la même date, avec les Autres Actionnaires Institutionnels, des accords en vue de l'acquisition d'actions Osmozis, dont la réalisation effective interviendrait concomitamment et sous réserve des Transferts de Blocs.

Préalablement aux Transferts de Blocs, les Fondateurs et les Autres Actionnaires Individuels ont exercé l'intégralité des BSPCE dont ils sont titulaires. Ainsi, au résultat des exercices de BSPCE susvisés, des Transferts de Blocs et de l'acquisition d'actions Osmozis auprès de LBO

Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels, l'Initiateur détient au total 2.516.412 actions Osmozis représentant ensemble environ 84,70% du capital social à cette date.

Ces Transferts de Blocs interviennent (i) s'agissant des actions acquises auprès des Fondateurs et des Autres Actionnaires Individuels, par voie de cessions et d'apports en nature dans le cadre du réinvestissement de ces derniers dans des entités actionnaires ultimes de l'Initiateur, au prix de 13,50€ par action, et (ii) s'agissant des actions acquises auprès de LBO Asset Management GmbH, par voie de cession au prix de 15,00€ par action. Il est par ailleurs précisé que les actions acquises auprès des Autres Actionnaires Institutionnels ont été acquises par voie de cession, au prix de 15,00€ par action.

3.3.1.1.1 - Référence à l'acquisition de bloc par l'Initiateur auprès des Fondateurs et des Autres Actionnaires Individuels

L'Initiateur, d'une part, et les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels, d'autre part, ont conclu des accords en vue de l'acquisition par l'Initiateur par voie de cession et d'apport des titres détenus (ou qui viendraient à être détenus du fait de l'exercice de leurs BSPCE) par ces derniers tel que détaillé dans le tableau suivant :

Cédant	Titres Osmozis existants	Titres Osmozis résultant de l'exercice des BSPCE	Titres Osmozis Transférés	dont nombre d'actions Osmozis cédés	dont nombre d'actions Osmozis apportés	Actions gratuites en cours d'acquisition	dont droits renoncés	dont nombre d'AGA faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité
M. Gérard Tremblay	55 658	11 750	67 408	67 408				
La société Rouge	465 794		465 794	332 460	133 334			
M. Yves Boulot	25 500	11 750	37 250	37 250				
La société Fondatys 92	515 535		515 535	382 201	133 334			
M. Rhodri John	32 195		32 195	12 877	19 318			
M. Benjamin Griffiths	32 195		32 195	12 877	19 318			
M. Rémi Soulage	1 653	9 000	10 653	10 653		12 000	6 000	6 000
M. Sébastien Deschamps		10 000	10 000	10 000		8 000	4 000	4 000
M. Pierre-Benoît Labbé		18 000	18 000	15 777	2 223	20 000	10 000	10 000
M. Alexandre Guilpain			0			8 000	4 000	4 000
Total	1 128 530	60 500	1 189 030	881 503	307 527	48 000	24 000	24 000

Les cessions et apports présentés ci-dessus seront réalisés à un prix de cession et une valeur d'apport de 13,50€ par action Osmozis et portent sur un total de 1.189.030 actions Osmozis.

Les accords conclus avec Messieurs Soulage, Deschamps, Labbé et Guilpain comprennent également (i) le renoncement à leurs droits à attribution d'un total de 24.000 actions gratuites dont la période d'acquisition expire le 1^{er} janvier 2028, ainsi qu'un (ii) mécanisme de liquidité portant sur un total de 24.000 actions gratuites dont la période d'acquisition expire le 1^{er} janvier 2026 dont le prix est fondé sur un multiple d'EBITDA et plafonné à 15,00€ par action (équivalent au prix d'Offre).

Dans le cadre de cette acquisition de bloc, nous avons analysé :

- La lettre de Promesse d'achat (« Put Option N°1 ») par l'Initiateur, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par M. Gérard Tremblay, la société Rouge, M. Yves Boulot, la société Fondatys 92, M. Rhodri John et M. Benjamin Griffiths ;
- L'accord de cession (« Share Purchase Agreement »), signé en date du 28 mai 2024 entre l'Initiateur et M. Gérard Tremblay, la société Rouge, M. Yves Boulot, la société Fondatys 92, M. Rhodri John et M. Benjamin Griffiths,

- Le traité d'apport en nature de titres de la société Osmozis conclu en date du 28 mai 2024 entre la société Rouge, la société Fondatys 92, M. Rhodri John, M. Benjamin Griffiths et M. Pierre-Benoît Labbé en qualité d'apporteurs et Passman Top, holding de tête du Groupe de l'Initiateur, en qualité de bénéficiaire,
- Le contrat de cession d'actions, signé en date du 28 mai 2024 conclu entre l'Initiateur d'une part et Messieurs Soulage, Deschamps, Labbé et Guilpain d'autre part ;
- Le projet d'avenant à l'accord d'acquisition de Camping Connect par Osmozis (« Amendment agreement to the share purchase agreement ») entre Osmozis d'une part et M. Benjamin Griffiths et M. Rhodri John d'autre part visant à changer le mode de paiement de l'earn out prévu dans le cadre de l'acquisition de Camping Connect par Osmozis pour le rendre uniquement en numéraire et supprimer la possibilité du paiement d'une partie du prix en actions Osmozis.

L'analyse de ces documents fait apparaître un prix de cession et une valeur d'apport des titres identiques de 13,50€ par action Osmozis. Le prix d'Offre extériorise une prime de 11,11% sur ce prix. L'analyse ne fait apparaître ni clauses de complément de prix ni clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

Les conditions de réinvestissement (i.e. apports et rémunérations des apports) dans Passman Top sont analysées dans la section 5 du présent rapport, relative aux accords connexes à l'Offre.

3.3.1.1.2 - Référence à l'acquisition de bloc par l'Initiateur auprès de LBO Asset Management GmbH

L'Initiateur, d'une part, et LBO Asset Management GmbH, d'autre part, ont conclu des accords en vue de l'acquisition par l'Initiateur par voie de cession des 795.884 actions Osmozis détenues par LBO Asset Management GmbH.

Les cessions présentées ont été réalisées à un prix de 15,00€ par action Osmozis.

Dans le cadre de cette acquisition de bloc, nous avons analysé :

- La lettre de Promesse d'achat (« Put Option N°2 ») par l'Initiateur, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par LBO Asset Management GmbH ;
- L'accord de cession (« Share Purchase Agreement ») signé en date du 28 mai 2024 entre l'Initiateur et LBO Asset Management GmbH,

L'analyse de ces documents fait apparaître un prix de cession identique au prix d'Offre de 15,00€ par action Osmozis. Dans le cas où l'Initiateur proposerait un prix supérieur à 15,00€ pour la réalisation du Retrait Obligatoire, les accords prévoient que LBO Asset Management GmbH recevra de la part de l'Initiateur un complément de prix égal à la différence entre le prix proposé dans le cadre d'un tel Retrait Obligatoire et le prix de cession.

L'analyse de ces éléments contractuels ne fait apparaître ni clauses de complément de prix, autre que celle présentée ci-dessus qui s'apparente à un droit de suite en faveur de LBO Asset Management GmbH, ni clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.1.3 - Référence à l'acquisition de bloc par l'Initiateur auprès des Autres Actionnaires Institutionnels

Concomitamment à la signature des Promesses d'achat citées ci-dessus (les Put option N°1 et Put Option N°2), les Autres Actionnaires Institutionnels (i.e des fonds gérés par Eiffel Investment Group, Vatel Capital, Axxion et Montblanc Alpenstock) ont conclu des accords de cession permettant de transférer à l'Initiateur, les 531.498 actions Osmozis qu'ils détiennent.

Ces cessions ont été conclues à un prix de 15,00€ par action Osmozis.

Dans le cadre de cette acquisition de bloc, nous avons analysé :

- les accords de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre respectivement FCPI Fortune Europe 16-17, Innovalto 2017-2018, FCPI Alto Innovation 2029, FCPI Alto Innovation

2020, FCPI Alto Innovation 2021, FCPI Alto Innovation 2022, FCPI Fortune Europe 16-17, tous représentés par Eiffel Investment Group et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,

- les accords de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Vatel Emploi, FCPI Dividendes Plus 10, FCPI Dividendes Plus 9, FCPI Dividendes Plus 8, tous représentés par Vatel Capital et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,
- l'accord de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Squad-European Convictions représenté par Axxion et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,
- l'accord de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Montblanc Alpen Stock représenté par Montblanc et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,

L'analyse de ces documents fait apparaître un prix de cession identique au prix d'Offre de 15,00€ par action Osmozis. Dans le cas où l'Initiateur proposerait un prix supérieur à 15,00€ pour la réalisation d'un retrait obligatoire, les accords prévoient que les Autres Actionnaires Institutionnels recevront de la part de l'Initiateur un complément de prix égal à la différence entre le prix proposé dans le cadre d'un tel retrait obligatoire et le prix de cession.

L'analyse de ces éléments contractuels ne fait apparaître ni clauses de complément de prix, autre que celle présentée ci-dessus qui s'apparente à un droit de suite en faveur des Autres Actionnaires Institutionnels, ni clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.2 - Transactions historiques sur le capital de la Société

3.3.1.2.1 - *Référence à l'augmentation de capital d'avril 2023*

Osmozis a lancé, entre le 6 avril et le 28 avril 2023, une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires au prix de 10,25€ par action, extériorisant une décote faciale de 6,82% par rapport au cours de clôture de 11,00€ du 6 avril 2023, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération. Cette augmentation de capital, à la parité de neuf actions nouvelles pour vingt-neuf existantes, s'est traduite par une demande de souscription de 1.075.072 actions nouvelles réparties comme suit :

- 581.535 actions souscrites à titre irréductible ;
- 489.515 actions souscrites à titre réductible et ;
- 4.022 actions à titre libre.

Le produit de cette émission d'actions nouvelles, qui s'élève à 6.961k€ bruts était destiné à être réparti comme suit :

- à hauteur de 2/3 environ des fonds levés, dans le but d'accompagner la croissance en accélérant le développement du Groupe, notamment à l'international en s'appuyant sur des nouveaux partenaires distributeurs, et des acquisitions pour élargir sa base de clients ;
- à hauteur de 1/3 environ des fonds, dans le but d'optimiser la structure financière avec le remboursement par anticipation et en numéraire d'une partie des obligations convertibles émises en décembre 2019.

Le prix de l'Offre extériorise une prime de 46,34% par rapport au prix par action observé lors de cette augmentation de capital.

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

De surcroît, lors de cette augmentation de capital, la demande étant plus importante que le besoin émis initialement de 138,4%, les fondateurs, Gérard Tremblay et Yves Boulot, ont, pour répondre à la

demande, cédé au même prix que l'augmentation de capital à savoir 10,25€ par action, respectivement 76.404 actions et 21.158 actions pour un montant global de 1.000k€.

3.3.1.2.2 - *Référence au paiement en action d'une partie du prix d'acquisition de Camping Connect*

En octobre 2023, Osmozis a fait l'acquisition de 100% des parts de Camping Connect, une entreprise spécialisée dans la fourniture de services WiFi en Grande Bretagne. Le montant de l'acquisition s'est établi à 2.200k€.

L'acquisition a en partie été permise grâce au produit de la levée de fonds réalisée en avril 2023 servant de rémunération en numéraire à hauteur de 70% de l'acquisition. Les 30% restant ont été rémunérés en actions Osmozis pour un montant total de 660k€ sur une base de valorisation de 10,25€ par action.

En effet, les fondateurs de Camping Connect, qui sont Benjamin Griffiths et Rhodri John, ont été rémunérés chacun respectivement de 32.195 actions Osmozis valorisées sur la base d'un prix fixe de 10,25€ équivalent au prix de l'augmentation de capital d'avril 2023.

Le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 46,34% par rapport au prix par action servant à la rémunération de l'achat des parts de Camping Connect.

3.3.1.3 - Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital d'Osmozis consistent en l'acquisition de blocs par l'Initiateur le 6 juin 2024 (en vertu des contrats conclus le 16 mai 2024 et le 28 mai 2024) par l'Initiateur ainsi que l'augmentation de capital ayant eu lieu en avril 2023 et l'acquisition de parts de Camping Connect par rémunération en actions Osmozis.

Nous considérons les prix retenus dans le cadre de l'acquisition des blocs d'actions comme une référence significative car ils résultent de négociations et portent sur une part significative du capital (84,70% du capital, 2.516.412 actions). Ces acquisitions sont également concomitantes au dépôt du projet d'Offre.

Le prix de cession retenu pour les actions cédées est inférieur (13,50€ pour les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels) ou égal au prix de l'Offre (15,00€ pour LBO Asset Management GmbH et les Autres Actionnaires Institutionnels). Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime comprise entre 0,00% et 11,11% par référence à ces transactions.

Le prix par action retenu dans le cadre de l'augmentation de capital d'avril 2023 et dans le cadre de la rémunération des cédants dans le cadre de l'acquisition de Camping Connect est identique et s'élève à 10,25€ par action. Ces transactions portent sur un montant et un volume de titres Osmozis significatifs dans une période relativement récente (2023).

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 46,34% par rapport à ce prix.

Enfin, l'analyse des accords d'acquisition de blocs d'actions d'Osmozis ne fait pas apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

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

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen

pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en août 2028 d'après le plan d'affaires construit par la direction de la Société puis ils ont été extrapolés sur deux ans jusqu'en 2030 comme indiqué en section 3.1.3.3.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires d'Osmozis

Chiffre d'affaires

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

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent sur les hypothèses principales suivantes :

- Un développement du chiffre d'affaires récurrent et la poursuite de la conversion des contrats dits « Partages » vers des contrats « Premium » ;
- Une augmentation des ventes de services existants (IoT) et non récurrents notamment par le développement de la fonction commerciale Osmozis (France) et Camping Connect (Grande Bretagne) ;
- Une croissance organique en France sur la période 2024-2028 portée notamment par le développement des ventes d'OsmoX.

Le plan d'affaires se structure ainsi en deux parties, centrées sur la croissance de l'activité historique du Groupe à périmètre constant prenant en considération de l'acquisition réalisée en octobre 2023 de Camping Connect et sur le développement de projets internes avec notamment le lancement des ventes OsmoX, boxes WiFi de 6^{ème} génération, en marque blanche.

En effet, une continuité dans la croissance de l'activité est attendue dans un premier temps en 2023-2024 (post acquisition Camping Connect) se traduisant par une hausse du chiffre d'affaires d'environ 22% (25% en année pleine Camping Connect), dont 15% liés à l'acquisition de la filiale britannique. La croissance organique du Groupe se poursuit sur le reste de la période prévisionnelle grâce à des stratégies de croissance et d'investissement prévues sur le périmètre actuel du groupe.

Par ailleurs, une augmentation de 4% par commercial des prises de commandes de services existants non-récurrent devrait accompagner la croissance du chiffre d'affaires tout au long de la période du business plan. En complément du gain de productivité espéré, cette augmentation devrait être soutenue par de nouveaux recrutements.

De surcroît, le lancement des ventes OsmoX sous marque blanche comprend la vente de produits Osmozis sous la marque de l'intégrateur final et elles se scindent en trois typologies de boxes WiFi qui sont :

- Les boxes Indoor, bornes pour un usage intérieur en plastique. Ces bornes sont les moins coûteuses à produire ;
- Les boxes Outdoor qui sont des bornes pour un usage extérieur résistantes aux intempéries et à l'orage. Ces dernières sont plus coûteuses en termes de conception avec des matériaux devant résister aux différentes dégradations météorologiques ;
- Les Patchs, bornes extérieurs spécifiques servant à établir une communication WiFi point à point entre deux patchs (transport de données identique au transport filaire). Ce sont des bornes complexes qui nécessitent une certaine technicité et ce sont donc les plus onéreuses à concevoir.

Osmozis anticipe un développement pour ces produits au-delà des frontières françaises avec pour cible un marché européen qui aujourd'hui représente plus de 800m€ par an. Dans le cadre de ce développement, des coûts de personnels sont prévus ainsi que des charges de maintenances liées.

Ainsi, sur la période 2024-2030, le chiffre d'affaires d'Osmozis intégrant les ventes OsmoX en marque blanche devrait atteindre un taux de croissance annuel moyen d'environ 9%.

Les prévisions de chiffre d'affaires du plan témoignent d'une volonté de poursuivre le développement du Groupe et de ses filiales en France et sur les marchés étrangers tout en renforçant les compétences et savoir-faire du Groupe.

Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA prévisionnel d'Osmozis correspond à son chiffre d'affaires diminué de l'ensemble des charges d'exploitation hors dotations aux amortissements.

La marge d'EBITDA devrait progresser en 2023-2024 ainsi que sur la période du plan d'affaires passant de 35% du chiffre d'affaires au 31 août 2023 à 44% à l'horizon 2030. Cette amélioration s'explique notamment par le développement des ventes OsmoX, à partir de juin 2024 ainsi que par la croissance de l'activité combinée à une amélioration progressive de la marge brute et à une meilleure absorption des charges de personnel.

Les charges de personnel, en valeur relative, sont en baisse et représentent 43% du chiffre d'affaires en 2024 dont une part de 600k€ liée à l'intégration des effectifs de Camping Connect et des 15 salariés s'y afférant. Sur le reste de la période du business plan, le développement soutenu des ventes OsmoX nécessitant finalement peu de charges de personnel permet une meilleure absorption de ces dernières conduisant à leur diminution progressive en valeur relative et s'établissant à 32,0% du chiffre d'affaires en 2030. Les effectifs du groupe devraient passer de 106 ETP suite à l'acquisition de Camping Connect en 2023 à 122 ETP à l'horizon du plan d'affaires. Le chiffre d'affaires par ETP devrait lui aussi progresser à la hausse, en lien avec le développement des ventes OsmoX et des progrès des forces commerciales du Groupe. Les charges externes regroupent une part importante de charges fixes (locations longue durée, prestations de services et honoraires, publicité et salons, locations immobilières etc.) représentant entre 6% et 10% du chiffre d'affaires au cours de la période du business plan, ainsi que des charges variables (frais de déplacements ainsi que les commissions sur ventes et d'autres prestations). Ces dernières représentent en moyenne, sur l'horizon du business plan, 24% du chiffre d'affaires.

Un CIR de 350k€ est anticipé en 2023-2024, globalement cohérent avec les niveaux de CIR historiques (en moyenne 340k€ de 2019-2020 à 2022-2023), soit 2% du chiffre d'affaires. Nous comprenons que la Société devrait continuer à percevoir le CIR dans les années futures dans la mesure où elle poursuivra ses activités de recherche et développement en cohérence avec sa stratégie d'innovation.

Concernant les productions immobilisées, le Groupe anticipe un montant constant sur la durée du plan d'affaires de l'ordre de 3,0m€, un niveau cohérent avec les niveaux constatés historiquement dans les comptes du Groupe.

La marge d'EBITDA devrait ainsi progresser sur la période du plan d'affaires passant de 35% du chiffre d'affaires en 2022-2023 à 44% à l'horizon 2029-2030.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT prévisionnel d'Osmozis correspond à l'EBITDA (CIR inclus) diminué du montant des amortissements.

Ainsi, porté notamment par l'augmentation du taux de marge brute, le taux de marge d'EBIT devrait s'améliorer progressivement sur la durée du plan d'affaires pour atteindre environ 20% à l'horizon 2030 (supérieur au taux de marge d'EBIT maximum observé depuis 2020, soit 13% en août 2023).

Pour rappel, les dotations aux amortissements se rapportent principalement à de la production immobilisée (immobilisations des frais de développement et d'installation ainsi que le matériel installé) et se situent entre 22% du chiffre d'affaires et 24% à l'horizon du plan d'affaires.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur d'entreprise, de l'économie d'impôt de 1.291k€ liée aux déficits fiscaux reportables (6.155k€), qui a été calculée en actualisant au coût du capital l'économie d'impôt générée par l'apurement des déficits sur la base des prévisions du plan d'affaires.

Impôt normatif

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires. Le CIR s'établit en moyenne à 1,6% du chiffre d'affaires sur la période prévisionnelle. Osmozis supportant une charge d'impôt principalement en France, nous avons retenu un taux d'impôt théorique sur la base de l'impôt sur les sociétés françaises. Le taux d'impôt théorique s'élève ainsi à 25,0% jusqu'en 2025-26 puis 25,8% à compter de 2026-27 prenant en compte à partir de cette année d'une contribution sociale additionnelle de 3,3%.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan concernent d'une part les investissements de développement et d'installation (production immobilisée), et d'autre part divers investissements de maintien et de renouvellement de l'outil de production tout au long de la période. Le niveau d'investissements retenu sur la période prévisionnelle est cohérent avec les projets et croissances attendues malgré qu'il soit inférieur en pourcentage du chiffre d'affaires aux niveaux historiques d'investissements du Groupe (en moyenne à 38% de son chiffre d'affaires entre 2020-2021 et 2022-2023).

Le niveau d'investissements atteint 25,7% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires (2027-2028). Ce niveau a été considéré comme normatif et a été retenu dans le cadre de l'extrapolation du plan d'affaires jusqu'à 2029-2030.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport. Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux observés au 31 août 2023 (7 jours de chiffre d'affaires) à l'échelle du Groupe, et tendent à diminuer à l'horizon du business plan afin de s'établir à 5 jours de chiffre d'affaires en 2029-2030. Cette baisse est portée par la conversion des clients « Partage » en clients « Premium » et ainsi la réduction des créances clients passant de 91 jours de chiffre d'affaires au 31 août 2023 à 61 jours de chiffre d'affaires au 31 août 2030.

Cette diminution du besoin en fonds de roulement est notamment accentuée par le BFR retenu dans le cadre du développement des ventes de produits OsmoX en marque blanche à compter de juin 2024.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée depuis la fin de la crise de la COVID-19 et de la stratégie de développement du Groupe portée sur le développement du revenu récurrent ainsi que des

ventes OsmoX en marque blanche, les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes, présentant d'abord la croissance du groupe au travers de l'intégration pleine de Camping Connect acquise en octobre 2023 puis l'accélération de l'activité reposant sur le développement de la commercialisation des produits OsmoX vendus sous marque blanche. Cette accélération de l'activité est couplée à une amélioration de la marge brute et de la marge d'exploitation grâce à une meilleure maîtrise des charges fixes et des frais de personnel à l'échelle du Groupe.

Par ailleurs au regard des taux de croissance, de l'amélioration des marges d'EBITDA historiques et des niveaux d'investissements prévus sur la durée du plan d'affaires, le business plan peut être qualifié de volontariste.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2023-2024 – 2029-2030, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

- EBIT (Résultat d'exploitation CIR inclus)
- Impôt normatif effectif sur résultat d'exploitation (hors CIR)
- + Amortissements
- Investissements
- Variation du BFR
- = Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 31 mai 2024.

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		Crowe HAF Osmozis
Taux sans risque	(1)	2,88%
Prime de risque du marché	(2)	5,41%
Beta désendetté	(3)	1,01
Gearing	(4)	19,8%
Beta endetté	(5)	1,16
Prime de taille	(6)	3,05%
Coût des capitaux propres	(7)	12,20%
Coût de la dette	(8)	4,52%
Taux d'IS	(9)	25,00%
Coût de la dette après impôts		3,4%
D/(D+CP)		16,55%
CP/(D+CP)		83,45%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	10,74%

(1) OAT 10 ans - Moyenne 3 mois

(2) Fairness Finance - Moyenne 3 mois

(3) Médiane 1 an ds comparables

(4) Gearing de la société ($g=D/CP$)

(5) Formule de Hamada

(6) Ibbotson

(7) Formule du modèle MEDAF

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(10) Formule $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,74%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 2,88% correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2024 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;

- une prime de risque du marché actions France de 5,41% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en avril 2024 ;
- un gearing de 19,8%, correspondant au gearing de la Société au moment de l'opération basé sur une valeur des capitaux propres ressortant au prix d'Offre ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,01 retenu correspond à la médiane des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à Osmozis affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 15%. Il regroupe les sociétés Solutions 30 SE, Cambium Networks Corporation, Ubiquiti Inc, Extreme Networks Inc, Digi International Inc, Ekinops SA, Cisco Systems Inc et Motorola Solutions Inc ;
- la prime de taille retenue (3,05%), fondée sur l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps en décembre 2022, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 4,52% correspondant aux taux moyen pondéré des derniers emprunts levés par la Société depuis le 1^{er} janvier 2023, et
- un taux d'imposition normatif de 25,00% en France.

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (août 2030) à partir d'un cash-flow disponible normatif et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Un niveau de marge d'EBITDA de 44% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge constaté sur la dernière année de la période prévisionnelle (2029-2030) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8% (y compris contribution additionnelle) équivalent à celui retenu à l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 25,7% du chiffre d'affaires ;
- Un besoin en fonds de roulement calculé à hauteur de 1,4% du chiffre d'affaires (5 jours de chiffre d'affaires).

3.3.2.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En k€	En m€
Flux de trésorerie actualisés cumulés	13,7
Valeur terminale actualisée	27,1
Valeur d'entreprise	40,8
Dette financière nette ajustée	-9,6
Economie d'impôt liée aux DFR	1,3
Valeur des capitaux propres	32,5
Nombre d'actions (en milliers)	2 918
Valeur par action (€)	11,13 €
Prix d'Offre (€)	15,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>34,7 %</i>

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 32.486k€.

La valeur unitaire de l'action Osmozis s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 11,13€.

Le prix d'Offre de 15,00€ induit une prime de 34,7% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.2.7 - Analyse de sensibilité

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

Tableau de sensibilité de la valeur de l'action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
WACC	10,24%	11,39 €	12,05 €	12,81 €
	10,74%	10,55 €	11,13 €	11,79 €
	11,24%	9,80 €	10,32 €	10,89 €

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 10,32€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 11,24%) et 12,05€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,24%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 11,13€.

3.3.2.8 - Synergies

Comme mentionnés en section 1.2.1 et section 3.1.3.4 ainsi que dans le projet de note d'information (§1.2.1), les synergies identifiées par l'Initiateur concernent essentiellement des synergies de cross-selling et d'accélération de l'expansion géographique de la Société.

Dans ce cadre, il nous a été mis à disposition un chiffrage des synergies relatif notamment aux flux additionnels estimés que génèrerait le rapprochement concernant (i) les débouchés commerciaux qu'apporterait Passman aux produits WiFi OsmoX et (ii) à la mutualisation des offres produits notamment les ventes de produits Passman IPTV auprès de réseau de clients Osmozis.

Ce chiffrage consiste en des flux de trésoreries additionnels sur la période 2023-2024 – 2027-2028.

Prise en compte des synergies

Les synergies provenant et bénéficiant à la fois à l'Initiateur et à la Cible, nous avons considéré que ces synergies proposées et la valeur additionnelle pouvant en découler sont partagées et attribuables à part égale entre les deux groupes (50%). Afin de prendre en compte le caractère plus incertain des synergies par rapport aux flux du plan d'affaires « *stand-alone* », nous avons retenu un taux d'actualisation augmenté d'une prime de risque de 1,0% (soit 11,74%) pour actualiser les flux relatifs aux synergies. Les résultats chiffrés de cette analyse ressortent comme suit :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En k€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	5 133
Valeur terminale actualisée	14 534
Valeur des synergies	19 667
Pondération des synergies	50,0%
Valeur des synergies attribuables à Osmozis	9 834
Valeur des synergies par action	3,37 €
Valeur d'entreprise - synergies comprises	50 622
Dette financière nette ajustée	-9 594
Economie d'impôt liée aux DFR	1 291
Valeur des capitaux propres	42 320
Nombre d'actions	2 917,7
Valeur par action	14,50 €
Prix d'Offre (€)	15,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>3,4 %</i>

Selon cette approche, le montant des synergies par action attribuable à Osmozis ressort à 3,37€.

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode et la prise en compte des synergies à 42.320k€. La valeur unitaire de l'action Osmozis s'élève ainsi selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 14,50€ intégrant les synergies attribuables à Osmozis.

Le prix d'Offre de 15,00€ induit une prime de 3,4% sur la valeur synergies comprises obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.3 - Référence au cours de bourse

Osmozis a été introduit en bourse en février 2017 au prix de 10,50€, permettant la réalisation d'une levée de plus de 8,2m€. Les actions Osmozis sont cotées sur Euronext Growth²⁴ Paris sous le code ISIN FR0013231180 et ont pour code mnémorique ALOSM.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'opération (15 mai 2024) s'élevait à environ 30,4m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *nano caps* ».

A notre connaissance, Osmozis fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier : Euroland Corporate. Il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

L'actionnariat d'Osmozis se répartit comme suit avant l'acquisition de blocs par l'Initiateur :

²⁴ Anciennement Alternext jusqu'en 2017

Osmozis - Détail de l'actionariat préalablement à l'acquisition des actions Osmozis hors marché par l'Initiateur

Actionnaires	Nombre d'actions ordinaires	% du capital (non dilué)
Flottant	1 678 806	57,7%
<i>dont autres actionnaires</i>	349 771	12,0%
<i>dont Autres Actionnaires Institutionnels***</i>	531 498	18,3%
<i>dont LBO Asset Management GmbH (ex Shape Q)</i>	795 884	27,3%
<i>dont Autres Actionnaires Individuels</i>	1 653	0,1%
Fondateurs	1 062 487	36,5%
<i>dont Yves Boulot*</i>	541 035	18,6%
<i>dont Gérard Tremblay*</i>	521 452	17,9%
Actionnaires de Camping Connect	64 390	2,2%
<i>dont Benjamin Griffiths</i>	32 195	1,1%
<i>dont Rhodri Johns</i>	32 195	1,1%
Actions propres (autodétention)	93 489	3,2%
Actions propres (contrat de liquidité)**	11 386	0,4%
Total des actions	2 910 558	100,0%

Source : Projet de Note d'Information

**Détention directe et indirecte*

***Contrat de liquidité Tradition Securities and Futures*

*** *dont fonds représentés par Eiffel Investment Group, fonds représentés par Vatel Capital, fonds représenté par Axxion et Montblanc Alpen Stock*

L'Initiateur détiendra au jour de l'ouverture de l'Offre 84,70% du capital de la Société.

Le capital flottant représente 11,77% du capital de la Société, soit 349.771 actions.

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

Osmozis - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 20 jours	260	5 196	0,2%	0,6%
Moyenne 60 jours	470	28 185	0,9%	3,1%
Moyenne 120 jours	651	78 086	2,6%	8,6%
Moyenne 180 jours	573	103 175	3,4%	11,4%
Moyenne 250 jours	648	161 909	5,4%	17,8%

Source : Capital IQ, Euronext le 15/05/2024

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

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant (hors dirigeants et LBO Asset Management GMHG)

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés du fait de la faible part du flottant dans le capital de la Société. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 260 titres (moyenne 20 jours) et 648 titres (moyenne 250 jours).

Au cours des 250 derniers jours de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 161.909, soit 5,4% du nombre total de titres et 17,8% du flottant.

Sur les 20 derniers jours de bourse avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,2% du nombre total de titres et 0,6% du flottant.

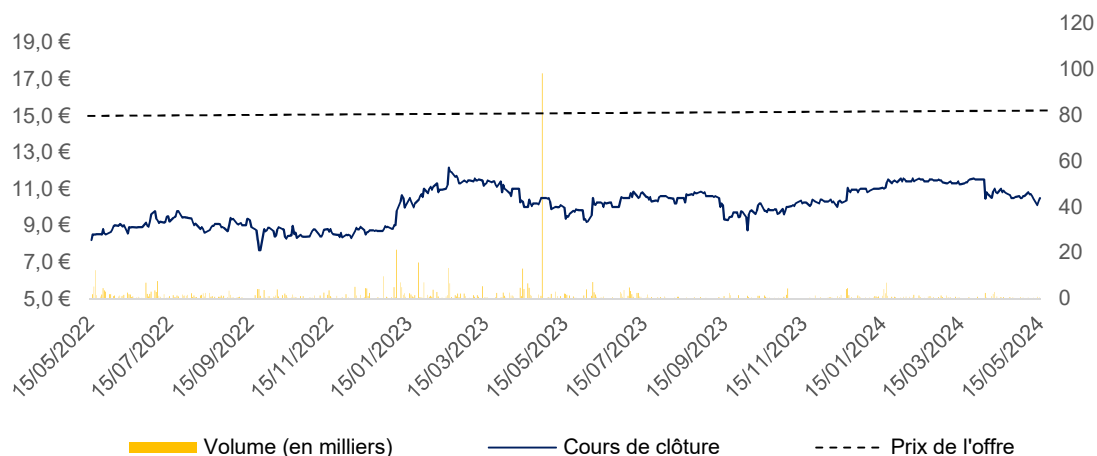
Au regard de ces données, le titre Osmozis, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité réduite. D'autre part, la société Osmozis n'est suivie que par un seul analyste financier.

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

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse d'Osmozis sur les deux dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 2 ans de l'action Osmozis



En 2022, le cours a commencé l'année à 7,60€. Les premiers mois de l'année 2022 sont marqués par une tendance haussière, soutenue par la publication des résultats annuels de 2020-2021 solides et des perspectives optimistes pour l'année 2021-2022.

Le 1^{er} juillet 2022, le cours bondit de 4,6% suite à l'annonce du dépassement des 7m€ de chiffre d'affaires sur 9 mois (+31%), accompagné d'une croissance de +25% du chiffre d'affaires au troisième trimestre 2021-2022. S'en suit une diminution du cours atteignant 8,67€ le 29 août 2022, soit une baisse de -10%. Cette baisse se poursuit et le cours atteint ainsi la position la plus basse durant les deux dernières années, soit 7,63€ le 22 septembre 2022 marquant une diminution de 14% entre le 20 et le 22 septembre. Cette importante baisse est rattrapée le 26 septembre 2022 avec une augmentation du cours de 15%, s'établissant ainsi à 8,79€.

Le cours de bourse d'Osmozis a connu une forte augmentation en début d'année 2023 suite à l'annonce du chiffre d'affaires du premier trimestre en croissance de +40% notamment porté par les services premium d'abonnement faisant passer le cours de 8,91€ au 30 décembre 2022 à 10,64€ au 10 janvier 2023, soit une augmentation de +16,2%.

Le 15 février 2023, le cours d'Osmozis atteint son niveau le plus haut historique après une augmentation quotidienne de +8,5% atteignant 12,14€. Cette augmentation fait suite à une annonce de la part du Groupe concernant un programme de rachat d'actions. En effet, la mise en place d'un contrat de liquidité avec TSAF (« *Tradition Securities and Futurs* ») prévoyant le rachat d'une part maximale du capital autorisée de 10% au 16 février 2023 (jour de l'Assemblée générale) s'inscrit dans l'objectif d'assurer l'animation du marché secondaire, conserver les actions achetées pour les utiliser dans le cadre de croissance externes ainsi que d'assurer la couverture des plans d'options d'achat d'actions et/ou plans d'actions attribuées gratuitement.

L'annonce par la Société, le 6 avril 2023, d'une augmentation de capital prévue dans le but de soutenir la croissance externe du groupe rencontre un réel succès et ce conclu le 28 avril 2023 par un volume d'échange de titres de 98.359 sur la journée. Le cours entre le 6 avril 2023 et le 28 avril de 2023 diminue de -4,4% passant de 10,99€ à 10,50€, l'augmentation de capital ayant été réalisée à 10,25€.

A la suite de cette tendance haussière s'essouffant dès mars 2023, la tendance s'inverse et devient baissière avec un point bas atteint le 2 juin 2023 à 9,22€.

Au 6 juin 2023, le cours de bourse d'Osmozis augmente de +10,1%, passant ainsi de 9,54€ à 10,50€ suite à l'annonce des résultats semestriels du Groupe. L'annonce fait état d'une nouvelle performance

« record » avec un EBE qui atteint 1,4m€, multiplié par plus de 2,5 en un an et une marge d'EBE en progression de 14 points (soit 27% du chiffre d'affaires).

Identiquement à fin septembre 2022, le début du mois d'octobre 2023 est marqué par une baisse puis une hausse immédiate du cours de bourse. En effet, le 3 octobre le cours de bourse diminue de -7,6% puis augmente le jour suivant de +10,1% atteignant 9,60€, une semaine avant l'annonce de l'acquisition de Camping Connect. Le 11 octobre, le jour de l'annonce de l'acquisition du concurrent britannique, le cours de la Société s'élève à 10,10€.

Le début de l'exercice 2023-2024 est marqué par une tendance haussière faisant passer le cours du Groupe de 10,60€ au 1^{er} septembre 2023 à 11,45€ au 29 février 2024. Cette tendance haussière est ralentie en avril 2024 avec une forte baisse du cours de -9,1% au 3 avril 2024 faisant atteindre le cours à 10,45€.

Le cours du titre atteint 10,50€ le 15 mai 2024 avec des volumes d'échange faibles. En conclusion, le cours est principalement impacté par les annonces de résultats du Groupe ainsi que les annonces stratégiques de ce dernier.

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 15 mai 2024, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée d'Osmozis au prix de 15,00€.

Osmozis - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime exteriorisée en % ¹
Cours de clôture (le 15 mai 2024)	10,50	42,9%
CMPV* 20 jours	10,51	42,8%
CMPV* 60 jours	10,99	36,5%
CMPV* 120 jours	10,96	36,9%
CMPV* 180 jours	10,67	40,6%
CMPV* 250 jours	10,53	42,4%

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ, Euronext le 15/05/2024

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 10,51€ (moyenne 20 jours) et 10,99€ (moyenne 60 jours).

Le prix proposé de 15,00€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 36,5% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours) et 42,8% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours). Il offre également une prime de 42,9% sur le cours de clôture au 15 mai 2024 ainsi qu'une prime de 26,6% par rapport au niveau maximum observé au cours de la dernière année (11,85€ le 18 janvier 2024).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées en synthèse.

3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

Nous avons examiné les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables. Les recherches que nous avons menées dans le cadre de ces méthodes n'ont pas permis d'établir des échantillons à la fois pertinents en termes d'activités, d'homogénéité et de comparabilité,

qui selon nous, puissent être retenus comme référence pour évaluer la Société. Nous présentons, cependant, ces méthodes à titre uniquement indicatif.

3.4.1 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

3.4.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des recherches que nous avons effectuées, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans les secteurs d'activité proches d'Osmozis.

Sur le marché du développement et de l'exploitation de réseaux maillés internet interconnectés destinés à assurer l'accès haut débit et très haut débit au sein d'établissements professionnels, nous avons identifié dans un premier temps les sociétés Wifirst SAS, Keyyo SA ou encore Yziact SAS (proposant la solution Cigale Hotspot) comme concurrents directs d'Osmozis. Toutefois, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en termes de modèle économique et d'activité avec Osmozis, ces entreprises n'étant pas cotées, elles ne peuvent cependant pas figurer dans notre échantillon de sociétés comparables.

L'échantillon de sociétés comparables retenu dans un second temps inclut donc des sociétés commercialisant, comme Osmozis, des solutions IoT ainsi que des solutions d'accès au réseau très haut débit à destination du secteur professionnel. Afin de tenir compte des spécificités d'Osmozis (activité, présence géographique, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents, nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés internationales opérant principalement en Europe et en Amérique du Nord.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes et américaines dans le secteur de la télécommunication et de l'accès WiFi :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Cisco Systems, Inc. ¹	Etats-Unis	182 280	50 867
Motorola Solutions, Inc.	Etats-Unis	53 636	9 027
Extreme Networks, Inc. ²	Etats-Unis	1 342	1 118
CommScope Holding Company, Inc.	Etats-Unis	207	5 237
Solutions 30 SE	Luxembourg	207	1 056
EKINOPS S.A.	France	94	129
Cogelec SA	France	70	66
Moyenne		33 977	9 643
Médiane		207	1 118

Source : S&P Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 02/05/2024

¹ Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 29 juillet 2023

² Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 30 juin 2023

Bien qu'ayant des activités proches, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Osmozis compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues. De surcroît, aucun des comparables identifiés n'a une exposition significative sur le secteur de l'hôtellerie en plein air et campings. Nous avons toutefois retenu sept sociétés comparables à Osmozis :

- Cisco Systems, Inc. (Etats-Unis) est le leader mondial dans la conception, le développement et la commercialisation d'équipement réseaux pour Internet. Cisco Systems est une multinationale dont 59% du chiffre d'affaires est réalisé en Amérique du Nord et 27% en Europe, Afrique et Moyen Orient. La société est cotée sur le NASDAQ et compte environ 84.900 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Cisco Systems s'est élevé à 50,9 milliards d'euros en 2023.
- Motorola Solutions, Inc. (Etats-Unis) est un groupe industriel américain spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de communication destinés aux administrations et aux entreprises. Les équipements de communication comprennent notamment des infrastructures de réseau sans fil. La société est cotée sur le New York Stock Exchange (NYSE) et emploie plus de 21.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Motorola Solutions s'est élevé à 9,0 milliards d'euros en 2023 dont 65,9% en Europe.
- Extreme Networks, Inc. (Etats-Unis) est un fournisseur de solutions de réseaux Cloud et de services et d'assistance à l'industrie. La société conçoit, développe et fabrique des équipements d'infrastructure pour réseaux câblés, sans fil et à définition logicielle (SD- WAN). Elle propose ses services aux entreprises, à l'hôtellerie et aux fournisseurs de services. Extreme Networks commercialise ses produits notamment aux Etats-Unis (65,7%), au Royaume-Uni (7,7%) et dans le reste du monde (26,6%). La société est cotée sur le New York Stock Exchange (NYSE) et compte environ 2.900 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Extreme Networks s'est élevé à 1,1 milliards d'euros en 2023.
- CommScope Holding Company, Inc (Etats-Unis) un fournisseur mondial de solutions d'infrastructure pour les réseaux de communication, de centres de données et de divertissement. Ses segments comprennent les solutions de connectivité et de câble (CCS), les réseaux sans fil extérieurs (OWN), les solutions de réseau, de téléphonie cellulaire intelligente et de sécurité (NICS), et les solutions de réseau d'accès (ANS). CommScope Holding Company réalise 64,7% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis et 16,9% en EMEA (Europe, Moyen Orient et Afrique). La société est cotée sur le NASDAQ et emploie environ 20.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de CommScope Holding Company s'est élevé à 5,2 milliards d'euros en 2023.
- Solutions 30 SE (Luxembourg) est le leader européen des solutions pour les Nouvelles Technologies. Sa mission est de rendre accessible à tous, particuliers et entreprises, les mutations technologiques qui transforment la vie des ménages : l'informatique et Internet, le numérique et les technologies permettant un monde toujours plus interconnecté en temps réel. L'activité s'organise autour de 3 secteurs qui sont l'informatique/télécom, l'énergie et l'audiovisuel. Solutions 30 SE réalise la majorité de son chiffre d'affaires en France (38,2%), en Belgique (36,1%) et dans le reste du monde (25,7%). La société est cotée sur le marché Euronext et compte plus de 7.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Solutions 30 SE s'est élevé à 1,1 milliards d'euros en 2023.
- Ekinops SA (France) est spécialisé dans la conception, le développement et la commercialisation de solutions de télécommunications, ouvertes et interopérables, destinées aux fournisseurs de services (opérateurs de télécommunications et entreprises) à travers le monde. Ekinops SA. réalise 75,4% de son chiffre d'affaires en EMEA et le reste en Amérique du Nord. La société est cotée sur Euronext et emploie près de 600 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Ekinops s'est élevé à 0,1 milliard d'euros en 2023.
- Cogelec SA (France) est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de systèmes de contrôle d'accès des logements collectifs. La société propose des solutions de contrôle d'accès sécurisé (serrures électroniques et badges agents) destinées à favoriser l'accès des résidents et des prestataires de services et à empêcher les personnes non autorisées à pénétrer dans les halls des immeubles. La société est cotée sur le marché Euronext et compte plus de 300 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Cogelec s'est élevé à 0,1 milliards d'euros en 2023 dont 87,0% en France.

3.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA et d'EBIT au 31 décembre 2024, 2025 et 2026 (excl. Cisco Systèmes Inc et Extreme Networks Inc. ayant une clôture respective au 31 juillet et 30 juin) des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables									
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	23/24	24/25	25/26	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Solutions 30 SE	6,5%	10,0%	9,0%	5,9%	6,6%	7,4%	2,6%	3,5%	3,8%
Extreme Networks, Inc.	-7,8%	3,6%	3,8%	12,2%	13,1%	13,0%	10,8%	13,5%	14,6%
Cogelec SA	13,3%	12,8%	11,7%	16,6%	17,9%	19,5%	8,5%	10,4%	13,1%
EKINOPS S.A.	-0,8%	8,0%	9,2%	12,9%	14,7%	16,7%	3,2%	7,7%	9,6%
CommScope Holding Company, Inc.	-12,1%	10,8%	7,3%	14,8%	17,3%	18,5%	11,6%	13,8%	13,8%
Cisco Systems, Inc.	-0,2%	4,4%	1,9%	36,1%	36,0%	36,0%	34,1%	34,5%	35,0%
Motorola Solutions, Inc.	9,9%	5,9%	5,6%	31,1%	31,5%	32,3%	28,6%	29,2%	29,3%
Moyenne	1,3%	7,9%	6,9%	18,5%	19,6%	20,5%	14,2%	16,1%	17,0%
Médiane	-0,2%	8,0%	7,3%	14,8%	17,3%	18,5%	10,8%	13,5%	13,8%
Moyenne Osmozis		9,9%			35,6%			13,5%	

Source : S&P Capital IQ au 02/05/2024

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires d'Osmozis est significativement supérieure au taux de croissance médian des sociétés de l'échantillon reflétant un stade de développement, une taille, une dynamique commerciale et une exposition de niche différents de celle des comparables.

Les taux de marge d'EBITDA générés par Osmozis sont également très significativement supérieurs au taux de marge médians de l'échantillon sur la période retenue. En effet, les marges d'EBITDA d'Osmozis sont impactées positivement par la comptabilisation des productions immobilisées ce qui n'est pas réalisé par la plupart des sociétés de l'échantillon. Ainsi, le taux de marge moyen d'EBITDA s'établit entre 2024 et 2026 à 35,6%, soit un niveau supérieur à celui des comparables (en médiane entre 14,8% et 18,5%).

Le taux de marge d'EBIT moyen généré par Osmozis (13,5%) est proche des taux de marge médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2024-2026 (entre 10,8% et 13,8%).

3.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée hors impact du traitement différencié des frais de développement.

Par ailleurs, nous avons effectué les retraitements suivants afin d'harmoniser les agrégats de l'échantillon avec les agrégats d'Osmozis :

- nous avons ajusté l'EBIT du montant total de la participation de Camping Connect durant l'exercice 2023-2024. En effet, étant acquise en octobre 2023, le plan d'affaires n'intègre que 10,63 mois d'activité liée à l'acquisition. Dans un souci d'homogénéité avec la dette financière nette retenue, nous avons considéré une participation pro forma 12 mois de Camping Connect au résultat de la Société,
- nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables. En effet, l'EBIT qui découle du plan d'affaires communiqué par le management d'Osmozis n'intègre pas l'application de la norme IFRS 16. Par conséquent, nous avons réintégré la charge d'intérêt liée aux loyers opérationnels afin d'obtenir, pour les sociétés comparables, des EBIT n'intégrant pas l'application de la norme IFRS 16. De même, nous avons exclu pour les sociétés comparables la dette de loyer opérationnelle de la valeur d'entreprise.

Nous avons exclu les multiples de :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de croissances et de marges observés chez les comparables sont homogènes et proches de ceux de la Société. Or, les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de notre échantillon sont hétérogènes et les niveaux de croissances des comparables sont globalement inférieurs à ceux d'Osmozis.
- VE/EBITDA dans la mesure où le traitement comptable relatif aux frais de développement impacte significativement l'EBITDA et rend la comparabilité non-pertinente.
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non-courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

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

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	VE/EBIT		
	2024	2025	2026
Solutions 30 SE	7,7x	5,3x	4,4x
Extreme Networks, Inc.	12,4x	9,6x	8,5x
Cogelec SA	9,8x	7,1x	5,0x
EKINOPS S.A.	19,0x	7,2x	5,3x
CommScope Holding Company, Inc.	15,2x	11,6x	10,8x
Cisco Systems, Inc.	9,8x	9,2x	8,9x
Motorola Solutions, Inc.	20,8x	19,2x	18,1x
Médiane	12,4x	9,2x	8,5x

Source : S&P Capital IQ au 02/05/2024

3.4.1.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2024, 2025 et 2026, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées. Ces multiples ont été appliqués aux agrégats respectifs d'Osmozis qui clôture ses comptes au 31 août sur les mêmes années calendaires.

Par ailleurs, comme indiqué ci-dessus, nous avons ajusté l'EBIT au 31 août 2024 afin de considérer une participation au résultat d'exploitation à 12 mois de la société Camping Connect acquise au cours de l'exercice car la dette financière ajustée retenue intègre l'acquisition de Camping Connect.

De plus, nous avons ajusté à la baisse la dette financière nette d'un montant de 1.500k€ afin de corriger le niveau faible de trésorerie (dû à un niveau de BFR élevé) au 29 février 2024 dû à la saisonnalité de l'activité. Cet ajustement maximise la valeur du point de vue de l'actionnaire minoritaire. Ainsi, nous avons retenu un niveau de BFR normatif identique à celui du 31 août 2023, portant le montant de dette financière nette ajustée à 8.094k€.

Nous n'avons pas appliqué de décote de taille au regard de la disparité de l'échantillon en termes de taille même si une décote se justifierait. La valeur obtenue par cette méthode constitue donc une valeur haute.

3.4.1.5 - Résultats

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

	VE / EBIT			Moyenne 24-26
	2024	2025	2026	
Valeur d'entreprise	25 310	19 354	27 574	24 079
Dette financière nette	-8 094	-8 094	-8 094	-8 094
Valeur des fonds propres (en k€)	17 216	11 261	19 480	15 986
Nombre d'actions (en milliers)	2 918	2 918	2 918	2 918
Valeur par action (en €)	5,90 €	3,86 €	6,68 €	5,48 €

Nous obtenons, en synthèse, une valeur par action Osmozis par la méthode des comparables boursiers de 5,48€ en moyenne.

Le prix d'Offre de 15,00€ fait ressortir une prime de 173,5% sur cette valeur.

3.4.2 - Méthode des transactions comparables

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

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables à Osmozis, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

La majorité des transactions que nous avons identifiées sont relativement récentes et ont été réalisées au cours des deux dernières années. Cependant, seulement quatre transactions se caractérisent par une activité plus proche de celle du Groupe. La taille limitée de cet échantillon conjugué au manque d'information publique pertinente disponible afin que les différences de modèles d'affaires de ces sociétés avec Osmozis nous a conduits à ne pas retenir cette méthode à titre principal.

Nous présentons toutefois à titre indicatif notre analyse des transactions et des multiples extériorisés ci-dessous.

3.4.2.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des matériels de communication à destination des professionnels avec une exposition de niche sur le marché de l'hôtellerie de plein air et campings.

Dans notre approche, nous avons identifié quatre transactions intervenues entre 2022 et 2023 et une transaction annoncée en 2024, sur des sociétés ayant des activités comparables à Osmozis.

3.4.2.2 - Analyse des transactions

Les transactions retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Osmozis - Transactions comparables						
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBIT (m€)
En cours	Hewlett Packard Enterprise	Juniper Networks, Inc.	Etats-Unis	13 124	4 958	428
15-Dec-23	Amphenol Corporation	PCTEL, Inc.	Etats-Unis	101	80	4
23-Jan-23	13548597 Canada Inc.	Sierra Wireless, Inc.	Canada	1 146	623	18
15-Jul-22	ADTRAN, Inc.	ADVA Optical Networking SE	Allemagne	834	646	36

Source : S&P Capital IQ au 02/05/2024

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des quatre transactions qui sont présentées ci-après :

- Le 9 janvier 2024, la société Hewlett Packard Enterprise Company, société américaine cotée au New York Stock Exchange (NYSE) a conclu un accord d'achat de 100% des titres de Juniper Networks Inc, également cotée au NYSE, qui conçoit, développe et vend des produits et services de réseau dans le monde entier. Son chiffre d'affaires était de 4.958m€ d'euros en 2023.
- Le 15 décembre 2023, la société Amphenol Corporation, société américaine cotée au New York Stock Exchange (NYSE) annonce l'acquisition de 100% des titres de Pctel Inc pour un montant de 128m€ (valeur d'entreprise de 101m€). Pctel fournit des dispositifs industriels Internet des objets (IoT), des systèmes d'antennes et des solutions de test et de mesure dans le monde entier. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 80m€.
- Le 23 janvier 2023, l'entreprise 13548597 Canada Inc., annonce l'acquisition de 100% des titres de l'entreprise canadienne Sierra Wireless, Inc. pour un montant de 1.178m€. Cette dernière est une entreprise qui produit et fournit des solutions Internet des objets (IoT), notamment des modules IoT cellulaires sans fil qui fournissent aux fabricants d'équipement d'origine (OEM) une connectivité WiFi. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 623m€.
- Le 15 juillet 2022, l'entreprise américaine ADTRAN Inc, société américaine cotée au Nasdaq annonce l'acquisition de 66% des titres de l'entreprise allemande ADVA Optical Networking SE pour un montant de 533m€. ADVA Optical Networking se consacre au développement, à la fabrication et à la vente de solutions de réseautage optique et Ethernet destinées aux opérateurs de télécommunications et aux entreprises afin de fournir des services de données, de stockage, de voix et de vidéo. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 646m€.

L'échantillon retenu se compose en conséquence de ces quatre transactions dont les multiples sont présentés à titre indicatif ci-après.

3.4.2.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT et exclu les multiples de VE/CA, VE/EBITDA et PER pour les mêmes raisons présentées en section 3.4.1.3 pour la méthode des comparables boursiers.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Osmozis - Transactions comparables							
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBIT (m€)	VE/EBIT
En cours	Hewlett Packard Enterprise	Juniper Networks, Inc.	Etats-Unis	13 124	4 958	428	30,6x
15-Dec-23	Amphenol Corporation	PCTEL, Inc.	Etats-Unis	101	80	4	23,9x
23-Jan-23	13548597 Canada Inc.	Sierra Wireless, Inc.	Canada	1 146	623	18	64,9x
15-Jul-22	ADTRAN, Inc.	ADVA Optical Networking SE	Allemagne	834	646	36	23,2x
Médiane							27,3x

Source : S&P Capital IQ au 02/05/2024

3.4.2.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBIT que nous avons appliqué à l'agrégat d'Osmozis pour l'exercice clos au 31 août 2023, les transactions retenues ayant été réalisées en cours d'année 2023 et en début d'année 2024 et les multiples étant calculés sur la base du dernier agrégat publié.

Par ailleurs, le montant d'EBIT retenu a été augmenté du montant d'EBIT de Camping Connect au cours de l'exercice clos au 31 août 2023 pour un montant de 283k€ afin d'obtenir un EBIT pro-forma sur l'année 2022-2023 car la dette financière ajustée intègre l'acquisition de Camping Connect.

La valeur des fonds propres extériorisée par cette méthode est déterminée en soustrayant de la valeur d'entreprise extériorisée la dette financière nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la section 3.1.2 - de ce rapport et ajusté d'un montant de 1.500k€ liée à l'ajustement de saisonnalité du BFR tel que présenté en 3.4.1.4.

Ces quatre transactions concernent des acquisitions majoritaires et incluent une prime de contrôle. Elles concernent par ailleurs des sociétés dont la taille est supérieure à celle d'Osmozis. La valeur obtenue par l'application de cette méthode constitue donc selon notre analyse une valeur plafond.

3.4.2.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Osmozis obtenue par la méthode des transactions comparables :

Osmozis - Evaluation par la méthode des transactions comparables	
	EBIT
En k€	2023
Agrégat financier	1 872
Multiple médian	27,3x
Valeur d'entreprise	51 091
Dette financière nette	-8 094
Valeur des capitaux propres	42 997
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	2 918
Valeur par action (€)	14,74 €

Nous obtenons en synthèse une valeur par action d'Osmozis par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 14,74€.

Le prix d'Offre de 15,00€ fait ressortir une prime de 1,8% sur cette valeur.

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

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

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de la société Osmozis :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes financiers.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2.1 – à 3.2.4 – du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Transactions récentes sur le capital ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) ;
- Méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif).

Nous avons également retenu la méthode des flux de trésorerie actualisés, la référence au cours de bourse, la référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société et les transactions récentes sur le capital à titre principal.

Nous avons également retenu les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables à titre indicatif.

Notre approche est décrite dans les sections 3.3 - et 3.4 - du présent rapport.

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

4.2.1 - Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société

L'établissement présentateur a retenu la référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la société à titre principal.

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu en synthèse :

- le prix de la transaction (13,50€) portant sur l'acquisition par l'Initiateur du Bloc détenu par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels du groupe Osmozis représentant un total de 1.189.030 actions soit environ 40,0% du capital de la Société ;

- le prix de la transaction (15,00€) portant sur l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des titres Osmozis détenus par les actionnaires institutionnels, qui sont LBO Asset Management, Eiffel Investment Group, Vatel Capital, Axxion et Montblanc Alpenstock représentant 1.327.382 actions soit environ 44,7% du capital social de la Société à cette date.

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions comme référence d'appréciation du prix de l'action Osmozis à titre principal pour les raisons évoquées précédemment.

Nous n'avons pas de divergences d'appréciation sur la valeur de l'action Osmozis retenue par référence aux transactions.

4.2.2 - Référence aux transactions récentes sur le capital

L'établissement présentateur a retenu la référence aux transactions récentes sur le capital.

L'établissement présentateur a retenu en synthèse :

- L'augmentation de capital avec maintien du DPS ayant eu lieu en avril 2023 pour un montant de près de 7m€, au prix de souscription par Action Nouvelle de 10,25€ ;
- La cession par les dirigeants fondateurs d'une partie de leur participation, pour répondre à la demande des investisseurs, au même prix que l'augmentation de capital, soit 10,25€ par action ;
- L'acquisition de Camping Connect et le paiement de 30% de l'acquisition par rémunération en titres Osmozis auto-détenus, valorisés sur la base d'un prix fixe de 10,25€.

Nous avons aussi retenu les trois opérations retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action Osmozis retenue par référence à ces transactions.

Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la référence aux transactions récentes sur le capital doit être retenue à titre principal comme expliqué en partie 3.3.1.2 -.

4.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 1^{er} septembre 2023 au 31 août 2028 ;
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 août 2028 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,75% ;
- actualisé les flux au taux de 10,93%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (2,89%), une prime de risque (6,00%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,63 et une prime de taille de 4,83% ainsi qu'un gearing de 10,00%, un coût de la dette de 6,50% et un taux d'impôt de 25,00%, et
- retranché de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 29 février 2024 (-8,8m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur globale de l'action Osmozis de 11,79€, le prix d'Offre offrant une prime de 27,2% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 11,25€ (taux d'actualisation de 11,18% et taux de marge d'EBITDA normalisé de 43,85%) et 12,38€ (taux d'actualisation de 10,68% et taux de marge d'EBITDA normalisé de 44,35%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 août 2028, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'établissement présentateur, à l'exclusion des points cités ci-après.

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- la prise en compte du premier flux de trésorerie ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.3.1 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2028 (horizon au 31 août 2028), sans prise en compte d'une période d'extrapolation ainsi qu'un niveau de marge d'EBITDA (EBITDA / chiffre d'affaires) se situant à 44,1% à l'horizon du plan d'affaires (2028).

Nous avons, pour notre part, effectué une extrapolation et retenu l'exercice 2030 (31 août 2030) comme horizon explicite du plan d'affaires, considérant la période de prévisions de 5 ans comme n'étant pas suffisamment longue au regard de la croissance extériorisée, n'intégrant pas de ralentissement de la croissance progressif pour atteindre 2,0% à l'infini et une progression de la marge d'EBITDA atteignant 44,1% également à l'horizon normatif (2030).

Par ailleurs, le niveau de flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur diffère essentiellement par le traitement du flux d'investissement normatif. En effet, le flux d'investissement retenu par l'établissement présentateur tend vers les dotations aux amortissements à l'horizon normatif (21,4% du chiffre d'affaires), tandis que nous avons considéré pour notre part des dotations aux amortissements s'alignant aux flux d'investissements observés à l'horizon du plan d'affaires (25,7%), considérant notre approche méthodologique plus à même de capter la dynamique des investissements nécessaires pour soutenir la croissance et la modernisation des actifs.

Ces différences méthodologiques impactent les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

4.2.3.2 - Détermination du taux d'actualisation

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

Calcul du CMPC	Etablissement présentateur		Crowe HAF
		Osmozis	Osmozis
Taux sans risque (1)	2,89%	2,88%	
Prime de risque du marché (2)	6,00%	5,41%	
Beta désendetté (3)	0,59	1,01	
Gearing (4)	10,00%	19,8%	
Beta endetté (5)	0,63	1,16	
Prime de taille (6)	4,83%	3,05%	
Coût des capitaux propres (7)	11,53%	12,20%	
Coût de la dette (8)	6,50%	4,52%	
Taux d'IS (9)	25,00%	25,00%	
Coût de la dette après impôts	4,9%	3,4%	
D/(D+CP)	9,09%	16,55%	
CP/(D+CP)	90,91%	83,45%	
Coût moyen pondéré du capital	10,93%	10,74%	

(1) OAT 10 ans - Moyenne 3 mois

(2) Kroll - 04/2024

(3) Moyenne Damodaran

(4) Gearing cible

(5) Formule de Hamada

(6) Prime de taille Kroll

(7) Formule du modèle MEDAF

(8) Euribor 4% + 250 bp

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

Les légers écarts observés proviennent des sources de marché utilisées.

Au final, le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,93%) est très proche de celui que nous avons retenu (10,74%) et reste cohérent.

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

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 8,8m€ au 29 février 2024 intégrant la dette financière nette au 29 février 2024 (9,6m€) ajustée de l'économie d'impôt actualisée (1,0m€), des provisions pour indemnités de départ à la retraite (0,1m€), des provisions pour risques et charges (0,1m€), l'earn out d'acquisition de Camping Connect (1,0m€), la trésorerie liée à l'exercice des BSPCE (-0,6m€) et des dépôts et cautionnements (-0,3m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette ajustée de 9,6m€ diminué du montant de l'économie d'impôt actualisé de 1,2m€ (soit un total de 8,4m€) au 29 février 2024 sur la base du calcul détaillé dans la section 3.1.2 - du présent rapport.

L'écart porte principalement sur

- l'actualisation des flux de remboursement de l'earn out lié à l'acquisition de Camping Connect ;
- le montant actualisé de l'économie d'impôt en présence de déficits reportables.

4.2.3.4 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort en synthèse à 11,79€ et se situe très légèrement au-delà de la valeur extériorisée par nos travaux (11,13€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ainsi que du niveau d'investissements normatif retenu à l'horizon du plan d'affaires.

4.2.4 - Référence au cours de bourse

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

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 30, 60, 120, et les 180 dernières séances boursières précédant le 15 mai 2024 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération le 16 mai 2024.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue, au 15 mai 2024 également.

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

Nous retenons au même titre que l'établissement présentateur la méthode du cours de bourse à titre principal comme expliqué en section 0.

4.2.5 - Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

4.2.5.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de quinze sociétés du secteur de la production et de l'installation de réseau WiFi (Akamai Technologies, Lumen Technologies, Fastly Inc, Arista Networks Inc, IONOS Group SE, OVH Groupe SAS, Ekinops SA, Kerlink SA, Charter Communications, Liberty Broadbans Corp., Cable One Inc, Cisco Systems Inc, Motorola Solutions Inc, Juniper Networks Inc et Cogelec SA) évoluant en France mais également à l'international avec des activités proches de celles d'Osmozis.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de sept sociétés (Cisco Systems Inc, Motorola Solutions Inc, Extreme Networks Inc, CommScope Holding Company Inc, Solutions 30 SE, Ekinops SA et Cogelec SA), quatre d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Akamai Technologies, Lumen Technologies, Fastly Inc, Arista Networks Inc, IONOS Group SE, OVH Groupe SAS, Charter Communications, Liberty Broadbans Corp., Cable One Inc et Juniper Networks Inc dont les activités respectives nous paraissaient trop éloignées de l'activité d'Osmozis. De surcroît, nous avons exclu la société Juniper qui fait actuellement l'objet d'une acquisition en cours et que nous avons retenue dans la méthode des transactions comparables.

4.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie

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

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que les multiples d'EBIT sont pertinents.

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux EBIT 2024 et 2026 tels que présentés par le Management dans les plans d'affaires de base et relatifs aux projets de développement organique sans retraitements. De surcroît, ces agrégats n'ont pas été retraités. Nous avons, pour notre part, retraité l'agrégat 2024 afin de prendre en compte 12 mois de résultat pro forma de la société Camping Connect. Nous avons également pour notre part retenu l'EBIT 2025 dans l'application de la méthode des comparables boursiers.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 7,0m€ au 29 février 2024 ajusté d'un montant de 1,7m€ lié à la saisonnalité de l'activité et de son impact sur le BFR, alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette financière nette ajustée de 8,1m€, ajusté nous aussi de l'impact de la saisonnalité sur la trésorerie. Les principaux écarts étant expliqués en 4.2.3.3 - du présent rapport.

4.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Osmozis obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 8,8€ et 10,7€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Osmozis par la méthode des comparables boursiers de 5,48€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT médian pour les années 2024, 2025 et 2026.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents.

4.2.6 - Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

4.2.6.1 - Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de trois transactions sur le secteur des Equipements de communications, de commandes et de contrôles en WiFi : Pctel Inc, Adtran Networks SE et Telit Communications PLC. Nous avons pour notre part identifié un échantillon de quatre transactions dans le cadre de la méthode. Deux de ces transactions ont également été retenues par l'établissement présentateur dans leur échantillon. Il s'agit des transactions impliquant Pctel Inc. et Adtran.

4.2.6.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le multiple retenu par l'établissement présentateur est le multiple moyen appliqué à l'EBIT.

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

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses agrégats, retenu un ajustement de l'EBIT 2023 par incorporation de l'EBIT 2023 de Camping Connect (pour rappel, cette dernière étant acquise post clôture 2023 (octobre 2023)) pour un montant proche du montant que nous avons retenu. L'écart observé provient de l'estimation de ce montant : calcul basé sur le chiffre d'affaires de Camping Connect au 31 août 2023 de 1,9m€ appliqué à la marge d'EBIT d'Osmozis au 31 août 2023 de 12,5%, alors que nous avons, pour notre part, repris le montant d'EBIT réel de Camping Connect au 31 août 2023 en Livre sterling converti en Euro au taux moyen du mois d'août 2023.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 7,0m€ au 29 février 2024 ajusté d'un montant de 1,7m€ de trésorerie liée à la saisonnalité de l'activité permettant de raisonner hors cet impact, alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette financière nette ajustée de 8,1m€, ajusté nous aussi de l'impact de la saisonnalité sur la trésorerie. Les principaux écarts étant expliqués en 4.2.3.3 - du présent rapport.

4.2.6.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action Osmozis obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort à 12,5€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Osmozis par la méthode des transactions comparables de 14,74€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBIT médian pour l'année 2023.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents et accessoirement d'agrégats retenus qui sont calculés de manière légèrement différente.

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation du prix de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de ce dernier.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- le contrat de cession d'actions, concernant les actions d'Osmozis, conclu en date du 12 mai 2024 résigné le 28 mai 2024 entre M. Rémi Soulage, M. Sébastien Deschamps, M. Pierre-Benoît Labbé, M. Alexandre Guilpain et Passman Corp ;
- le traité d'apport en nature conclu entre M. Pierre-Benoît Labbé en qualité d'apporteur et MinPass en qualité de bénéficiaire, en date du 28 mai 2024 ;
- le traité d'apport en nature conclu entre Passman Top en qualité d'apporteur et Passman Connect en qualité de bénéficiaire, en date du 28 mai 2024 ;
- le traité d'apport en nature conclu entre Passman Connect en qualité d'apporteur, et Passman Corp en date du 28 mai 2024 ;
- le traité d'apport en nature conclu entre Rouge, Fondatys 92, M. Benjamin Griffiths, M. Rhodri John, M. Pierre-Benoît Labbé en qualité d'apporteurs, et Passman Top en date du 28 mai 2024 ;
- l'accord d'offre publique (« Tender Offer Agreement ») signé entre Osmozis et Passman Corp en date du 28 mai 2024 ;
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre LBO Asset Management GmbH et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024 ;
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre M. Gérard Tremblay, Rouge, M. Yves Boulot, Fondatys 92, M. Rhodri John, M. Benjamin Griffiths et Passman Corp signé en date du 28 mai 2024 ;
- les contrats de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre FCPI Fortune Europe 16-17, Innovalto 2017-2018, FCPI Alto Innovation 2029, FCPI Alto Innovation 2020, FCPI Alto Innovation 2021, FCPI Alto Innovation 2022, FCPI Fortune Europe 16-17, tous représentés par Eiffel Investment Group et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,
- les contrats de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Vatel Emploi, FCPI Dividendes Plus 10, FCPI Dividendes Plus 9, FCPI Dividendes Plus 8, tous représentés par Vatel Capital et Passman Corp signés en date du 16 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Squad-European Convictions représentés par Axxion et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,
- le contrat de cession d'actions (« Share Purchase Agreement ») entre Montblanc Alpen Stock représenté par Montblanc et Passman Corp signé en date du 16 mai 2024,
- Les Statuts de Passman Top ;
- Les Statuts de MinPass ;
- Acte d'adhésion au Pacte d'Actionnaires de Passman Top ;
- Règlement du plan des bons de souscription d'actions ordinaires ;
- Les Termes et Conditions des Action De Préférence de catégorie 1, de catégorie 2/2bis et de catégorie 3 de Passman Top ;
- Le projet de plan d'attribution d'actions gratuites ;
- Le projet de Promesses unilatérale de vente et d'achat ;
- Le projet d'engagement d'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise et d'apport à l'Offre des actions sous-jacentes ;
- La lettre de Promesse d'achat (« Put Option N°1 ») par l'Initiateur, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par les Fondateurs et Autres Actionnaires ;
- La lettre de Promesse d'achat (« Put Option N°2 ») par l'Initiateur, signée en date du 16 mai 2024 et agréée et acceptée par LBO Asset Management GmbH ;
- Le projet de convention de prestations de services entre les sociétés Rouge et Fondatys d'une part et la société Passman Top d'autre part ;
- Le projet d'avenant à l'accord d'acquisition de Camping Connect par Osmozis (« Amendment agreement to the share purchase agreement ») entre Osmozis d'une part et M. Benjamin Griffiths et M. Rhodri John d'autre part visant à changer le mode de paiement de l'earn out prévu dans le cadre de l'acquisition de Camping Connect par Osmozis pour le rendre uniquement en numéraire et supprimer la possibilité du paiement d'une partie du prix en actions Osmozis.

5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

5.1.1 - Réinvestissement des Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels dans le groupe de l'Initiateur

En vertu des accords de cession conclus entre l'Initiateur et les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels le 28 mai 2024, il est prévu le réinvestissement par ces derniers dans le groupe de l'Initiateur. Cet investissement est réalisé par voie d'apport de titres Osmozis à des sociétés du groupe de l'Initiateur ou par souscription directe (en utilisant une partie du produit de la cession des titres Osmozis cédés) d'actions de sociétés du groupe de l'Initiateur.

Conformément à ce qui est exposé à la section 3.3.1 du présent rapport, les accords de cession conclus entre les Fondateurs et les Autres Actionnaires Individuels d'une part et l'Initiateur d'autre part, incluent l'apport par les Fondateurs et certains Autres Actionnaires Individuels d'une partie de leurs actions Osmozis à Passman Top, entité holding du groupe de l'Initiateur (voir section 1.1.1 - pour l'organigramme des holdings du groupe Passman). Ces apports se résument comme suit :

- L'apport de 133.334 actions Osmozis par Rouge (société contrôlée par M. Gérard Tremblay) et de 133.334 actions par Fondatys 92 (société contrôlée par M. Yves Boulot). En rémunération de ces apports, les Fondateurs (via Rouge et Fondatys 92) ont reçu (i) des actions ordinaires (« **AO Passman Top** ») et (ii) des actions de préférence de catégorie 3 bénéficiant d'un dividende précipitaire cumulatif annuel égal au taux Euribor 12 mois (avec un plancher à 1,5% et un plafond à 3,5%) majoré d'une marge de 12,0 % auxquelles sont attachés des bons de souscription d'actions Passman Top (les "**ABSA**"), donnant droit aux mêmes droits que les autres ABSA émises par Passman Top, préalablement au Réinvestissement. La proportion entre AO Passman Top et ABSA reçues par les Fondateurs est la même (pari-passu) que celle de la détention des fondateurs du groupe Passman (i.e Messieurs Patrick Layani, Sylvain Layani et Frédéric Lévy-Valensi).
- L'apport de 19.318 actions Osmozis par Rhodri John et de 19.318 actions Osmozis par Benjamin Griffiths. En rémunération de ces apports, M. John et M. Griffiths ont reçu des AO Passman Top.
- L'apport de 2.223 actions par Pierre-Benoît Labbé. En rémunération de cet apport, M. Labbé a reçu des AO Passman Top qu'il a par la suite apporté à la société MinPass (autre holding du groupe Passman) en contrepartie d'actions ordinaires de la société MinPass (« **AO MinPass** ») donnant droit aux mêmes droits que les autres actions ordinaires émises par la société MinPass, préalablement au Réinvestissement.

Les cessions prévues incluent également le réinvestissement par certains Autres Actionnaires Individuels d'une partie du produit de cession en souscrivant à des AO MinPass. En effet, M. Pierre-Benoît Labbé, M. Sébastien Deschamps, M. Rémi Soulage et M. Alexandre Guilpain (ci-après les « Managers ») ont conclu avec l'Initiateur un accord de cession aux termes duquel :

- Ils s'engagent à exercer les BSPCE Osmozis qu'ils détiennent pour un total de 37.000 BSPCE donnant droit à 37.000 actions Osmozis ;
- A la suite de l'exercice des BSPCE, ils s'engagent à transférer à l'Initiateur l'ensemble des actions qu'ils détiendraient soit 38.653 actions Osmozis dont 36.430 actions Osmozis par voie de cession et 2.223 actions Osmozis par voie d'apport par M. Pierre-Benoît Labbé à l'Initiateur conformément à ce qui est décrit dans le paragraphe précédent ;
- Ils s'engagent à souscrire à des AO MinPass ;
- Ils renoncent à leurs droits à attribution d'un total de 24.000 actions gratuites dont la période d'acquisition expire le 1^{er} janvier 2028. Cette renonciation est assortie par ailleurs, de la

conclusion d'un accord sur un mécanisme de liquidité portant sur un total de 24.000 actions gratuites dont la période d'acquisition expire le 1^{er} janvier 2026 dont le prix est fondé sur un multiple d'EBITDA plafonné à 15,00€ par action (équivalent au prix d'Offre) tel que décrit en section 3.3.1.1.1.-.

Les opérations relatives au Réinvestissement des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels appellent de notre part les commentaires suivants :

- L'ensemble des apports et cessions a été réalisé en retenant un prix par action Osmozis de 13,50€ ;
- Les titres émis par Passman Top et MinPass en rémunération du Réinvestissement ont les mêmes caractéristiques que les titres des mêmes catégories émis par ces deux sociétés, préalablement au Réinvestissement.
- Les prix des titres Passman Top et MinPass retenus dans le cadre du Réinvestissement sont les mêmes prix que ceux retenus lors de l'opération de LBO réalisée en juillet 2023.

Dans le cadre de l'appréciation du prix de réinvestissement, un rapport d'évaluation par un tiers évaluateur en date du 13 mai 2024 a été mis à notre disposition. Ce rapport tient compte des caractéristiques des titres composant le capital de la société Passman Top. Nous avons procédé à l'analyse du rapport du tiers évaluateur en date du 13 mai 2024.

L'évaluateur a réalisé une approche multicritère afin d'évaluer le groupe Passman incluant la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables et la méthode du multiple historique. Le tiers évaluateur a conclu à une valeur de l'AO Passman Top inférieur au prix de Réinvestissement d'une AO Passman Top.

L'analyse par nos soins de la valeur ressortant du rapport du tiers évaluateur et des caractéristiques des titres concernés par le Réinvestissement nous permet de conclure que les prix de Réinvestissement retenus pour les AO Passman Top, les ABSA et les AO MinPass est supérieur à la valeur induite du rapport du tiers évaluateur. En effet, les ABSA sont des actions de préférence dites de « taux » qui capitalisent leur prix de souscription auxquelles il est attaché un BSA dont la valeur, estimée par les conseils de la Cible et revue par nos soins²⁵, est inférieure à la différence entre le prix de Réinvestissement des AO Passman Top et la valeur des AO Passman Top induite du rapport du tiers évaluateur.

Ainsi, du point de vue des Fondateurs, le prix global de Réinvestissement dans Passman Top au titre des AO Passman Top et des ABSA qu'ils ont reçu en rémunération de leurs apports, ressort supérieur à la valeur induite par le rapport du tiers évaluateur.

Pour M. Griffiths et M. John, le prix de Réinvestissement dans les AO Passman Top ressort supérieur à la valeur induite par le rapport du tiers évaluateur.

MinPass détient comme actif principal des AO Passman Top. Le prix des titres AO MinPass souscrites ou reçues en rémunération de leurs apports par les Managers est donc supérieur à la valeur induite par transparence du rapport du tiers évaluateur.

En conclusion, les conditions de réinvestissement des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels dans Passman Top nous semblent usuelles. L'analyse des prix de Réinvestissement ne permet pas d'identifier de complément de prix ni de clauses qui remettraient en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

5.1.2 - Plan d'attribution gratuite d'actions Passman Top

Passman Top procédera en outre à des attributions gratuites d'actions au profit des Managers, en dehors du cadre de toute rémunération du Réinvestissement. Les attributions gratuites d'actions portent sur des actions ordinaires (AO Passman Top) et des actions de préférence de catégorie 1 de la société Passman Top (les « ADP 1 ») dont les caractéristiques sont détaillées dans l'annexe des statuts de la société Passman Top.

²⁵ L'approche d'évaluation employée par la banque conseil de la cible est fondée sur la méthode de Black & Scholes et de Cox Ross, Rubenstein qui n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

L'attribution gratuite d'actions ordinaires n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part et vise la compensation en partie de la renonciation par les Managers à leurs droits à attribution d'un total de 24.000 actions gratuites Osmozis dont la période d'acquisition expire le 1^{er} janvier 2028.

Les ADP 1 sont des actions de préférence donnant droit à leurs titulaires, en cas de survenance d'un événement de liquidité, après remboursement de l'ensemble des éléments de passif, de deux mécanismes distincts de captation partielle de la valeur :

Mécanisme n°1 :

Sous réserve de l'atteinte d'un TRI Projet minimum de 15,0%, le montant capté est calculé par interpolation linéaire entre deux seuils :

- Un montant de 3.000k€ lors de l'atteinte d'un Multiple Projet de 2,0x ;
- Un montant de 5.000k€ lors de l'atteinte d'un Multiple Projet de 3,0x ;

Mécanisme n°2 :

Sous réserve de l'atteinte d'un Multiple Net de 2,5x, le montant capté est égal à :

- 20% de la plus-value des Investisseurs Financiers comprise entre des TRI nets de respectivement 20,0% et 25,0%, augmenté de ;
- 25% de la plus-value des Investisseurs Financiers comprise entre des TRI nets de respectivement 25,0% et 30,0%, augmenté de ;
- 30% de la plus-value des Investisseurs Financiers au-delà d'un TRI net de 30,0%.

Le plan d'actions gratuites de préférence de catégorie 1 existe depuis l'opération de LBO réalisée par le groupe en juillet 2023. Dans ce cadre, la valeur des ADP 1 a également fait l'objet d'un rapport d'évaluation par le tiers évaluateur en tenant compte des caractéristiques des titres composant le capital de la société Passman Top. Nous avons procédé à l'analyse du rapport du tiers évaluateur en date du 13 mai 2024. La méthode d'évaluation utilisée permet d'estimer la valeur des actions de préférence de cette nature.

L'évaluateur a réalisé une approche d'évaluation en employant des méthodes d'évaluation usuelles pour l'évaluation de ce type d'instruments à savoir la méthode dite de Monte Carlo, la méthode de l'arbre Binomial et celle de l'arbre trinomial. L'évaluateur a déterminé les principaux paramètres d'évaluation qui concernent notamment la valeur du sous-jacent, les critères de « pay-off » des ADP 1, la maturité, les probabilités de sortie et la volatilité.

Le tiers évaluateur a conclu sur une valeur globale totale de l'ensemble des ADP1. La méthodologie et les paramètres utilisés nous apparaissent cohérents.

Il est précisé que les attributions gratuites d'ADP 1 relatives aux Managers représentent environ 12% des attributions gratuites d'ADP 1 prévues par Passman Top.

L'attribution gratuite d'ADP 1 est usuelle dans ce type d'opération et permet aux Managers provenant d'Osmozis et intégrant le groupe Passman d'avoir accès à ce plan déjà existant au sein du groupe de l'Initiateur. Cette attribution est par ailleurs indépendante de la rémunération des Réinvestissements réalisés par les Managers dans MinPass.

L'analyse du plan et des conditions de réalisation n'appelle pas de commentaire particulier de notre part et ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

5.1.3 - Analyse du Pacte d'Actionnaires relatif à l'Initiateur

M. Gérard Tremblay, M. Yves Boulot, M. John, M. Griffiths et les Managers adhéreront, à la Date de Réalisation, au pacte d'actionnaires existant au niveau de Passman Top, d'une durée de 15 ans à compter du 11 juillet 2023.

Le Pacte d'Actionnaires a notamment pour vocation de décrire :

- la gouvernance envisagée de Passman Top et de ses filiales, et
- les règles applicables aux transferts de titres de Passman Top.

Gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société

Les règles édictées relatives à la gouvernance de Passman Top et de la Société sont usuelles et n'appellent pas de commentaires de notre part.

Règles relatives aux transferts de titres de Passman Top

Les règles relatives aux transferts de titres émis par Passman Top reposent sur les mécanismes de liquidité suivants :

- Un principe d'inaliénabilité des titres de Passman Top détenus par les signataires du Pacte d'Actionnaires dont la durée varie selon les actionnaires, sous réserve de certaines exceptions limitativement énumérées par le Pacte d'Actionnaires (§10 du Pacte d'Actionnaires) ;
- Un droit de préemption sur les titres de Passman Top, au bénéfice des autres actionnaires de Passman Top, selon leur rang, en cas de transfert de titres Passman Top ;
- Un droit de cession conjointe totale permettant notamment à certains actionnaires de Passman Top de céder l'ensemble des titres Passman Top qu'ils détiennent (i) en cas de transfert de titres Passman Top par Passman Invest, ou, (ii) en cas de transfert du contrôle de Passman Invest ;
- Un droit pour certains actionnaires d'initier un processus de cession de l'intégralité des titres Passman Top, selon un calendrier déterminé ; et
- Certains cas de transferts libres, selon lesquels les actionnaires de Passman Top peuvent, selon les cas, transférer leurs titres Passman Top nonobstant les périodes d'inaliénabilités, le droit de préemption ou le droit de cession conjointe.

Le Pacte d'Actionnaires ne prévoit pas de mécanisme de liquidité à un prix garanti pour les actionnaires de Passman Top.

Selon notre analyse, les mécanismes de liquidité décrits ci-dessus ne font pas apparaître de modalités ou de formules de prix qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre. Ainsi, le Pacte d'Actionnaires auquel les cédants sont amenés à adhérer en réinvestissant dans le groupe de l'Initiateur n'intègre pas de clauses particulières ou d'éléments de compléments ou d'ajustements de prix ni de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

5.1.4 - Engagement d'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprises et d'apport à l'offre des actions sous-jacentes

Les porteurs de BSPCE en circulation se sont engagés vis-à-vis de l'Initiateur à exercer intégralement tous les BSPCE qu'ils détiennent, soit 27.500 BSPCE en circulation, donnant droit à un nombre de 27.500 actions de la Société, et à apporter ces actions sous-jacentes à l'Offre, au prix de l'Offre.

L'examen des termes de cet engagement ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.5 - Accords de liquidité concernant un plan d'actions gratuites d'Osmozis

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites Osmozis, en période d'acquisition et ne pouvant pas être apportées dans le cadre de l'Offre en raison de leur indisponibilité, de souscrire à un mécanisme de liquidité. Ce mécanisme prévoit, sous certaines conditions, à l'expiration de la période d'acquisition, (i) l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur d'acquiescer la totalité de ces actions et (ii) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de les céder.

En vertu de ce mécanisme, l'Initiateur pourra acquiescer auprès des bénéficiaires concernés un maximum de 24.000 actions Osmozis leur assurant ainsi la liquidité de ces titres dès l'expiration de la période d'acquisition.

Le prix par action applicable dans le cadre de ce mécanisme sera déterminé selon une formule étant précisé que le prix de cession des titres dans le cadre de ce mécanisme de liquidité ne pourra en aucun

cas être supérieur à 15,00€ par action Osmozis, soit le prix d'Offre. Par ailleurs, l'application de la formule aux agrégats actuels de la Société fait ressortir une valeur inférieure au prix d'Offre.

Les termes du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires des actions gratuites Osmozis sont usuels et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

L'examen de ce mécanisme, y compris l'application de la formule, ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.1.6 - Conventions de prestation de services

M. Gérard Tremblay et M. Yves Boulot ayant prévu de démissionner de leurs fonctions respectives de directeur général et de directeur général délégué de la Société après la clôture de l'Offre, leurs sociétés holdings ont conclu chacune avec Passman Top une convention de prestation de services prenant effet à la date de leur démission de ces fonctions. Cette convention a pour objet d'assister et de conseiller l'Initiateur sur la conduite de la transition et l'intégration opérationnelle de la Société, compte tenu de leur connaissance approfondie de celle-ci, acquise grâce à leur expérience passée en tant que directeur général et directeur général délégué.

Cette convention a été conclue pour une durée de 1 an (tacitement renouvelable) et prévoit, en contrepartie de la réalisation des prestations, une rémunération annuelle d'un montant de 84.000 euros HT pour la société holding de M. Gérard Tremblay et 42.000 euros HT pour la société holding de M. Yves Boulot à raison d'une intervention de 7 jours par mois pour la société holding de M. Gérard Tremblay et 3,5 jours par mois pour la société holding de M. Yves Boulot, sur toute la durée de la convention.

Il est d'usage que ce type de convention de prestations de services soit conclu dans de telles circonstances. Les modalités de cette convention, décrites ci-dessus, sont en ligne avec les pratiques de marché, au-delà des spécificités propres à l'espèce.

Cette convention ne fait apparaître aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix ou d'autre clause qui remettrait en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

5.1.7 - Accord de soutien à l'Offre avec la Société

Le 28 mai 2024, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord de soutien dans le cadre de l'Offre (« Tender Offer Agreement »). Au titre de cet accord, la Société s'est engagée auprès de l'Initiateur à coopérer dans le cadre de l'Offre.

Par ailleurs, l'accord de soutien prévoit un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires jusqu'à l'issue de l'Offre, ainsi que des engagements de coopération réciproque habituels dans le cadre de l'Offre.

L'examen des termes de l'Accord de coopération ainsi que des différents engagements pris dans le cadre de cet accord, ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

5.2 - Conclusion sur les accords connexes

En conclusion et dans ces conditions, les accords qui ont été portés à notre connaissance fixant en particulier les modalités de la coopération des parties dans le cadre de l'Offre et les modalités de Réinvestissement des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels y compris les Managers dans le groupe de l'Initiateur, ne font pas apparaître de clause de complément de prix et ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre de 15,0€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence - Fondateurs et Autres Actionnaires individuels*		13,50 €		13,50 €	11,1%
Méthode des transactions de référence - LBO GmbH et Autres Actionnaires Institutionnels*		15,00 €		15,00 €	0,0%
Méthode des transactions récentes sur le capital - Augmentation de capital et acquisition de Camping Connect		10,25 €		10,25 €	46,3%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	11,25 €	11,79 €	12,38 €	11,13 €	34,7%
Référence au cours de bourse Cours spot (au 15 mai 2024)		10,50 €		10,50 €	42,9%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n.a		10,51 €	42,7%
Cours moyen pondéré 30 jours**		10,67 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 60 jours**		10,99 €		10,99 €	36,5%
Cours moyen pondéré 120 jours**		10,96 €		10,96 €	36,9%
Cours moyen pondéré 180 jours**		10,67 €		10,67 €	40,6%
Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a		10,53 €	42,5%
Méthodes retenues à titre indicatif :					
Méthode des comparables boursiers		n.a		5,48 €	173,8%
VE/EBIT 2024		8,79 €		n.a	n.a
VE/EBIT 2026		10,69 €		n.a	n.a
Méthodes des transactions comparables		12,49 €		14,74 €	1,8%

n.a : non applicable
** Acquisition de 84,7% du capital via la signature de contrats d'acquisition de blocs d'actions par l'Initiateur auprès des Fondateurs et dirigeants (Gérard Tremblay, Yves Boulot et les managers) ainsi que LBO Asset Management GmbH (ex Shape Q) et des Actionnaires*
*** Calcul des cours moyen pondérés au 15/05/2024*
****Cours de séance*

Il est rappelé que le 16 mai 2024, la Société a annoncé la signature des accords relatifs à l'acquisition de blocs d'actions Osmozis par l'Initiateur auprès des Fondateurs et des Autres Actionnaires Individuels ainsi qu'auprès de LBO Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels.

Les accords définitifs ont été signés le 28 mai 2024 et l'ensemble des opérations ont été réalisées le 6 juin 2024 impliquant l'acquisition effective par l'Initiateur de 1.189.030 actions au prix de 13,50€ par action Osmozis auprès des Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels et de 1.327.382 actions au prix de 15,00€ par action Osmozis auprès de LBO Asset Management GmbH et des Autres Actionnaires Institutionnels de sorte que l'Initiateur détienne, à la date du dépôt de l'Offre, 2.516.412 actions Osmozis représentant 84,7% du capital de la Société. L'Offre fait donc suite à ces acquisitions de blocs d'actions.

L'intégration d'Osmozis dans le groupe de l'Initiateur comprend des accords sur le réinvestissement par les Fondateurs et Autres Actionnaires Individuels (y compris des Managers d'Osmozis) dans les sociétés du groupe Passman.

L'opération s'inscrit dans la stratégie de croissance externe du groupe Passman (l'Initiateur) soutenue par des fonds gérés par Siparex. L'Initiateur entend garder Osmozis comme une structure indépendante d'un point de vue juridique et opérationnel, ayant vocation à constituer la verticale « Camping et hôtellerie de plein air » du groupe Passman.

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 15,00€ par action, égale au prix d'Offre. L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix offert aux actionnaires.

En-dehors du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires d'Osmozis. Elle permet aux actionnaires d'Osmozis qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. Cependant, ceci reste limité, l'Initiateur détenant d'ores et déjà 84,70% du capital de la Société.

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

- Comprises entre 10,25€ et 15,00€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital d'Osmozis ;
- de 11,13€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 10,51€ (cours moyen pondéré 20 jours) à 10,99€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse.

Le prix offert de 15,00€ par action dans le cadre de l'Offre :

- présente une prime comprise entre 0,0% et 46,3% sur le prix des transactions intervenues récemment sur le capital d'Osmozis ;
- présente une prime de 34,7% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 36,5% (cours moyen pondéré 60 jours) à 42,8% (cours moyen pondéré 20 jours) sur la référence au cours de bourse.

Conformément aux recommandations n°2006-15 de l'AMF, nous avons également pris en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation les synergies identifiées comme susceptibles de résulter du rapprochement de l'Initiateur avec la Société, le rapprochement d'Osmozis et de Passman devant permettre à ces deux sociétés de bénéficier de synergies de revenus notamment en matière de cross-selling. L'examen de ces synergies a été réalisé sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés. La valeur obtenue par cette méthode en intégrant les synergies ressort à 14,50€, le prix offert de 15,00€ présentant ainsi une légère prime de 1,8% sur la valeur intégrant les synergies.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix le plus élevé constaté sur les opérations d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 15,00€ par action Osmozis est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Osmozis.

Fait à Levallois-Perret, le 6 juin 2024

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers

8 - Annexe – Lettre de mission



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

A l'attention de Monsieur Olivier Grivillers

Paris, le 12 avril 2024

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Osmozis (l'« **Offre** ») initiée par Passman Corp (« **Passman Corp** » ou l'« **Initiateur** »), le Conseil d'administration d'Osmozis doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° et 261-1-II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

A cette fin, le Conseil d'administration d'Osmozis a constitué le 7 mars 2024 un comité *ad hoc* avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux (le « **Comité ad hoc** »).

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration d'Osmozis lors de sa réunion du 12 avril 2024, sur la base de votre proposition de services détaillée.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration d'Osmozis vous a désigné le 12 avril 2024 en qualité d'expert indépendant et m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'Offre, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Osmozis, fera l'objet d'une expertise indépendante.

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

2) Calendrier de la mission

Le calendrier indicatif de l'opération serait le suivant :

Date	Action
7 mars 2024	Constitution du Comité <i>ad hoc</i> par le Conseil d'administration d'Osmozis composé de trois administrateurs dont deux indépendants
12 avril 2024	Conseil d'administration nommant l'expert indépendant sur recommandation du Comité <i>ad hoc</i> d'Osmozis
	Signature de la lettre de mission de l'expert indépendant nommé par le Conseil d'administration d'Osmozis
Entre mi-avril 2024 et mi-mai 2024	Travaux de la banque présentatrice sur la valorisation des actions Osmozis
	Travaux de l'expert indépendant et interactions entre l'expert indépendant, la banque présentatrice et le Comité <i>ad hoc</i>
Mi-mai 2024	Annonce des résultats semestriels 2023-2024 d'Osmozis
	Publication du communiqué annonçant le projet d'opération
Entre mi-mai 2024 et début juin 2024	Interactions entre l'expert indépendant et le Comité <i>ad hoc</i> en vue de la finalisation du rapport de l'expert indépendant
Début juin 2024	Remise du rapport d'évaluation de la banque présentatrice
	Remise du rapport de l'expert indépendant
	Conseil d'administration d'Osmozis délivrant un avis motivé sur l'Offre sur la base notamment du rapport de l'expert indépendant
Mi-juin 2024	Dépôt du projet d'Offre par Passman Corp auprès de l'AMF comprenant le projet de note d'information de Passman Corp
	Dépôt concomitant du projet de note en réponse par Osmozis auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant
9 juillet 2024	Collège de l'AMF se prononçant sur la conformité de l'Offre
11 juillet 2024	Ouverture de l'Offre (10 jours de bourse)
24 juillet 2024	Clôture de l'Offre
25 juillet 2024	Avis annonçant les résultats de l'Offre et publié par l'AMF
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	Mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions réglementaires sont réunies à l'issue de l'Offre

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. Ainsi, le rapport de l'expert indépendant serait finalisé début juin 2024 selon le calendrier indicatif susvisé.

3) Cadre réglementaire de votre mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

4) Méthodologie envisagée

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

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société (marchés, endettement...). La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs d'exploitation, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT ...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence, le cas échéant, aux objectifs de cours des analystes.

- Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle par Passman Corp

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'Offre, aux différents accords conclus entre les fondateurs d'Osmozis et l'Initiateur d'une part, et entre le fonds d'investissement ShapeQ et l'Initiateur d'autre part, dans le cadre de l'acquisition d'une participation majoritaire au capital d'Osmozis par ce dernier (le « **Bloc de Contrôle** »), et notamment des clauses relatives à l'existence de potentiels compléments de prix.

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Une analyse des transactions récentes intervenues sur le capital d'Osmozis sera effectuée. Dans le cas où des acquisitions ou accords d'acquisitions hors marché et avant l'Offre seraient conclus, il en sera également fait référence dans l'appréciation du prix d'Offre.

5) Conflits d'intérêts

Nous avons compris que Monsieur Olivier Grivillers et que le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que Crowe HAF, comme ses associés et 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 d'Osmozis 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. ✓

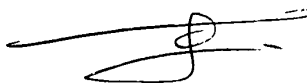
6) Approche de la mission

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

1. Des entretiens avec le management du groupe Osmozis ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des états financiers historiques consolidés au 28/29 février 2024 et 2023 (semestriels), ainsi qu'au 31 août 2023, 2022 et 2021 (annuels),
3. L'analyse du budget 2024 et du plan d'affaires prévisionnel du groupe Osmozis,
4. L'analyse de la documentation juridique et financière relative à l'acquisition du Bloc de Contrôle,
5. L'analyse des accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre,
6. L'analyse du cours de bourse d'Osmozis,
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le groupe Osmozis et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse des éventuelles synergies issues du rapprochement du groupe Osmozis et de l'Initiateur,
10. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur du groupe Osmozis,
11. L'analyse de la structure du capital et traitement des instruments dilutifs,
12. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
13. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur,
14. L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant),
15. Des échanges réguliers avec le Comité *ad hoc* constitué par le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre,
16. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et, le cas échéant, avec les actionnaires minoritaires d'Osmozis.

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, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées,



Monsieur Gérard TREMBLAY
Président Directeur Général