

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

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

VISANT LES ACTIONS ET LE BON DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Webdyn SAS

PRÉSENTÉE PAR



Etablissement présentateur et garant

PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ETABLI PAR LA SOCIÉTÉ ADEUNIS SA (LA « SOCIÉTÉ »)

PRIX DE L'OFFRE :

0,84 euro par action Adeunis (le « **Prix d'Offre** »)
22.700 euros pour le bon de souscription d'actions Adeunis

DURÉE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément à son règlement général.



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 16 juin 2026, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »).

Le projet d'offre publique d'achat simplifiée volontaire (l'« Offre »), le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à 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 Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas HACHETTE, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Adeunis (<https://www.adeunis-bourse.com/>) et peut être obtenu sans frais au siège social d'Adeunis (283 rue Louis Néel – Parc Technologique Pré Roux – 38920 Crolles) et auprès de CIC (6 avenue de Provence, 75009 Paris).

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, selon les mêmes modalités.

Un communiqué de presse sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

TABLE DES MATIÈRES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1.	Présentation de l'Offre et de l'Initiateur	5
1.2.	Motifs et contexte de l'Offre.....	7
1.2.1.	Motifs de l'Offre	7
1.2.2.	Contexte de l'Offre.....	8
1.3.	Caractéristiques de l'Offre.....	12
1.3.1.	Termes de l'Offre	12
1.3.2.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	13
1.3.3.	Situation des titulaires d'instruments dilutifs	14
1.3.4.	Modalités de l'Offre	14
1.3.5.	Conditions de l'Offre.....	15
1.3.6.	Procédure d'apport à l'Offre.....	15
1.4.	Interventions de l'Initiateur sur le marché des Actions pendant la période d'Offre	16
1.5.	Calendrier indicatif de l'Offre	16
1.6.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	18
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ADEUNIS.....	19
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	27
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	27
5.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE D'ADEUNIS	27
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	27
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	29
7.1.	Opération de Coup d'accordéon	29
8.	ELEMENTS CONCERNANT ADEUNIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	30
8.1.	Structure du capital de la société	30
8.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	30
8.3.	Clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article l. 233-11 du code de commerce	31
8.4.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	31
8.5.	Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle	31
8.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	31
8.7.	Accords entre les actionnaires dont la société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	31
8.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	31
8.9.	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	32

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

8.10.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions	32
8.11.	Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle	35
8.12.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	35
9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	35
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE	35
	ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	36

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

1.1. Présentation de l'Offre et de l'Initiateur

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 1° du Règlement Général de l'AMF, Webdyn, société par actions simplifiée au capital de 570.302 euros, dont le siège social est situé 24, rue des Gaudines – 78100 Saint-Germain-en-Laye, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 414 834 028 (« **Webdyn** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Adeunis, société anonyme, au capital de 1.378.662,00 euros divisé en 4.595.540 actions ordinaires de 0,30 euro de valeur nominale, dont le siège social est situé 283 rue Louis Néel – Parc Technologique Pré Roux – 38920 Crolles et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble sous le numéro 430 190 496 (« **Adeunis** » ou la « **Société** ») et dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0013284627 (Ticker ALARF), d'acquérir :

- la totalité de leurs Actions au Prix d'Offre tel qu'explicité à la section 2.4 du Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur le 21 mai 2026, et
- le bon de souscription d'actions (le « **BSA** ») émis le 28 octobre 2019 au bénéfice de la société HARBERT, conformément à l'autorisation accordée par l'assemblée générale en date du 17 septembre 2019, au prix unitaire de 22.700 euros payable exclusivement en numéraire,

dans le cadre de l'Offre dont les conditions sont décrites ci-après.

L'Initiateur est une filiale détenue à 100% par Flexitron, S.L., société de droit espagnol, dont le siège social est situé 76, 3° A Belmonte de Tajo, 28019 Madrid, Espagne, enregistrée sous le numéro d'identification B82381013 (« **Flexitron Group** »).

L'Offre, réalisée à titre volontaire, s'inscrit dans le cadre du projet de recapitalisation envisagé par la Société, consistant en une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, ayant pour conséquence l'annulation de l'intégralité des actions existantes et des autres titres donnant accès au capital de la Société, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (le « **Coup d'accordéon** »). Dans ce contexte, l'Offre initiée par l'Initiateur a notamment pour objet d'offrir aux actionnaires minoritaires une possibilité de liquidité préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon.

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement Général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir, par l'intermédiaire du CIC, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement Général de l'AMF, correspondant à 30% des Actions existantes visées par le projet d'Offre au Prix de l'Offre (soit 0,84 euro par Action) ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre. Dans ce cadre, entre le 21 mai 2026 et le 15 juin 2026 (inclus), l'Initiateur a acquis, à la connaissance de la Société, 216 856 Actions (les « **Actions Additionnelles** »). Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

A la date du présent projet de Note en Réponse, en conséquence de l'acquisition par l'Initiateur des Actions Additionnelles, l'Initiateur détient 3 740 034 Actions représentant 81,38 % du capital et des droits de vote de la Société¹.

¹ Sur la base d'un capital composé à la date du Projet de Note en Réponse de 4.595.540 actions et 4.595.540 droits de vote théoriques.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse, soit les actions :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des 26.979 actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») que celle-ci s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit un nombre maximum de 828.527 Actions ;
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par le bénéficiaire de son BSA exerçable, soit un nombre maximum de 78.371² Actions ;soit un nombre total maximum de 906 898 Actions visées par l'Offre, et
- le BSA non coté en circulation et non-détenu directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que les 26.979 Actions Auto-Détenues ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date du présent Projet de Note en Réponse en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions et les 78.371³ Actions non émises mais qui pourraient l'être en cas d'exercice du BSA.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra pas être rouverte en application de l'article 232-3 du Règlement Général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où les conditions de l'article L. 433-4 II et III du Code monétaire et financier et où les conditions applicables des articles 237-1 à 237-10 du Règlement Général de l'AMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions et le BSA de la Société non apportés à l'Offre (à l'exception des Actions Auto-Détenues) (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans cette hypothèse, les Actions et le BSA qui n'auront pas été apportés à l'Offre (autres que les Actions Auto-Détenues) seront transférés à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 0,84 euro par Action ou 22.700 euros pour le BSA), nette de tout frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du Règlement Général de l'AMF, CIC, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (l'« **Établissement Présentateur** »), garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

² Ce nombre d'actions est déterminé sur la base d'un prix d'exercice de 3,062€ tel que défini en section 1.2.2.3 « Valeurs mobilières donnant accès au capital » du présent Projet de Note en Réponse.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Motifs de l'Offre

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a motivé son projet d'Offre par les éléments reproduits ci-dessous :

« Basé à Madrid, Flexitron Group est un groupe consacré au développement d'entreprises de haute technologie spécialisées dans les systèmes IoT, les logiciels Cloud et l'équipement des taxis. Axé sur l'innovation, Flexitron Group consacre une part significative de ses revenus à la R&D, renforçant ainsi son expertise et sa proposition de valeur.

Au sein de Flexitron Group, la société Webdyn, dispose aujourd'hui de bureaux en France, en Espagne, au Portugal et en Inde, ainsi que de partenaires de distribution dans plusieurs pays. Le portefeuille de produits s'adresse aux marchés verticaux tels que la gestion technique du bâtiment, le photovoltaïque, l'industrie et l'énergie.

L'Initiateur souhaite poursuivre l'intégration d'Adeunis au sein du groupe Flexitron, aux côtés de Webdyn, dans un contexte où la Société est fortement dépendante du soutien financier de l'Initiateur pour assurer la poursuite de son activité, afin de renforcer un ensemble spécialisé dans les solutions IoT et IIoT dédiées notamment au Smart Building, à la performance énergétique et à l'optimisation de la maintenance des équipements.

En conséquence de la constatation de capitaux propres négatifs à la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2025, la Société a annoncé le 17 avril 2026 un projet de Coup d'accordéon prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, ayant pour conséquence l'annulation de l'intégralité des actions existantes et des autres titres donnant accès au capital de la Société, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en vue d'améliorer le niveau de ses capitaux propres.

Dans ce contexte, l'Offre a pour principal but d'offrir aux actionnaires minoritaires une possibilité de liquidité préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon, en particulier aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas, ou ne seraient pas en mesure, de participer aux opérations de recapitalisation de la Société par l'apport de nouveaux fonds propres, notamment dans le cadre du projet d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant d'environ 1,7 million d'euros.

L'Offre permettrait ainsi aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions avant leur annulation dans le cadre du projet de réduction de capital à zéro, à un prix faisant ressortir une prime de 15,9 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et de 19,1 % sur la moyenne pondérée des cours de bourse des 60 derniers jours de bourse précédant cette annonce.

Ainsi, les actionnaires minoritaires de la Société auraient, en pratique, trois possibilités :

- apporter leurs actions à l'Offre préalable initiée par l'Initiateur et bénéficier d'une liquidité immédiate au prix de l'Offre ;*
- dans l'hypothèse où les conditions d'un Retrait Obligatoire ne seraient pas réunies à l'issue de l'Offre et où la Société demeurerait cotée, conserver leurs actions jusqu'à la réalisation du Coup d'accordéon et participer à l'augmentation de capital afin de détenir une participation dans la Société après le Coup d'accordéon ;*
- dans cette même hypothèse, ni apporter leurs actions à l'Offre ni participer à l'augmentation de capital, auquel cas leurs actions seraient annulées sans indemnisation et ils perdraient leur qualité d'actionnaire.*

L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de Retrait Obligatoire sur la Société à l'issue de l'Offre si les conditions sont réunies (voir section 1.2 « Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir »). Cette procédure de Retrait Obligatoire interviendrait, dans ce cas, avant la mise en œuvre du Coup d'accordéon. Dans cette hypothèse, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre se verraient verser une indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire, au même prix que celui de l'Offre.

À défaut, si les conditions d'un Retrait Obligatoire n'étaient pas réunies et que la Société demeurait cotée à l'issue de l'Offre, le Coup d'accordéon serait mis en œuvre après la clôture de l'Offre et avant la fin de l'année 2026, sous réserve de l'approbation des résolutions nécessaires par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société. Dans cette hypothèse, les actionnaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre verraient leurs actions annulées dans le cadre de la réduction de capital à zéro, sans indemnisation au titre de cette annulation. Ils ne demeureraient actionnaires de la Société à l'issue du Coup d'accordéon qu'à la condition de participer à l'augmentation de capital. »

1.2.2. Contexte de l'Offre

1.2.2.1. Projet de la Société de procéder à une opération de Coup d'accordéon

L'Assemblée Générale des actionnaires de la Société, réunie le 26 juin 2025, appelée notamment à statuer sur l'approbation des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2024, a, conformément à l'article L. 225-248 du Code de commerce, constaté qu'à la clôture dudit exercice les capitaux propres de la Société étaient devenus inférieurs à la moitié de son capital social, et a décidé de ne pas prononcer la dissolution anticipée de la Société et de poursuivre son activité.

De ce fait, la Société est tenue de reconstituer ses capitaux propres, à concurrence d'une valeur au moins égale à la moitié du capital social ou, le cas échéant, de procéder à toute réduction de capital requise, dans les délais légaux applicables.

Les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2025, tels qu'arrêtés par le Conseil d'administration de la Société, font apparaître une perte nette de (2 775) milliers d'euros et des capitaux propres négatifs, s'établissant à (1 596) milliers d'euros. Cette situation s'explique principalement par la perte plus soudaine que prévue de deux clients importants, un environnement de marché globalement peu dynamique et la montée en puissance de la concurrence, notamment chinoise.

La Société demeure par ailleurs fortement dépendante du soutien financier de l'Initiateur, lequel se traduit, au 31 décembre 2025, par 1 227 milliers d'euros d'avances en compte courant d'associé et 1 285 milliers d'euros de dettes fournisseurs intra-groupe. Les perspectives à court et moyen terme demeurent par ailleurs incertaines quant à la capacité de la Société à retrouver une trajectoire de rentabilité et d'autonomie financière.

Au regard de ces éléments, les comptes annuels au 31 décembre 2025 ont été arrêtés selon le principe de continuité d'exploitation, bien qu'il subsiste une incertitude importante quant à la capacité de la Société à poursuivre son activité par ses seuls moyens. Cette hypothèse repose sur deux éléments : le maintien confirmé par l'Initiateur d'un soutien financier, et la réalisation d'une nouvelle opération de recapitalisation au cours du second semestre 2026.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 17 avril 2026, a arrêté le principe de l'opération de Coup d'accordéon prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, sous condition suspensive de la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires de la Société.

La réduction de capital à zéro aurait pour conséquence l'annulation de l'intégralité des actions existantes de la Société et des autres titres donnant accès au capital de la Société, à savoir le BSA. Elle serait suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant total maximum, prime d'émission incluse, de l'ordre de 1,7 million d'euros, au prix de l'Offre, soit un prix de souscription de 0,84 euro par action nouvelle, prime d'émission incluse.

Cette augmentation de capital ferait l'objet d'un engagement de garantie par l'Initiateur, à hauteur de 100% de son montant. Webdyn souscrirait à titre irréductible à hauteur de sa quote-part au capital de la Société par compensation avec sa créance sous forme d'avance en compte courant de la Société d'un montant au 31 décembre 2025 de 1 227 milliers d'euros et, le cas échéant, par versement en espèces.

La réalisation du Coup d'accordéon permettrait à la Société d'améliorer le niveau de ses capitaux propres, sans permettre à elle seule de les reconstituer à concurrence d'une valeur au moins égale à la moitié du capital social. Elle permettrait néanmoins de renforcer sa structure bilancielle dans le cadre de la poursuite de son activité. Il est également précisé que, compte tenu de la situation financière de la Société et des pertes anticipées à court et moyen terme, des opérations additionnelles de recapitalisation ou de réduction du capital pourraient être nécessaires afin d'assurer la poursuite de l'activité de la Société.

Les actions nouvelles issues de l'augmentation de capital seraient intégralement libérées à la souscription, par versements en espèces ou par compensation contre des créances certaines, liquides et exigibles sur la Société.

En cas de mise en œuvre du Coup d'accordéon, compte tenu de la réduction de capital à zéro préalable à l'augmentation de capital, les actionnaires qui n'auraient pas apporté au préalable leurs actions à l'Offre ni souscrit à l'augmentation de capital verraient leur participation ramenée à zéro sans indemnisation au titre de cette annulation, et perdraient ainsi leur qualité d'actionnaire. À l'inverse, les actionnaires qui souscriraient à l'augmentation de capital à hauteur de leurs droits préférentiels de souscription seraient en mesure de retrouver leur niveau de participation dans la Société postérieurement à l'opération de recapitalisation, selon les modalités définitives du Coup d'accordéon.

Le Coup d'accordéon envisagé demeure conditionné (i) à l'approbation par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société, devant se réunir le 25 juin 2026, des résolutions nécessaires à sa mise en œuvre et (ii) à la décision de conformité de l'AMF relative à l'Offre emportant également, dans l'hypothèse où la Société demeurerait cotée à l'issue de l'Offre, décision de dérogation ou de non-lieu au dépôt d'une offre publique obligatoire au titre du franchissement du seuil de 50 % mentionné à l'article 235-2 du règlement général de l'AMF résultant de la réalisation du Coup d'accordéon.

Le Coup d'accordéon serait réalisé après la clôture de l'Offre et avant la fin de l'année 2026, si la Société reste cotée (i.e. dans l'hypothèse où les conditions du Retrait Obligatoire ne sont pas remplies).

C'est dans ce contexte, que l'Initiateur a informé le marché, par un communiqué de presse en date du 17 avril 2026, de son intention de déposer volontairement le projet d'Offre préalablement à la réalisation du Coup d'accordéon.

1.2.2.2. Répartition du capital et des droits de vote d'Adeunis

Le capital social de la Société est, à la date du présent Projet de Note en Réponse, égal à 1.378.662,00 euros divisé en 4.595.540 Actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,30 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente la répartition, à la connaissance de la Société, du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote théoriques ⁽²⁾	% ⁽²⁾
Webdyn ⁽¹⁾	3 740 034	81,38%	3 740 034	81,38%
Auto-détention	26.979	0,59%	-	-
Public	828 527	18,03%	828 527	18,03%
Total	4.595.540	100%	4.595.540⁽³⁾	100%⁽³⁾

- (1) L'Initiateur a procédé à l'acquisition de 216 856 Actions Additionnelles entre le dépôt du Projet de Note d'Information et le dépôt du présent Projet de Note en Réponse, conformément à l'article 231-38 IV du Règlement Général de l'AMF.
- (2) Conformément à l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions auto-détenues privées de droits de vote exerçable.
- (3) Le total des droits de vote théoriques de la Société prend en compte les 26.979 droits de vote attachés aux actions auto-détenues.

1.2.2.3. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

À la date du présent Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, un (1) bon de souscription d'actions de la Société (le « BSA ») a été émis au profit de la société Harbert European Growth Capital Fund II SCSp (« HARBERT »), ce BSA pouvant donner accès à un nombre maximum de 78.371 Actions de la Société dans les conditions ci-dessous :

BSA	
Nombre de BSA émis	1
Date d'autorisation par l'assemblée générale	17 septembre 2019
Date d'émission par le Conseil d'Administration	28 octobre 2019
Nombre maximum d'actions pouvant être souscrites sur exercice du BSA	Un nombre d'actions représentant un maximum global de 240.000 euros, soit 78.371,17 Actions à la date des présentes sur la base d'un prix de souscription de 3,062 euros par action. Pour plus de détails sur l'ajustement de la parité d'exercice du BSA, à la suite de la réalisation de l'augmentation de capital du 28 février 2025, voir ci-après.
Date d'expiration	28 octobre 2029
Prix de souscription du BSA	Gratuit
Prix d'exercice	Le prix est calculé, au libre choix d'HARBERT, selon l'une des méthodes suivantes : (i) un prix égal à 95% de la moyenne des cours moyens pondérés de l'action Adeunis durant les 10 jours de bourse précédents la date de la décision d'émission des BSA par

	<p>le Conseil d'Administration, soit 3,843 euros par Action ; ou</p> <p>(ii) un prix égal par action Adeunis au cours le plus bas de l'action Adeunis enregistré en 2019, soit 3,390 euros par Action ; ou</p> <p>(iii) le paiement en numéraire de la valeur nominale de chacune des actions émises par exercice des BSA sur la base du prix net d'émission permettant au titulaire de recevoir par la suite un certain nombre d'actions, entièrement libérées, (ci-après « X ») où X est égal à Y-Z, Z étant calculé comme suit :</p> $Z = \frac{Y(B-C)}{A}$ <p>Où :</p> <p>X = le nombre d'actions émises par exercice des BSA devant être attribuées au titulaire (nonobstant tout rompus) ;</p> <p>Y = le nombre d'actions émises par exercice des BSA devant être attribuées au titulaire en fonction de l'exercice de ses Droits de Souscription (tel que ce terme est défini dans le contrat d'émission des BSA) ;</p> <p>A = la juste valeur de marché de chacune des actions émises par exercice des BSA à la date d'exercice, calculée conformément à la méthode décrite ci-après ;</p> <p>B = le prix d'exercice (soit 3,843 euros) ; et</p> <p>C = la valeur nominale des actions émises par exercice des BSA (soit 0,30 euro).</p> <p>La juste valeur de marché de chacune des actions émises par exercice des BSA (ci-après "A") devra être calculée de la façon suivante :</p> <ul style="list-style-type: none">- Si la date d'exercice des BSA a lieu pendant que la Société est cotée, "A" sera égal à la moyenne du cours de clôture des actions Adeunis sur la période de trente jours de bourse se terminant le troisième jour précédant la date de notification de l'exercice des BSA ;- Si la date d'exercice des BSA a lieu après que la société soit sortie de cote, "A" sera égal à la moyenne pondérée des cours vendeurs de clôture ou, subsidiairement, le cours acheteur de clôture des actions de la société sur la période de dix jours ouvrés se terminant le troisième jour précédant la date de réalisation de la notification d'exercice. <p>A titre indicatif, la valeur de marché étant de 0,84 euro à la date du présent Projet de Note en Réponse, cette méthode de calcul du prix doit être écartée car elle aboutirait à un nombre d'actions négatif.</p>
--	---

Il est précisé qu'à la suite de l'augmentation de capital réalisée par la Société le 28 février 2025 avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, conformément aux termes du contrat d'émission du BSA ainsi qu'aux dispositions légales et réglementaires applicables, le Président Directeur Général a, sur délégation du Conseil d'administration, décidé de procéder à l'ajustement du nombre maximum d'actions pouvant être émises sur exercice du BSA : le BSA donne droit

désormais à un nombre maximum de 78.371,17 actions nouvelles, moyennant un prix d'exercice global inchangé de 240.000 euros, soit un prix implicite par action d'environ 3,062 euros.

L'ajustement des droits du porteur du BSA a été réalisé conformément aux dispositions du 3° de l'article L.228-99 du Code de commerce et du 1° a) de l'article R.228-91 du Code de commerce, à savoir en appliquant à l'ancienne parité d'exercice du BSA, le rapport entre la valeur du droit préférentiel de souscription et la valeur de l'action après détachement du droit préférentiel de souscription, telles qu'elles ressortent de la moyenne des premiers cours cotés pendant toutes les séances de bourse incluses dans la période de souscription ou période de négociation, selon le cas, sur Euronext Growth.

Soit : Parité d'exercice du BSA Harbert * ((valeur de l'action après détachement + valeur du DPS)/valeur de l'action après détachement)

Où : Parité = 1BSA pour 70 796 actions nouvelles (sur la base d'un prix d'exercice par action de 3,390 euros)

Valeur de l'action après détachement = 0,691 euro

Valeur du DPS = 0,0738 euro

1.2.2.4. Acquisition d'actions par l'Initiateur au cours des 12 derniers mois

L'Initiateur a indiqué, dans le Projet de Note d'Information, qu'il n'a procédé à aucune acquisition d'actions de la Société, sur le marché ou hors marché, au cours des douze derniers mois précédent le dépôt du projet d'Offre.

À titre de rappel, l'Initiateur a souscrit, à titre irréductible et à titre de garantie, à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires réalisée le 28 février 2025, d'un montant total, prime d'émission incluse, de 1.033.996,50 euros, au prix de souscription de 0,45 euro par action.

1.3. Caractéristiques de l'Offre

1.3.1. **Termes de l'Offre**

Conformément aux articles 231-13 et 231-18 du Règlement Général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 21 mai 2026, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée volontaire visant les Actions et le BSA non-détenus par l'Initiateur, ainsi que le Projet de Note d'Information relative à l'Offre.

Il est précisé que l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle revêt un caractère volontaire conformément à l'article 233-1, 1° du Règlement Général de l'AMF et qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, au prix de 0,84 euro par Action apportée et de 22.700 euros pour le BSA apporté, payable en numéraire, pendant une durée de 10 jours de négociation.

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

L'Initiateur se réserve le droit, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir sur le marché des Actions, dans les limites de l'article 231-38 IV du Règlement Général de l'AMF.

En cas de Retrait Obligatoire, les Actions (à l'exclusion des Actions Auto-Détenues) et le BSA qui n'auraient pas été présentés à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur détenteur, pour un montant par Action en numéraire identique au Prix d'Offre, et pour un montant par BSA identique au prix d'offre du BSA, net de tout frais.

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

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement Général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir, par l'intermédiaire du CIC, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement Général de l'AMF, correspondant à 30% des Actions existantes visées par le projet d'Offre au Prix de l'Offre (soit 0,84 euro par Action) ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre. Dans ce cadre, entre le 21 mai 2026 et le 15 juin 2026 (inclus), l'Initiateur a acquis, à la connaissance de la Société, 216 856 Actions Additionnelles. Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, en conséquence de l'acquisition par l'Initiateur des Actions Additionnelles, l'Initiateur détient 3 740 034 Actions représentant 81,38 % du capital et des droits de vote de la Société³.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse, soit les actions :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des 26.979 actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») que celle-ci s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre maximum de 828 527 Actions ;
 - (ii) qui seraient susceptible d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par le bénéficiaire de son BSA exerçable, soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre maximum de 78.371 Actions ;

soit un nombre total maximum de 906 898 Actions visées par l'Offre, et

- le BSA non coté en circulation et non-détenu directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que les 26.979 Actions Auto-Détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

³ Sur la base d'un capital composé à la date du Projet de Note en Réponse de 4.595.540 actions et 4.595.540 droits de vote théoriques.

1.3.3. Situation des titulaires d'instruments dilutifs

A la date du Projet de Note en Réponse, un (1) BSA est en circulation, exerçable par son titulaire, arrivant à échéance le 28 octobre 2029 et donnant droit à un nombre maximum de 78.371 Actions de la Société au prix d'exercice de 3,062 euros par Action nouvelle.

A l'exception des Actions ordinaires et du BSA, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.4. Modalités de l'Offre

Le Projet d'Offre et le Projet de Note d'Information ont été déposés auprès de l'AMF le 21 mai 2026. Un avis de dépôt relatif à l'Offre a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il a également été mis en ligne sur le site internet d'Adeunis (<https://www.adeunis-bourse.com/>) et sera tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès de l'Etablissement Présentateur. Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information est publié par l'Initiateur et la Société et rendu public sur le site de la Société (<https://www.adeunis-bourse.com/>).

La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse à l'Offre, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant en application de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF et l'avis motivé de son Conseil d'Administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, auprès de l'AMF le 16 juin 2026.

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 une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information.

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, déposés à l'AMF et seront tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et dans les locaux de l'Etablissement Présentateur, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Adeunis (<https://www.adeunis-bourse.com/>).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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 précisant les modalités et le calendrier de sa réalisation.

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne pourra pas, en application de l'article 232-3 du Règlement Général de l'AMF, être rouverte à la suite de la publication de son résultat définitif.

1.3.5. Conditions de l'Offre

L'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation en matière réglementaire autre que la décision de conformité de l'AMF.

1.3.6. Procédure d'apport à l'Offre

Chaque actionnaire peut apporter au maximum le nombre d'Actions de la Société qu'il détient au jour de son ordre d'apport à l'Offre.

Les Actions et le BSA apportés à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action et BSA apportés qui ne répondraient pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement) qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse) en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en temps utile, afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre. Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse).

Les actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront au préalable demander leur conversion au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CIC CIB si leurs actions sont détenues au nominatif pur.

Les ordres d'apport d'Actions et/ou de BSA à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

1.3.6.1. Procédure d'apport des Actions à l'Offre

Les actionnaires d'Adeunis devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre, selon la procédure habituelle prévue par leur intermédiaire financier. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

CIC, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché.

1.3.6.2. Procédure d'apport du BSA à l'Offre

Le titulaire du BSA de la Société souhaitant apporter son BSA à l'Offre dans les conditions proposées aux présentes devra, au plus tard à la date de clôture de l'Offre remettre à l'établissement présentateur un ordre d'apport à l'Offre, au moyen d'un ordre de cession de gré à gré, au Prix de l'Offre du BSA (soit 22.700 euros).

1.3.6.3. Remboursement des frais de courtage

L'Initiateur a précisé dans son Projet de Note d'Information qu'aucun frais ne sera remboursé, ni aucune commission versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre.

1.4. Interventions de l'Initiateur sur le marché des Actions pendant la période d'Offre

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information se réserver la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, l'Initiateur a déclaré se réserver la faculté d'acheter tout bloc d'Actions, étant précisé qu'en application des dispositions de l'article 231-39 du Règlement Général de l'AMF, toute intervention sera nécessairement réalisée (i) sur la base d'un ordre libellé au Prix d'Offre en cas d'acquisition sur le marché, ou au Prix d'Offre et uniquement à ce prix en cas d'acquisition hors marché, à compter du début de la période d'Offre et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, ou (ii) au Prix d'Offre et uniquement à ce prix de l'ouverture de l'Offre jusqu'à la publication de son résultat.

Dans ce cadre, entre le 21 mai 2026 et le 15 juin 2026 (inclus), l'Initiateur a acquis, à la connaissance de la Société, 216 856 Actions Additionnelles. Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

1.5. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier figurant ci-dessous est proposé à titre indicatif.

21 mai 2026	Pour l'Initiateur : <ul style="list-style-type: none">- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF- Mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF et de la Société- Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
--------------------	---

<p>16 juin 2026</p>	<p>Pour la Société :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet de note en réponse d'Adeunis à l'AMF comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant - Mise en ligne du projet de note en réponse d'Adeunis sur les sites internet de l'AMF et de la Société - Mise à disposition du public du projet de note en réponse d'Adeunis au siège de la Société - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse d'Adeunis
<p>11 septembre 2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse d'Adeunis <p>Pour l'Initiateur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur <p>Pour la Société :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Adeunis
<p>14 septembre 2026</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur de la note d'information visée - Mise en ligne de la note d'information visée sur les sites internet de l'AMF et de la Société - Mise à disposition du public du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Diffusion d'un communiqué relatif à la mise à disposition de la note d'information visée et du document « Autres Informations » de l'Initiateur - Mise en ligne de la note en réponse visée sur les sites internet de l'AMF et de la Société - Mise à disposition du public du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Adeunis - Diffusion d'un communiqué relatif à la mise à disposition de la note en réponse visée et du document « Autres Informations » d'Adeunis

14 septembre 2026	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre
14 septembre 2026	Diffusion par Euronext de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
15 septembre 2026	Ouverture de l'Offre pour une durée de 10 jours de négociation
28 septembre 2026	Clôture de l'Offre
29 septembre 2026	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
Dès que possible à l'issue de l'Offre	Le cas échéant, mise en œuvre du Retrait Obligatoire

1.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

A la connaissance de la Société, l'Offre est faite exclusivement en France.

Le Projet de Note d'Information ainsi que le Projet de Note en Réponse ne sont pas destinés à être diffusés dans les pays autres que la France.

A la connaissance de la Société, le Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société 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.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains États. Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a décliné toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

A la connaissance de la Société, le Projet de Note d'Information 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 États-Unis.

A la connaissance de la Société, le Projet de Note d'Information ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, 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 États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif au Projet de Note d'Information ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre

personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer, sur demande :

- (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis le Projet de Note d'Information ou tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis ;
- (ii) 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 États-Unis en relation avec l'Offre ;
- (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres ; et
- (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-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.

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué se réserver le droit de considérer comme non-valable tout ordre d'apport de titres :

- (i) qui apparaît à l'Initiateur comme ayant été signé ou envoyé à partir des États-Unis ;
- (ii) qui n'inclut pas une déclaration de l'actionnaire selon le paragraphe précédent ; ou
- (iii) lorsque l'Initiateur considère que l'acceptation de l'Offre constituerait une violation des règles légales ou réglementaires.

Toute personne située aux États-Unis qui obtient un exemplaire du Projet de Note d'Information ou tout autre document relatif au Projet de Note d'Information ou à l'Offre devra ne pas en tenir compte.

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

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ADEUNIS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 15 juin 2026, sur convocation de son Président, Monsieur Hervé Bibollet, à l'effet de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du projet de rapport de l'Expert Indépendant.

Préalablement à la réunion du Conseil d'administration de la Société, les membres du Conseil d'administration ont reçu notamment les documents suivants :

- les statuts de la Société ;
- la lettre de mission de l'Expert Indépendant ;
- le projet de rapport d'expertise de l'Expert Indépendant en date du 12 juin 2026 ;
- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par CIC en qualité d'établissement présentateur de l'Offre ; et

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

- le présent Projet de Note en Réponse de la Société.

Les membres du Conseil d'administration présents, physiquement ou par visioconférence étaient les suivants :

- Monsieur Hervé Bibollet, Président du Conseil d'administration et directeur général de la Société ;
- Monsieur José María Vilallonga Presas, administrateur ;
- Madame Nuria Vilallonga Gonzales, administrateur ;
- Monsieur Jean-Luc Baudouin, administrateur ;
- Madame Muriel Bethoux, administrateur ; et
- Monsieur Jacques Letzelter, administrateur.

Les administrateurs présents ou représentés réunissant la moitié au moins des membres en fonction, le Conseil d'administration de la Société a pu valablement délibérer.

L'avis motivé suivant a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil a été réuni à l'effet (i) d'examiner les termes du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions et le BSA de la Société suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (l' « **Offre** »), déposée à titre volontaire par la société WEBDYN (Groupe FLEXITRON) (l' « **Initiateur** ») et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses porteurs de titres et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.*

Le Président indique que le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 21 mai 2026 par l'Initiateur.

*Le Président rappelle que l'Offre s'inscrit dans le cadre du projet de recapitalisation de la Société annoncé le 17 avril 2026, prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, sous condition suspensive de la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant total maximum de l'ordre de 1,7 million d'euros (prime d'émission incluse), au prix de l'Offre (le « **Coup d'accordéon** »), et qu'elle a pour objet principal d'offrir aux actionnaires minoritaires une possibilité de liquidité préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon.*

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration 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 en date du 17 avril 2026 annonçant le projet de Coup d'Accordéon ainsi que le projet d'Offre ;*
- *le projet de note d'information de l'Initiateur, 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 la banque CIC qui, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, garanti la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ;*
- *du rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 0,84 euro par action de la Société et pour le titulaire du BSA, du prix offert de 22.700 euros pour le BSA, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, et à l'absence de dispositions dans l'opération de Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre, susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*

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

- *des observations écrites d'un actionnaire reçues par l'Expert Indépendant et des réponses apportées à ces observations par l'expert indépendant dans son rapport ;*
- *l'avis motivé du Comité ad hoc en date du 12 juin 2026 recommandant unanimement au conseil d'administration de considérer que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses porteurs de titres ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société devant être déposé auprès de l'AMF le 16 juin 2026, étant précisé que le projet de note en réponse reste à compléter avec le rapport de la société Sorgem Evaluation et de l'avis motivé du Conseil d'administration.*

Les membres du Conseil d'administration ont également eu communication du projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que du projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse.

Le Président présente ensuite la constitution et les travaux menés par le Comité ad hoc du Conseil.

Constitution du Comité ad hoc

Il rappelle, en tant que de besoin, que le conseil d'administration de la Société, après revue de l'indépendance de ses membres au regard des critères du Code Middledext en date de septembre 2021, a décidé, le 25 mars 2026, de constituer un Comité ad hoc, composé des membres suivants :

- *Madame Muriel Bethoux, administratrice indépendante ;*
- *Monsieur Jean-Luc Baudouin, administrateur ;*
- *Monsieur Jacques Letzelter, administrateur indépendant.*

Le Président rappelle que, à la demande de l'AMF, la désignation de l'Expert Indépendant a été soumise au droit d'opposition de l'AMF en application de l'article 261-1-1, I et III, du règlement général de l'AMF.

Ce comité ad hoc avait pour mission (i) de proposer au conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, (iii) de formuler une recommandation au conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires, son porteur de BSA, et ses salariés et (iv) d'assister le conseil d'administration dans la préparation du projet d'avis motivé sur le projet d'Offre.

Travaux du Comité ad hoc

Le Président donne ensuite la parole à Monsieur Jean-Luc Baudouin, en sa qualité de Président du Comité ad hoc, afin de rendre compte des travaux accomplis par le Comité.

i. Désignation de l'expert indépendant

A la suite de la réception, le 20 mars 2026, de la proposition d'intervention du cabinet Sorgem Evaluation et de l'étude de cette proposition de mission, le Comité ad hoc a préconisé au conseil d'administration de la Société de désigner le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette en qualité d'expert indépendant, considérant que ce cabinet disposait de l'expertise, des ressources et de la réputation professionnelle les plus appropriées pour cette mission.

Le Comité ad hoc a notamment tenu compte dans sa recommandation des compétences des personnes composant l'équipe dédiée à la mission, de leur connaissance du secteur d'activité de la Société, de la réalisation de missions similaires, de leur réputation professionnelle, de leur disponibilité ainsi que des moyens matériels et humains dédiés à la mission, tels que précisé dans le rapport du cabinet Sorgem Evaluation. Le cabinet Sorgem Evaluation avait au préalable confirmé qu'il ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts.

Ainsi, en accord avec la recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 3 avril 2026 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant, sous réserve de la non-opposition de l'AMF

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

quant à cette nomination. L'AMF a indiqué, par courrier électronique en date du 21 avril 2026, ne pas s'opposer à la désignation du cabinet Sorgem Evaluation dans le cadre de l'Offre.

La nomination de l'expert indépendant a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 22 avril 2026.

ii. Travaux du Comité et suivi des travaux de l'expert indépendant

Depuis sa constitution, le Comité ad hoc s'est réuni 4 fois, abordant les thèmes suivants :

- *Le 25 mars 2026 :*
 - o *Désignation d'un Président du Comité ad hoc ;*
 - o *Revue et analyse de la proposition de mission du cabinet Sorgem Evaluation en vue de la désignation d'un expert indépendant.*
- *Le 3 avril 2026 :*
 - o *Proposition au conseil d'administration concernant la désignation du cabinet Sorgem Evaluation.*
- *Le 18 mai 2026 :*
 - o *Point d'étape sur le projet d'Offre, sur les travaux de valorisation de l'expert indépendant et sur le plan d'affaire « stand-alone » préparé dans le cadre de l'Offre.*
- *Le 12 juin 2026 :*
 - o *Présentation par le cabinet Sorgem Evaluation des conclusions de son projet de rapport aux membres du Comité ad hoc ;*
 - o *Recommandation au Conseil d'administration pour l'émission de son avis motivé.*

Lors des réunions ou échanges informels, le Comité ad hoc s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et selon le calendrier envisagé.

Monsieur Jean-Luc Baudouin indique enfin que le Comité n'a pas été informé, et n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le Président du Conseil d'administration rappelle ensuite qu'en application de l'article 261 I I 1°, 4° et 5°, et II du règlement général de l'AMF, l'Expert Indépendant était chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité et de se prononcer sur l'appréciation du prix dans le cadre de l'intention de l'Initiateur de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Le Président indique que la direction de la Société, l'Etablissement Présentateur et l'Expert Indépendant se sont réunis à plusieurs reprises afin de fournir à l'Expert Indépendant l'ensemble des informations nécessaires pour l'accomplissement de sa mission. Les travaux et interactions entre l'expert indépendant, la direction de la Société et l'Etablissement Présentateur sont mentionnées dans le rapport de l'expert indépendant.

Le Président rappelle qu'un plan d'affaires dit « stand-alone » a été établi spécifiquement pour les besoins des travaux de valorisation de la Banque Présentatrice et de l'Expert Indépendant, dans une hypothèse de poursuite autonome de l'activité de la Société, distincte du projet stratégique décrit par l'Initiateur dans son projet d'Offre. Ce plan a été présenté au comité ad hoc et au Conseil d'administration, qui n'ont pas formulé de commentaire. Le Conseil constate que ce plan traduit, dans cette hypothèse stand-alone, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas, à sa connaissance, d'autres données prévisionnelles pertinentes établies selon cette même hypothèse.

Le Président présente ensuite le rapport de l'expert indépendant aux membres du Conseil d'administration qui conclut notamment que :

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

« En conséquence, nous sommes d'avis que les conditions financières de l'Offre, soit 0,84 € par action et 22 700 € pour le BSA Harbert, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire au même prix, sont équitables pour les actionnaires minoritaires et le porteur du BSA d'Adeunis. Le Coup d'accordéon, opération connexe à l'Offre, ne comporte pas de disposition de nature à porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Cette Offre permet par ailleurs aux actionnaires minoritaires d'Adeunis d'accéder à une liquidité immédiate sur un titre dont l'étroitesse du flottant et l'atonie des échanges (cf. § IV.3.1) rendent en pratique toute cession significative difficile, et ce préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon »

Recommandation du Comité ad hoc

Le Président indique que Comité ad hoc lors d'une réunion en date du 12 juin 2026, au cours de laquelle il a pu échanger avec l'expert indépendant, a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard notamment du projet de rapport de l'expert indépendant. Il en présente les motivations aux membres du Conseil d'administration :

Dans le rendu de sa recommandation, le Comité ad hoc a pris notamment acte que :

- *A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détenait 3.523.178 actions de la Société représentant 76,67 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société et contrôle déjà la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ;*
- *L'Offre porte sur la totalité des actions d'ores et déjà émises composant le capital de la Société, à l'exception (i) des actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et (ii) des actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 1.045.383 actions ;*
- *L'Offre porte également sur les actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par le bénéficiaire de son BSA exerçable, soit un nombre maximum de 78.371 actions, ainsi que sur le BSA en circulation ;*
- *l'Offre, qui revêt un caractère volontaire, s'inscrit dans le cadre de l'opération de recapitalisation dont le principe a été arrêté par le Conseil d'administration lors de sa réunion en date du 17 avril 2026, prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes d'un montant de 1.378.662,00 euros, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant de l'ordre de 1,7 million d'euros (le « Coup d'accordéon »), et a pour objet principal d'offrir aux actionnaires minoritaires une possibilité de liquidité préalablement à la mise en œuvre de celle-ci, en particulier aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas, ou ne seraient pas en mesure, de participer à l'augmentation de capital prévue dans le cadre du Coup d'accordéon ;*
- *Cette augmentation de capital, qui serait réalisée à un prix de souscription par action égal au prix de l'Offre, ferait l'objet d'un engagement de garantie par l'Initiateur, à hauteur de 100% de son montant. L'Initiateur souscrirait à titre irréductible à hauteur de sa quote-part au capital de la Société par compensation avec sa créance sous forme d'avance en compte courant de la Société d'un montant au 31 décembre 2025 de 1 227 milliers d'euros et, le cas échéant, par versement en espèces ;*
- *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 de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L. 433-4, II et III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions et le BSA non apportés à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues). Dans cette hypothèse, les Actions et le BSA qui n'auront pas été apportés à l'Offre (à l'exception des Actions Auto-Détenues) seront transférés à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 0,84 euro par Action ou 22.700 euros pour le BSA). Cette procédure entraînera la radiation des Actions du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris. Dans l'hypothèse où les conditions de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire seraient remplies à l'issue de l'Offre, la réalisation du Coup d'accordéon serait différée postérieurement aux opérations de retrait obligatoire. Les actionnaires n'ayant pas apporté leurs Actions à l'Offre se verraient alors verser une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre dans le cadre du retrait obligatoire, et ne seraient pas concernés par la mise en œuvre ultérieure du Coup d'accordéon ;*

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

- *La réalisation du Coup d'accordéon envisagé demeure conditionnée (i) à l'approbation par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société, devant se réunir le 25 juin 2026, des résolutions nécessaires à sa mise en œuvre et (ii) à la décision de conformité de l'AMF relative à l'Offre emportant également, dans l'hypothèse où la Société demeurerait cotée à l'issue de l'Offre, décision de dérogation ou de non-lieu au dépôt d'une offre publique obligatoire au titre du franchissement du seuil de 50 % mentionné à l'article 235-2 du règlement général de l'AMF résultant de la réalisation du Coup d'accordéon.*
- *Même si aucune décision n'a été prise ni aucune étude de faisabilité n'a été engagée à ce jour, l'Initiateur envisage, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, de procéder à une réorganisation juridique et opérationnelle destinée à intégrer la Société au sein du Groupe, laquelle pourrait prendre la forme d'une opération de fusion-absorption de la Société par l'Initiateur ou d'autres entités du Groupe. Une telle réorganisation aurait pour objet de simplifier l'organisation juridique et opérationnelle du Groupe, de rationaliser les coûts de structure et les fonctions support, de faciliter la gestion des flux intra-groupe et de favoriser l'intégration opérationnelle de la Société au sein du Groupe, dans un contexte où celle-ci dépend du soutien financier de l'Initiateur.*

Sur les conséquences de l'Offre pour les salariés de la Société, le Comité ad hoc a pris notamment acte que :

- *L'objectif de l'Initiateur est de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de la Société. En particulier, il n'est pas prévu que l'Offre entraîne de suppression de postes parmi les effectifs de la Société.*

Sur les conséquences de l'Offre pour les porteurs de titres de la Société, le Comité ad hoc a pris notamment acte que :

- *Compte tenu de la situation financière dégradée de la Société, caractérisée au 31 décembre 2025 par une perte nette de (2.775) milliers d'euros et des capitaux propres négatifs de (1.596) milliers d'euros, il sera soumis à l'approbation des actionnaires, lors l'Assemblée générale annuelle du 25 juin 2026 appelée à approuver les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2025, un Coup d'accordéon prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, ayant pour conséquence l'annulation de l'intégralité des actions existantes et des autres titres donnant accès au capital de la Société, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires ;*
- *Dans l'hypothèse où les conditions du retrait obligatoire ne seraient pas réunies à l'issue de l'Offre et où la Société demeurerait cotée, le Coup d'accordéon serait mis en œuvre après la clôture de l'Offre. En conséquence, les actionnaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre et ceux qui ne souhaiteraient pas ou ne pourraient pas participer à l'augmentation de capital subséquente verraient leurs actions annulées dans le cadre de la réduction de capital à zéro, sans indemnisation au titre de cette annulation, et ne détiendraient plus aucune participation dans la Société à l'issue du Coup d'accordéon ;*
- *L'Offre confère aux actionnaires de la Société, en particulier ceux qui ne souhaiteraient pas ou ne pourraient pas participer à l'augmentation de capital de la Société prévue dans le cadre du Coup d'accordéon, l'opportunité d'obtenir une liquidité sur leurs actions, dans un contexte de situation financière dégradée de la Société et un marché de l'action de la Société avec un flottant faible et très peu d'échanges ;*
- *L'expert indépendant est d'avis que le prix d'Offre de 0,84 euro par action (coupon inclus) et le prix d'Offre de 22.700 euros pour le BSA, sont équitables d'un point de vue financier pour les porteurs de titres de la Société, en ce compris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;*
- *Le prix d'Offre de 0,84 euro par action de la Société permet aux actionnaires de bénéficier d'une prime de 15,9 % sur le cours de clôture au 15 avril 2026 (dernier cours de bourse précédant l'annonce du projet d'Offre) et une prime de 19,1 % sur le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens au cours des 60 jours de négociation précédant la date de l'annonce du projet d'Offre ;*
- *Le prix d'Offre est très supérieur à la valeur intrinsèque des actions d'Adeunis, négative selon la méthode DCF retenue à titre principal par l'expert indépendant (valeur centrale de (0,79) € par action, fourchette de (0,92) € à (0,64) €) ;*

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

- *Le prix d'Offre est identique au prix de souscription par action qui sera proposé dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires prévue dans le cadre du Coup d'accordéon qui serait lancé après la clôture de l'Offre si les conditions du retrait obligatoire ne sont pas remplies ;*
- *S'agissant du Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre, l'expert indépendant est d'avis qu'elle ne comporte pas de disposition de nature à porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaire et que selon une analyse d'équivalence économique, l'apport à l'Offre procure aux actionnaires minoritaires des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire à la suite de la réalisation du Coup d'accordéon ;*
- *Les observations d'un actionnaire minoritaires sur le prix de l'Offre ont été examinées par l'expert indépendant, qui y a répondu dans son rapport sur l'Offre. Après en avoir débattu, le Comité considère les réponses apportées par l'expert indépendant comme étant satisfaisantes ;*
- *L'Initiateur a indiqué que la politique de distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société conformément à la loi et aux statuts de la Société, en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.*

Sur les conséquences de l'Offre pour la Société, le Comité ad hoc a pris notamment acte que :

- *Compte tenu de la situation financière dégradée de la Société, marquée par des capitaux propres négatifs au 31 décembre 2025 ainsi que par l'incertitude importante quant à la capacité de la Société à poursuivre son activité par ses seuls moyens, la poursuite de l'activité de la Société demeure dépendante du soutien financier fort et continu de l'Initiateur ;*
- *L'Initiateur entend maintenir son soutien financier à la Société et soutenir, lors de l'assemblée générale annuelle appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2025, l'opération de Coup d'accordéon, laquelle permettrait d'améliorer le niveau des capitaux propres de la Société et de renforcer sa structure bilancielle dans le cadre de la poursuite de son activité ;*
- *L'Offre s'inscrit dans la volonté de l'Initiateur de poursuivre le développement des activités de la Société en s'appuyant sur les équipes dirigeantes et les salariés de la Société, non dans une logique de poursuite autonome de ses activités, mais dans le cadre d'une intégration renforcée d'Adeunis au sein du groupe Flexitron, afin notamment de sécuriser la poursuite de l'activité de la Société ;*
- *L'intégration d'Adeunis au sein du Groupe Flexitron doit permettre de proposer aux clients une offre plus large et plus intégrée, combinant les solutions développées par Adeunis, notamment en matière de capteurs et de solutions IoT et IIoT dédiées au Smart Building, avec les offres développées par Webdyn et les autres sociétés du groupe Flexitron, afin de renforcer le positionnement concurrentiel du Groupe sur les marchés de l'IoT industriel, de la performance énergétique, de la maîtrise des énergies dans l'industrie et le bâtiment et de l'optimisation de la maintenance des équipements ;*
- *La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur et consolidée au sein du groupe Flexitron, l'Offre ne devrait pas, en elle-même, générer de synergies industrielles, commerciales ou opérationnelles nouvelles significatives. Les synergies de coûts attendues du rapprochement avec Webdyn lors de la prise de contrôle en décembre 2023 étaient limitées et ont été réalisées rapidement. À ce stade, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies additionnelles significatives qui résulteraient de la poursuite de l'activité de la Société sur une base autonome.*

Au vu de l'ensemble de ces éléments, le Président du Conseil d'administration indique que le Comité ad hoc a décidé, à l'unanimité de ses membres, de recommander au Conseil d'administration de considérer que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, ses salariés et ses porteurs de titres et de recommander aux porteurs de titres de la Société de les apporter à l'Offre.

Cette présentation terminée, le Président présente et soumet au Conseil d'administration le projet de note en réponse établi par la Société et destiné à être déposé auprès de l'AMF le 16 juin 2026.

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

Il invite enfin le Conseil à rendre son avis motivé sur l'Offre.

Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité ad hoc, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur CIC et (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, (iv) les conclusions des travaux du Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- ***prend acte*** :
 - *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
 - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
 - *des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les porteurs de titres de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;*
 - *du projet de Coup d'accordéon tel qu'annoncé par la Société et des conclusions de l'expert indépendant sur cette opération connexe, à savoir qu'elle ne comporte pas de disposition susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires ni de remettre en cause l'équité des conditions offertes, et que l'apport de leurs actions à l'Offre par les actionnaires leur procure des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire post réalisation de l'opération de Coup d'accordéon ;*
 - *des travaux et recommandations du Comité ad hoc ;*
- ***décide*** de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ad hoc en date du 12 juin 2026 ;
- ***émet***, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité ad hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- ***recommande*** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- ***recommande*** au porteur de BSA d'apporter le BSA dont il est porteur à l'Offre ;
- ***prend acte*** de ce que les actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et, en tant que de besoin, que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre ;
- ***approuve*** le projet de note en réponse, ainsi que le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse de la Société ;
- ***autorise***, autant que de besoin, le président directeur général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de :
 - *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 ainsi que le communiqué de presse normé de dépôt ;*
 - *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
 - *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
 - *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.*

Enfin, il est rappelé en tant que de besoin que les administrateurs ne détiennent à ce jour aucune action de la Société. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

A la connaissance de la Société et à la date du présente Projet de Note en Réponse, Monsieur Hervé Bibollet, Monsieur José María Vilallonga Presas, Madame Nuria Vilallonga Gonzales, Monsieur Jean-Luc Baudouin, Madame Muriel Bethoux et Monsieur Jacques Letzelter, ne détiennent pas d'Actions de la Société.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 26.979 de ses propres actions.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 15 juin 2026, a décidé, à l'unanimité de ses membres, que ses actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre, pour les raisons indiquées dans l'avis motivé ci-dessus.

5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE D'ADEUNIS

Non applicable.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société en date du 25 mars 2026, a constitué un comité ad hoc, composé de Muriel Bethoux, Jacques Letzelter et de Jean-Luc Baudouin ayant notamment pour mission de faire des recommandations au Conseil d'administration sur le choix de l'expert indépendant. Le Conseil d'administration de la Société en date du 3 avril 2026, sur recommandation de son comité ad hoc, a procédé à la désignation du cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Thomas HACHETTE, étant précisé qu'en application de l'article 261-1-1 I et III du Règlement Général, l'AMF a informé la Société par courriel en date du 21 avril 2026 qu'elle ne s'opposerait pas à cette nomination.

La désignation de l'expert indépendant a été requise en application de l'article 261-1, I, 1°, 4° et 5° et de l'article 261-1, II du Règlement général de l'AMF, afin qu'il établisse un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire si ce dernier est mis en œuvre.

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en annexe du Projet de Note en Réponse, sont les suivantes :

« Le Conseil d'administration d'Adeunis a soumis à l'AMF, le 3 avril 2026, notre désignation en qualité d'expert indépendant, sur proposition de son comité ad hoc. Cette désignation est devenue définitive le 21 avril 2026 en l'absence d'opposition de l'AMF, en application des articles 261-1, I (1°, 4° et 5°) et 261-1, II du Règlement général de l'AMF, à raison (i) du contrôle préalable de la Société par l'Initiateur, (ii) du Coup d'accordéon constitutif d'une opération connexe à l'Offre et (iii) du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions et BSA).

L'Offre s'inscrit dans une situation de difficultés financières marquées, analysée en § III. Au 31 décembre 2025, Adeunis présente des capitaux propres négatifs de (1 596) k€, une perte nette de (2 774) k€ et demeure dépendante du soutien financier du groupe Flexitron, l'annexe aux comptes 2025 faisant état d'une incertitude significative sur la continuité d'exploitation. Dans ce contexte, les travaux conduits à titre principal selon la méthode DCF, sur une base stand-alone, font ressortir une valeur intrinsèque négative.

Sur le plan de l'évaluation, les travaux conduits à titre principal selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, sur une base stand-alone, font ressortir une valeur intrinsèque négative (cf. § IV). Une approche par la valeur liquidative, non retenue dans le présent rapport (cf. § IV.1.3), conduirait au demeurant elle aussi à une valeur négative, dès lors qu'elle s'appliquerait à un actif net comptable déjà négatif. Il en résulte que, en l'absence de l'Opération, la poursuite de l'activité de la Société par ses seuls moyens ne serait pas assurée, et que le Prix d'Offre, soit 0,84 € par action, procure aux actionnaires minoritaires une faculté de cession à un niveau supérieur à la valeur intrinsèque ainsi déterminée.

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

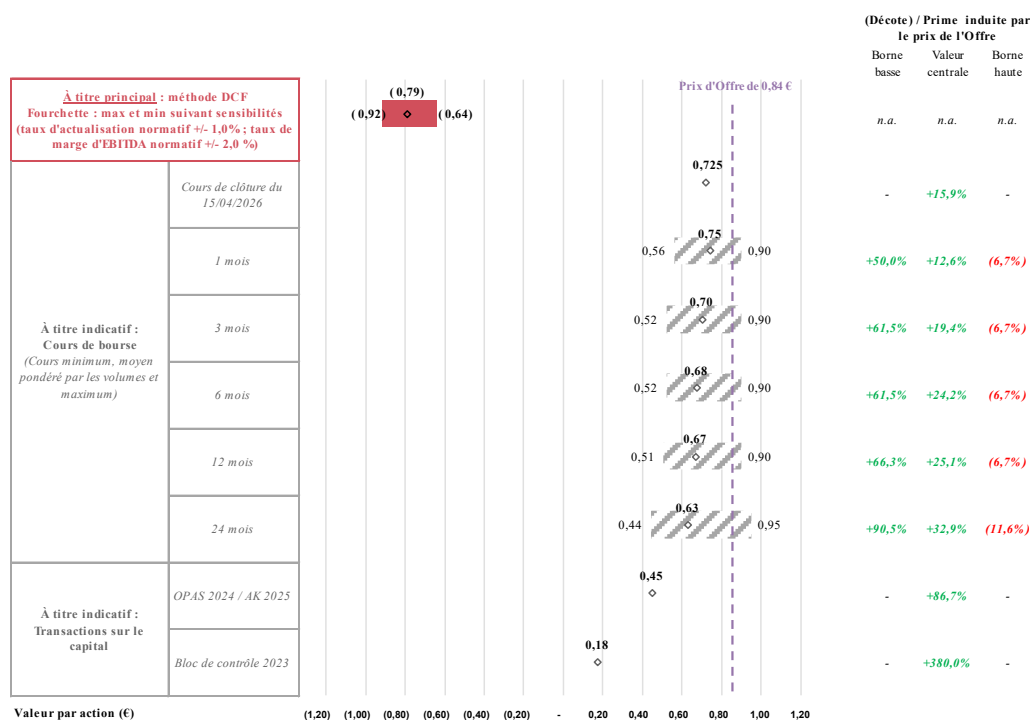
- l'actionnaire minoritaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre, au prix de 0,84 € par action et de 22 700 € pour le BSA ; dans l'hypothèse où les conditions en seraient réunies à l'issue de l'Offre, les titres non apportés seraient transférés à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre ;

- le Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre au sens de l'article 261-1, I, 4° du Règlement général de l'AMF, a fait l'objet d'un examen spécifique (§ VI) : il ne comporte pas de disposition susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires ni de remettre en cause l'équité des conditions offertes ;

- les éléments communiqués par l'Initiateur décrivent des synergies « naturelles mais faibles » et font ressortir l'intérêt attaché aux compétences techniques et de R&D d'Adeunis, qui pourraient le cas échéant être intégrés à des projets du groupe Webdyn / Flexitron. Cet élément demeure toutefois qualitatif : aucune quantification de synergies opérationnelles ou commerciales ne nous a été transmise. Les économies de coûts liées à la radiation ont en revanche été estimées et leur prise en compte, même intégrale, demeure sans incidence sur l'appréciation du Prix d'Offre (§ VII).

S'agissant du Prix d'Offre des actions, la synthèse de nos travaux d'évaluation multicritère est la suivante (en € par action) :

Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre (prix par action, en €)



Source : analyses SORGEM Evaluation.

Ainsi, le Prix d'Offre de 0,84 € par action :

- est très supérieur à la valeur intrinsèque des actions d'Adeunis, négative selon la méthode DCF retenue à titre principal (valeur centrale de (0,79) € par action, fourchette de (0,92) € à (0,64) €) ;

- extériorise des primes comprises entre +12,6 % et +32,9 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les horizons de 1 à 24 mois, et de +15,9 % par rapport au cours de clôture du 15 avril 2026 (dernière séance précédant la suspension), références au cours de bourse retenues à titre indicatif compte tenu de la liquidité réduite du titre et de l'étroitesse du flottant ;

- extériorise une prime de +86,7 % par rapport au prix de l'OPAS de juillet 2024 et de l'augmentation de capital de février 2025 (0,45 €), et de +380,0 % par rapport au prix d'acquisition du bloc de contrôle de décembre 2023 (0,175 €).

S'agissant du BSA Harbert, le Prix d'Offre de 22 700 € est supérieur de +32,8 % à notre estimation centrale de sa valeur, soit 17 087 €, établie selon le modèle de Black-Scholes en retenant comme sous-jacent le dernier cours non affecté par l'annonce de l'Offre. À titre de sensibilité, en retenant un sous-jacent de 0,84 €, correspondant au Prix d'Offre des actions ordinaires et au cours de clôture à la Date d'Évaluation, la valeur du BSA ressortirait à 21 712 €, soit une prime du Prix d'Offre du BSA d'environ +4,6 %. Le Prix d'Offre du BSA couvre ainsi la valeur issue de nos travaux, y compris dans cette sensibilité favorable au porteur du BSA.

S'agissant du Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre, l'analyse d'équivalence économique (cf. § VI) démontre a fortiori que l'apport à l'Offre à 0,84 € procure aux actionnaires minoritaires des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire postérieure à la recapitalisation.

En conséquence, nous sommes d'avis que les conditions financières de l'Offre, soit 0,84 € par action et 22 700 € pour le BSA Harbert, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire au même prix, sont équitables pour les actionnaires minoritaires et le porteur du BSA d'Adeunis. Le Coup d'accordéon, opération connexe à l'Offre, ne comporte pas de disposition de nature à porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Cette Offre permet par ailleurs aux actionnaires minoritaires d'Adeunis d'accéder à une liquidité immédiate sur un titre dont l'étroitesse du flottant et l'atonie des échanges (cf. § IV.3.1) rendent en pratique toute cession significative difficile, et ce préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon. »

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

A l'exception des éléments mentionnés ci-dessous, l'Initiateur n'a pas connaissance d'accords et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre.

7.1. Opération de Coup d'accordéon

Le Conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion en date du 17 avril 2026, arrêté le principe d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, sous condition suspensive de la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant total (prime d'émission incluse) de l'ordre de 1,7 million d'euros, afin d'améliorer le niveau de ses capitaux propres.

L'opération de réduction de capital à zéro d'un montant de 1.378.662,00 euros serait réalisée par voie d'annulation des 4.595.540 actions de 0,30 euro de valeur nominale chacune composant le capital, afin d'apurer les pertes sociales cumulées à concurrence de ce même montant.

L'augmentation de capital serait réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au Prix de l'Offre, soit un prix de souscription de 0,84 euro par action. Webdyn a annoncé son intention de souscrire à titre irréductible à hauteur de sa quote-part au capital de la Société par compensation avec sa créance d'avance en compte courant sur la Société d'un montant de 1 227 milliers d'euros au 31 décembre 2025, et le cas échéant, par versement en espèces. L'augmentation de capital serait également garantie par Webdyn à hauteur de 100% afin de s'assurer de son succès.

Le Coup d'accordéon envisagé demeure conditionné (i) à l'approbation par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société, devant se réunir le 25 juin 2026, des résolutions nécessaires à sa mise en œuvre (ii) à la décision de conformité de l'AMF relative à l'Offre emportant également, dans l'hypothèse où la Société demeurerait cotée à l'issue de l'Offre, décision de dérogation ou de non-lieu au dépôt d'une offre publique obligatoire au titre du franchissement du seuil de 50 % mentionné à l'article 235-2 du règlement général de l'AMF résultant de la réalisation du Coup d'accordéon.

Le Coup d'accordéon serait réalisé après la clôture de l'Offre et avant la fin de l'année 2026, si la Société reste cotée (*i.e.* dans l'hypothèse où les conditions du Retrait Obligatoire ne sont pas remplies).

8. ELEMENTS CONCERNANT ADEUNIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

8.1. Structure du capital de la société

À la date du Projet de Note en Réponse, la structure du capital de la Société est telle décrite à la Section 1.2.2.2 (« Répartition du capital et des droits de vote de la Société ») du présent Projet de Note en Réponse.

Il est rappelé que l'Offre porte également sur le BSA émis le 28 octobre 2019 au bénéfice de la société HARBERT.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucune autre valeur mobilière ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et le BSA tels que décrits à la Section 1.1 (« Présentation de l'Offre et de l'Initiateur ») du présent Projet de Note en Réponse.

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 9.3 des statuts de la Société prévoit que : « *En outre, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant plus de 2%, 3%, 4%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 2/3 ou 90% du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai de 4 jours de bourse, avant clôture, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède.*

L'information mentionnée à l'alinéa précédent est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa.

En cas de non-respect de l'obligation statutaire, les actions excédant la fraction non déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration

d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 2% au moins du capital social ou des droits de vote. »

Droits de vote

A la date d'établissement du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre comportant des droits de vote multiples ou spéciaux.

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, ces dernières étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

8.3. Clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Les dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce ne sont pas applicables à la Société en ce que ses actions sont admises à la négociation sur Euronext Growth.

8.4. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la connaissance de la Société, et à la date du présent Projet Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 1.2.2.2 (« Répartition du capital et des droits de vote de la Société ») du Projet de Note en Réponse.

Aucune déclaration de franchissement de seuils légaux ou statutaires n'a été portée à la connaissance de la Société au cours des douze derniers mois.

8.5. Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

8.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

A la date d'établissement du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société et à la date d'établissement du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas de pactes et autres engagements signés entre actionnaires.

8.8. 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 résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 13 des statuts de la Société.

La société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Au cours de la vie sociale, les nominations d'administrateurs ou les renouvellements de fonctions sont décidés par l'assemblée générale ordinaire, sous réserve des dispositions légales relatives à la cooptation.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-dix ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de soixante-dix ans ne peut excéder le tiers des membres du Conseil d'administration. Si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire.

Au cours de la vie sociale, la durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années. Elle expire à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et qui est tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Chaque membre du Conseil d'administration doit satisfaire aux règles légales relatives, tant au cumul du nombre de sièges d'administrateur et de membre du conseil de surveillance de sociétés anonymes que peut accepter une même personne, qu'au cumul d'un mandat d'administrateur et d'un contrat de travail.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

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

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

8.10. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

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

Au-delà des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des délégations suivantes, accordées par les Assemblées Générales des actionnaires de la Société en date des 26 septembre 2024 et du 26 juin 2025 :

	Durée de l'autorisation	Prix d'émission des actions	Montant nominal maximal en euros	Utilisation de la délégation à la date des présentes
Assemblée générale du 26 septembre 2024				
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes (10 ^{ème} résolution)	26 mois	-	Dans la limite du montant des sommes pouvant être incorporées au capital à la date de l'augmentation de capital <i>Plafond indépendant</i>	Néant
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription (avec possibilité d'instaurer un délai de priorité) par offre au public à l'exception des offres visées au 1 ^o de l'article L.411-2 du code monétaire et financier (12 ^{ème} résolution)	26 mois	au moins égale à la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des trois dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission éventuellement diminuée d'une décote maximale de 20%.	Pour les actions : 800.000€ * Pour les titres de créances : 10.000.000 € **	Néant
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital à émettre, avec suppression de droit préférentiel de souscription par une offre au public visée au 1 ^o de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier (13 ^{ème} résolution)	26 mois	au moins égale à la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des trois dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission éventuellement diminuée d'une décote maximale de 20%.	Pour les actions : 700.000€ et dans la limite de 30% du capital par an * Pour les titres de créances : 10.000.000 € **	Néant

<p>Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet d'<u>attribuer gratuitement des actions existantes et/ou à émettre en faveur des salariés et mandataires sociaux</u> de la Société et de sociétés lui étant liées (2) (16^{ème} résolution)</p>	38 mois	-	<p>10 % du capital au jour de la décision de leur attribution par le conseil</p> <p><i>Plafond indépendant</i></p>	Néant
Assemblée générale du 26 juin 2025				
<p>Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, à des titres de capital à émettre avec maintien du droit préférentiel de souscription</p> <p>(7^{ème} résolution)</p>	26 mois	-	<p>Pour les actions : 1.300.000 €</p> <p>Pour les titres de créances : 10.000.000 €</p> <p><i>Plafonds indépendants</i></p>	Néant
<p>Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées (1)</p> <p>(8^{ème} résolution)</p>	18 mois	<p>au moins égal à la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des trois dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission éventuellement diminuée d'une décote maximale de 20%</p>	<p>Pour les actions : 500.000 € *</p> <p>Pour les titres de créances : 10.000.000€ **</p>	Néant
<p>Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires</p> <p>(9^{ème} résolution)</p>	26 mois	Au même prix que l'émission initiale	Dans la limite de 15 % du montant de l'émission initiale	Néant
<p>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 de 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</p>	26 mois	Le prix des actions à souscrire sera déterminé conformément aux méthodes indiquées à l'article L. 3332-20 du Code du travail	<p>0,5% du capital social apprécié au jour de la décision du Conseil d'administration</p> <p><i>Plafond indépendant</i></p>	Néant

(10 ^{ème} résolution)				
Autorisation à donner au Conseil d'Administration en vue d'annuler les actions rachetées par la société dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	24 mois		10% du capital social sur une période de 24 mois	Néant
(6 ^{ème} résolution)				

* plafond commun

** plafond commun

(1) la catégorie de personnes est la suivante :

- les sociétés industrielles ou commerciales du secteur de l'électronique, du numérique, de la « Smart city », ou du « Smart building » ayant réalisé un chiffre d'affaires consolidé annuel minimum de 10 millions d'euros au titre du dernier exercice clos précédant la décision du Conseil d'administration prise sur la base de la présente délégation ; ou
- les sociétés ou fonds d'investissement ou fonds gestionnaires d'épargne collective de droit français ou de droit étranger, ayant investi au cours des 24 derniers mois plus de 500.000 euros dans le secteur de l'électronique, du numérique, de la « Smart city », ou du « Smart building »

(2) L'attribution gratuite d'actions ordinaires de la Société, existantes ou à émettre, serait réalisée au profit :

- (i) des membres du personnel salarié de la société ou des sociétés qui lui sont liées directement ou indirectement au sens de l'article L. 225-197-2 du Code de commerce,
- (ii) et/ou des mandataires sociaux qui répondent aux conditions fixées par l'article L. 225-197-1 du Code de commerce.

8.11. Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle

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

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

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

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 feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ce document sera disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Adeunis (<https://www.adeunis-bourse.com/>) et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement Général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Adeunis SA
Représentée par son Président Directeur Général
Monsieur Hervé Bibollet

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

ANNEXE - RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

(voir ci-après)

* *
*



ATTESTATION D'ÉQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ADEUNIS ET
LE BON DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS
ÉMIS PAR CELLE-CI

Paris, le 16 juin 2026

Rapport établi à la suite de la désignation de SORGEM
Evaluation par le Conseil d'administration d'Adeunis, sur
proposition du comité ad hoc

Sommaire

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.	Présentation de l'Initiateur de l'Offre	5
2.	Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre	6
2.1	L'offre publique d'achat simplifiée de juillet 2024 (avec intention de retrait obligatoire).....	6
2.2	L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre	7
2.3	Motifs de l'Offre.....	8
2.4	Termes de l'Offre	10
3.	Fondement de la désignation de l'expert indépendant	10
4.	Définition du caractère équitable de l'Offre	11
II.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	12
1.	Présentation de SORGEM	12
2.	Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	15
3.	Déclaration d'indépendance.....	16
4.	Réserves	16
III.	PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ.....	17
1.	Historique	17
2.	Activités	20
2.1	Capteurs IIoT « Catalog Range & Services » (88% du CA 2025).....	21
2.2	Produits IIoT « Customized Product » (7% du CA 2025).....	22
2.3	Modules M2M (5% du CA 2025).....	22
3.	Marché et environnement concurrentiel.....	22
3.1	Un environnement IoT B2B structurellement porteur, tiré par le Smart Building.....	22
3.2	Le segment des capteurs IoT pour bâtiment : un marché atomisé et déflationniste	24
3.3	Synthèse : caractéristiques structurantes du segment	27
4.	Principales caractéristiques financières de la Société	28
4.1	Compte de résultat et investissements	29
4.2	Bilan économique	35
5.	Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	39
IV.	EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	41
1.	Méthodes et références écartées	41
1.1	Actualisation des dividendes	41
1.2	Référence à l'actif net comptable.....	41
1.3	Valeur liquidative	42
1.4	Méthode des comparables boursiers.....	43
1.5	Méthode des transactions comparables	45
1.6	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	45
2.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode retenue à titre principal).....	46
2.1	Principe.....	46

2.2	Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	47
2.3	Présentation des prévisions retenues	50
2.4	Estimation du taux d'actualisation.....	55
2.5	Conclusion sur la valeur	59
2.6	Analyses de sensibilité	60
2.7	Comparaison avec la valeur DCF issue de l'expertise Paper Audit (2024).....	62
3.	Références de valeur (à titre indicatif)	64
3.1	Référence au cours de bourse	64
3.2	Références aux transactions sur le capital de la Société.....	68
V.	EVALUATION DU BSA	72
1.	Caractéristiques contractuelles du BSA.....	72
2.	Évaluation.....	73
3.	Évolution par rapport à l'expertise Paper Audit (2024)	75
VI.	ACCORDS, OPERATIONS CONNEXES ET AUTRES ELEMENTS EXAMINES AU REGARD DE L'OFFRE	76
1.	Cadre réglementaire et périmètre de revue	76
1.1	Cadre réglementaire	76
1.2	Périmètre des éléments examinés.....	76
2.	Analyse du Coup d'accordéon	78
2.1	Description factuelle	78
2.2	Qualification réglementaire	79
2.3	Analyse d'équivalence économique entre l'Offre et une OPO théorique post-Coup d'accordéon	80
2.4	Options ouvertes aux actionnaires d'Adeunis dans le cadre de l'Opération	83
2.5	Examen des dispositions susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires	84
2.6	Conclusion.....	85
VII.	SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION	86
1.	Synergies identifiées par l'Initiateur	86
2.	Mise en perspective avec la précédente expertise de Paper Audit 2024	87
3.	Cas particulier des déficits reportables	88
4.	Coûts de cotation	89
5.	Synthèse	90
VIII.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	91
1.	Méthodes et références retenues	91
2.	Méthode DCF	91
3.	Référence au cours de bourse.....	92
4.	Références aux transactions sur le capital	93
5.	Évaluation du BSA	93
IX.	RÉPONSES AUX OBSERVATIONS D'UN ACTIONNAIRE MINORITAIRE.....	94
1.	Chronologie des échanges	94
2.	Analyse des observations reçues	94

X. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE..... 100

ANNEXE..... 104

1.	Programme de travail.....	104
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	105
3.	Informations et documents utilisés.....	106
4.	Calendrier de la mission.....	107
5.	Rémunération.....	107
6.	Lettre de mission.....	108

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

Webdyn, société par actions simplifiée au capital de 570 302 euros, dont le siège social est situé 24 rue des Gaudines, 78100 Saint-Germain-en-Laye, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 414 834 028 (ci-après « Webdyn » ou l'« Initiateur »), est une société française active dans les solutions de communication machine-to-machine et de connectivité IoT.

L'Initiateur est une filiale détenue à 100 % par Flexitron S.L., société de droit espagnol dont le siège social est situé 76, 3° A Belmonte de Tajo, 28019 Madrid (Espagne), enregistrée sous le numéro d'identification B82381013 (ci-après « Flexitron » ou le « Groupe »).

Basé à Madrid, Flexitron est un groupe consacré au développement d'entreprises de haute technologie spécialisées dans les systèmes IoT, les logiciels *Cloud* et l'équipement des taxis. Axé sur l'innovation, le Groupe consacre une part significative de ses revenus à la R&D.

Au sein du Groupe, Webdyn dispose aujourd'hui de bureaux en France, en Espagne, au Portugal et en Inde, ainsi que de partenaires de distribution dans plusieurs pays. Son portefeuille de produits s'adresse à des marchés verticaux tels que la gestion technique du bâtiment, le photovoltaïque, l'industrie et l'énergie.

À la date du Projet de note d'information, Webdyn détient 3 523 178 actions Adeunis (ci-après la « Société » ou « Adeunis ») représentant, à sa connaissance, 76,67 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

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

2.1 L'offre publique d'achat simplifiée de juillet 2024 (avec intention de retrait obligatoire)

À la suite du Transfert du Bloc de Contrôle intervenu le 15 décembre 2023, aux termes duquel Webdyn, filiale du groupe espagnol Flexitron, a acquis auprès des fonds TempoCap et Capital Export 1 222 933 actions Adeunis représentant 53,22 % du capital, au prix unitaire ferme de 0,175 € par action (avec complément de prix conditionnel), Webdyn a déposé, conformément aux dispositions des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique d'achat simplifiée (« OPAS ») visant l'ensemble des actions Adeunis et le BSA Harbert (ci-après le « BSA » ou le « BSA Harbert ») non détenus par elle, avec intention de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en cas d'atteinte des seuils requis.

Le Conseil d'administration d'Adeunis a, lors de sa réunion du 16 janvier 2024 et sur recommandation de son comité ad hoc, désigné le cabinet Paper Audit & Conseil, représenté par Monsieur Xavier Paper, en qualité d'expert indépendant chargé d'attester du caractère équitable des prix proposés, en application de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF.

Le prix initialement annoncé, fixé à 0,175 € par action en ligne avec le prix d'acquisition du bloc de contrôle, a été relevé à deux reprises par l'Initiateur préalablement au dépôt du projet d'Offre, le 29 janvier 2024 (0,399 € par action) puis le 9 avril 2024, date à laquelle il a été porté in fine à 0,45 € par action, le prix offert pour le BSA Harbert étant arrêté à 2 549 €.

Le projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 13 juin 2024. L'Offre a fait l'objet d'une décision de conformité de l'AMF en date du 9 juillet 2024, emportant visa n° 24-289 sur la note d'information de l'Initiateur, et s'est ouverte au cours de l'été 2024.

À l'issue de l'OPAS, la participation du Groupe Flexitron, via Webdyn, s'élevait à 71,50 % du capital et des droits de vote et n'avait donc pas atteint le seuil de 90 % requis par les articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF pour la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. La radiation des actions Adeunis du marché Euronext Growth Paris n'a pas pu intervenir à l'issue de cette opération.

L'OPAS de juillet 2024 s'inscrivait dans une architecture financière coordonnée, prévoyant la réalisation, postérieurement à la clôture de l'Offre, d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, bénéficiant d'un engagement de garantie de Webdyn, au prix unitaire de 0,45 €. Cette augmentation de capital a été réalisée le 28 février 2025 pour un montant brut total de 1 033 996,50 €,

par émission de 2 297 770 actions nouvelles, et a porté la participation de Webdyn à 76,67 % du capital d'Adeunis.

La persistance des pertes opérationnelles au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2025 (résultat net de (2 774) k€) a conduit à une nouvelle dégradation de la situation patrimoniale, les capitaux propres d'Adeunis devenant négatifs à hauteur de (1 596) k€ à la clôture de cet exercice. Cette situation, qui caractérise l'hypothèse visée par l'article L. 225-248 du Code de commerce, est à l'origine du projet de recapitalisation par voie de réduction de capital à zéro motivée par les pertes, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après le « Coup d'accordéon »), à l'origine du présent projet d'Offre et dont les modalités sont présentées en section VI.

2.2 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

À la connaissance de l'Initiateur, le capital social de la Société est, à la date du projet de note d'information, égal à 1 378 662,00 euros divisé en 4 595 540 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,30 euro chacune. Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société à cette même date.

Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du dépôt du projet de note d'information

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Webdyn	3 523 178	76,67 %	3 523 178	76,67 %
Auto-détention	26 979	0,59 %	26 979	0,59 %
Public	1 045 383	22,75 %	1 045 383	22,75 %
Total	4 595 540	100,00 %	4 595 540	100,00 %

Source : *Projet de note d'information de l'Initiateur.*

Notes :

- les actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, 2° du Code de commerce ;
- les droits de vote présentés sont les droits de vote théoriques, calculés en tenant compte des actions privées de droits de vote.

Postérieurement au dépôt du projet de note d'information, entre le 21 mai et le 15 juin 2026 inclus, CIC a procédé, pour le compte de l'Initiateur, à l'acquisition sur le marché de 216 856 actions Adeunis au prix de l'Offre, soit 0,84 € par action. À l'issue de ces acquisitions, l'Initiateur détient 3 740 034 actions, représentant 81,38 % du capital et des droits de vote de la Société. L'Offre vise désormais 828 527 actions déjà émises non détenues par l'Initiateur, hors actions auto-détenues, ainsi que le BSA Harbert. En cas d'exercice du BSA avant la clôture de l'Offre, l'Offre porterait également sur un maximum de 78 371 actions nouvelles, portant le nombre maximal d'actions susceptibles d'être visées par l'Offre à 906 898. Ces acquisitions, réalisées à un prix égal au prix de l'Offre, sont sans incidence sur notre appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

2.3 Motifs de l'Offre

Dans le projet de note d'information, les motifs de l'offre publique d'achat simplifiée volontaire (l'« Offre ») sont notamment détaillés comme suit :

« Basé à Madrid, Flexitron Group est un groupe consacré au développement d'entreprises de haute technologie spécialisées dans les systèmes IoT, les logiciels Cloud et l'équipement des taxis. Axé sur l'innovation, Flexitron Group consacre une part significative de ses revenus à la R&D, renforçant ainsi son expertise et sa proposition de valeur.

Au sein de Flexitron Group, la société Webdyn dispose aujourd'hui de bureaux en France, en Espagne, au Portugal et en Inde, ainsi que de partenaires de distribution dans plusieurs pays. Le portefeuille de produits s'adresse aux marchés verticaux tels que la gestion technique du bâtiment, le photovoltaïque, l'industrie et l'énergie.

L'Initiateur souhaite poursuivre l'intégration d'Adeunis au sein du groupe Flexitron, aux côtés de Webdyn, dans un contexte où la Société est fortement dépendante du soutien financier de l'Initiateur pour assurer la poursuite de son activité, afin de renforcer un ensemble spécialisé dans les solutions IoT et IIoT dédiées notamment au Smart Building, à la performance énergétique et à l'optimisation de la maintenance des équipements.

En conséquence de la constatation de capitaux propres négatifs à la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2025, la Société a annoncé le 17 avril 2026 un projet de Coup d'accordéon prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, ayant pour conséquence l'annulation de l'intégralité des actions existantes et des autres titres donnant accès au capital de la Société, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en vue d'améliorer le niveau de ses capitaux propres.

Dans ce contexte, l'Offre a pour principal but d'offrir aux actionnaires minoritaires une possibilité de liquidité préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon, en

particulier aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas, ou ne seraient pas en mesure, de participer aux opérations de recapitalisation de la Société par l'apport de nouveaux fonds propres, notamment dans le cadre du projet d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant d'environ 1,7 million d'euros.

L'Offre permettrait ainsi aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions avant leur annulation dans le cadre du projet de réduction de capital à zéro, à un prix faisant ressortir une prime de 15,9 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et de 19,1 % sur la moyenne pondérée des cours de bourse des 60 derniers jours de bourse précédant cette annonce.

Ainsi, les actionnaires minoritaires de la Société auraient, en pratique, trois possibilités :

- apporter leurs actions à l'Offre préalable initiée par l'Initiateur et bénéficier d'une liquidité immédiate au prix de l'Offre ;
- dans l'hypothèse où les conditions d'un Retrait Obligatoire ne seraient pas réunies à l'issue de l'Offre et où la Société demeurerait cotée, conserver leurs actions jusqu'à la réalisation du Coup d'accordéon et participer à l'augmentation de capital afin de détenir une participation dans la Société après le Coup d'accordéon ;
- dans cette même hypothèse, ni apporter leurs actions à l'Offre ni participer à l'augmentation de capital, auquel cas leurs actions seraient annulées sans indemnisation et ils perdraient leur qualité d'actionnaire.

L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de Retrait Obligatoire sur la Société à l'issue de l'Offre si les conditions sont réunies (voir section 1.2 « Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir »). Cette procédure de Retrait Obligatoire interviendrait, dans ce cas, avant la mise en œuvre du Coup d'accordéon. Dans cette hypothèse, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre se verraient verser une indemnisation dans le cadre du Retrait Obligatoire, au même prix que celui de l'Offre.

À défaut, si les conditions d'un Retrait Obligatoire n'étaient pas réunies et que la Société demeurerait cotée à l'issue de l'Offre, le Coup d'accordéon serait mis en œuvre après la clôture de l'Offre et avant la fin de l'année 2026, sous réserve de l'approbation des résolutions nécessaires par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société. Dans cette hypothèse, les actionnaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre verraient leurs actions annulées dans le cadre de la réduction de capital à zéro, sans indemnisation au titre de cette annulation. Ils ne demeureraient actionnaires de la Société à l'issue du Coup d'accordéon qu'à la condition de participer à l'augmentation de capital.

[...]

Ainsi, il est également demandé à l'AMF de constater (i) que le présent projet d'Offre, initié sur une base volontaire préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon afin de permettre aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une possibilité de liquidité avant l'annulation de leurs actions dans le cadre de la réduction de capital à zéro, s'inscrit dans le contexte d'une opération globale préalablement annoncée au marché, telle que décrite à la Section 1.1.2 « Contexte de l'Offre » ci-dessous, et en conséquence, (ii) que l'Offre répond aux conditions des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF relatives à la mise en œuvre d'une offre publique obligatoire du fait du franchissement à la baisse puis à la hausse du seuil de 50 % du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation du Coup d'accordéon. »

2.4 Termes de l'Offre

À la date du dépôt du projet de note d'information, l'Offre visait un nombre maximal de 1 123 754 actions, comprenant 1 045 383 actions déjà émises non détenues par l'Initiateur, hors actions auto-détenues, et jusqu'à 78 371 actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice du BSA. L'Offre visait également le BSA en circulation.

Compte tenu des acquisitions réalisées par l'Initiateur entre le 21 mai 2026 et le 15 juin 2026 inclus, portant sur 216 856 actions au prix de l'Offre, soit 0,84 € par action, l'Offre vise désormais un nombre maximal de 906 898 actions, comprenant 828 527 actions déjà émises non détenues par l'Initiateur, hors actions auto-détenues, et jusqu'à 78 371 actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice du BSA. L'Offre vise également le BSA en circulation. L'Offre est libellée à 0,84 € par action et à 22 700 € pour le BSA.

3. Fondement de la désignation de l'expert indépendant

Dans le projet de note d'information, notre désignation en qualité d'expert indépendant est décrite comme suit :

« La Société a constitué un comité ad hoc composé de trois membres dont une majorité d'indépendants, au sens de la recommandation n° 3 du Code Middlenext, au sein du Conseil d'administration. Le Conseil d'administration a donné pouvoir à ce comité ad hoc à l'effet de conduire le processus de désignation d'un expert indépendant. Dans le cadre de l'examen de la composition du comité ad hoc, l'AMF a demandé à la Société de lui soumettre la désignation de l'expert indépendant envisagé, en application de l'article 261-1-1, I et III, de son Règlement général.

En conséquence, la Société a proposé à l'AMF, en application des dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF, la nomination du cabinet SORGEM Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant. En l'absence d'opposition de l'AMF, le cabinet SORGEM Evaluation, représenté par

Monsieur Thomas Hachette, a été désigné en qualité d'expert indépendant le 21 avril 2026, à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du Règlement Général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel. »

La lettre de mission reçue de la Société et présentée en Annexe précise que la désignation de SORGEM Evaluation entre dans le champ de l'article 261-1, I, 1°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, à raison (i) du contrôle préalablement exercé par l'Initiateur sur la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, (ii) de l'existence d'une opération connexe à l'Offre susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix de celle-ci, le Coup d'accordéon, et (iii) du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions et BSA).

4. Définition du caractère équitable de l'Offre

Du point de vue de l'Initiateur, l'Offre, libellée à 0,84 euro par action Adeunis (ci-après le « Prix d'Offre ») et 22 700 euros pour le BSA, revêt un caractère volontaire et est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Chaque actionnaire minoritaire conserve la liberté d'apporter ou non ses titres à l'Offre.

Toutefois, dans l'hypothèse où les conditions de mise en œuvre d'un retrait obligatoire seraient remplies à l'issue de l'Offre, les actions et le BSA qui n'auraient pas été apportés à l'Offre seraient transférés à l'Initiateur, en application des articles L. 433-4, II et III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, moyennant une indemnisation en numéraire égale aux prix de l'Offre (soit 0,84 euro par action et 22 700 euros pour le BSA).

Par ailleurs, le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un Coup d'accordéon expressément qualifié d'opération connexe au sens de l'article 261-1, I, 4° du Règlement général de l'AMF, et porte simultanément sur des instruments financiers de catégories différentes (actions et BSA) au sens de l'article 261-1, I, 5° du même règlement.

Dans ce contexte, notre mission consiste, conformément à l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF, (i) à apprécier le caractère équitable du prix offert aux actionnaires d'Adeunis et du prix offert au porteur du BSA Harbert, au regard d'une analyse multicritère de la valeur intrinsèque de la Société et de ses titres, et (ii) à examiner si le Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre, ne comporte pas de dispositions susceptibles de remettre en cause cette équité ou de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

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

1. Présentation de SORGEM

SORGEM est une société de conseil en finance d'entreprise qui effectue des interventions dans les domaines suivants :

- les évaluations financières ;
- le support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) ;
- le conseil en ingénierie financière ;
- les services transactionnels (Due Diligences financières) ;
- le conseil en stratégie.

SORGEM dispose d'une équipe de plus de 30 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation et d'expertises économiques et financières dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux) aussi bien pour des grands groupes internationaux que pour le compte de PME/PMI.

SORGEM apparaît comme l'un des acteurs majeurs en Evaluation et Litigation Support, d'après les derniers classements Décideurs, dans lesquels elle est classée dans onze rubriques « incontournable » ou « excellent ».

SORGEM comprend quatre associés : Alban Cabanis, Thomas Hachette, Claire Karsenti et Maurice Nussenbaum. Elle est présidée par Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, SORGEM Evaluation a notamment produit les attestations d'équité listées en page suivante.

*Attestation d'équité concernant l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Adeunis
et le bon de souscription d'actions émis par celle-ci*
Rapport SORGEM Évaluation

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN / SIFCA	ODDO
Déc-19	OPR-RO	AFONE PARTICIPATIONS	FL FINANCE / AWYS	SODICA
Nov-20	OPAS-RO	ADVENIS	INOVALIS	KEPLER CHEUVREUX
Jan-21	OPAS-RO	AMPLITUDE SURGICAL	AURORALUX (PAI)	ROTHSCHILD&Co
Avr-21	OPAS-RO	SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS	CASIGRANGI	ODDO
Oct-21	OPR-RO	TESSI	PIXEL HOLDING	SOCIETE GENERALE
Fév-22	OPR-RO	MUSEE GREVIN	COMPAGNIE DES ALPES	SODICA
Mai-22	OPAS-RO	HIOLLE INDUSTRIES	HIOLLE DEV.	LCL
Déc-22	OPA	ATARI	IRATA LLC	ROTHSCHILD&Co
Mars-23	(1)	EDITIS	NA	NA
Juin-23	(2)	ORPEA	NA	NA
Jan-24	OPR-RO	EURO RESSOURCES	IAMGOLD FRANCE	NATIXIS
Jan-24	(3)	CASINO	NA	NA
Juin-24	OPAS-RO	TTI	CITIZEN PLANE	ODDO
Sept-24	(4)	ATOS	NA	NA
Oct-24	OPA	LEXIBOOK	DOODLE	GILBERT DUPONT
Nov-24	OPR-RO	ALPHA MOS	AMBROSIA / JOLT	ODDO BHF
Déc-24	Augmentation de capital réservée & OPAS-RO	UTI GROUP	E EKEM GROUP	SOCIETE GENERALE
Fév-25	Rachat hors marché d'un bloc d'actions	ICAPE	NA	NA
Oct-25	Offre publique mixte	VOGO	ABEO	CM CIC
Oct-25	OPAS	AGROGENERATION	NOVAAGRO	ODDO
En cours	OPAS	ENTREPRENDRE	DANAE	SWISS LIFE BANQUE PRIVEE
En cours	OPR-RO	SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL	SOCIETE MUTUELLE D'ASSURANCE DU BATIMENT ET DES TRAVAUX PUBLICS ET LA SOCIETE MUTUELLE D'ASSURANCE SUR LA VIE DU BATIMENT ET DES TRAVAUX PUBLICS AGISSANT DE CONCERT AVEC LES SOCIETES SMA SA ET IMPERIO ASSURANCES ET CAPITALISATION	PORTZAMPARC

(1) : Expertise indépendante dans le cadre de la cotation envisagée d'EDITIS, finalement annulée

(2) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe Orpea

(3) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe Casino

(4) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe Atos

SORGEM est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général.

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

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

La présente mission a été réalisée par :

- Thomas Hachette, Associé de SORGEM Evaluation. Il est Expert en économie et finance près la cour d'appel de Paris et auprès des cours administratives d'appel de Paris et Versailles. Il est diplômé de l'EDHEC. Il enseigne ou a enseigné à l'EDHEC, KEDGE, la DFCG et HEC. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, Allianz (Munich), KPMG Corporate Finance et SORGEM Evaluation. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants). Il dirige l'Observatoire SORGEM des attestations d'équité ;
- Simon Aglaghanian, Directeur de mission. Diplômé du Master 225 Corporate Finance & Financial Engineering de l'Université Paris Dauphine-PSL, au sein duquel il enseigne également l'évaluation financière, il totalise dix années d'expérience professionnelle partagées entre (i) l'évaluation financière et le litigation support au sein de SORGEM Évaluation et (ii) le conseil en fusions et acquisitions chez BNP Paribas ;
- Clémentin Domagala, Consultant junior, diplômé du Master 229 (Audit and Financial Advisory) de l'Université Paris Dauphine-PSL.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de SORGEM. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, professeur émérite de l'Université Paris Dauphine-PSL, fondateur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière ». Il est Expert financier près les cours administratives d'appel de Paris et de Versailles, expert financier près la cour d'appel de Paris (h), agréé par la Cour de cassation (h), expert du Club des juristes, ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de cassation, et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), dont SORGEM Evaluation est membre.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du Règlement général de l'AMF, SORGEM atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'elle avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

SORGEM n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

4. Réserves

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

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

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

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur des titres de la Société au 5 juin 2026 (ci-après la « Date d'Évaluation »). Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ

1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-après¹ :

Année	Événements
2000	<ul style="list-style-type: none">constitution de la Société en 2000 ; positionnement initial sur la conception, la fabrication et la commercialisation de produits et solutions de communication radiofréquence sans fil pour les marchés Machine to Machine industriels ;
2001	<ul style="list-style-type: none">début effectif de l'activité au 1er juillet et installation du siège social au 283, rue Louis Néel, Parc Technologique Pré Roux à Crolles, près de Grenoble ;
2005	<ul style="list-style-type: none">après 3 années de R&D, premier appel d'offres remporté pour fournir les produits de communication audio aux arbitres du championnat français de football ; lancement commercial de la marque Vokkero®, systèmes de communication radio pour équipes mobiles ;
2006	<ul style="list-style-type: none">Vokkero® équipe les arbitres de la Coupe du Monde de football (Allemagne), début d'une présence ininterrompue de la marque sur les trois Coupes du Monde suivantes ;mise en location-gérance, à compter du 1er juillet, de la branche d'activité « bureau d'études » se rapportant au développement et à l'industrialisation de produits électroniques et radiofréquence ;
2011	<ul style="list-style-type: none">entrée du fonds A Plus Finance au capital ; développement consécutif d'une gamme complète d'Automatic Meter Reading (relevé de compteurs à distance) ;
2014	<ul style="list-style-type: none">début d'année : la Société remporte un appel d'offres Automatic Meter Reading majeur en France ;septembre : levée de fonds de 2,5 M€ auprès du fonds Capital Export pour financer l'accélération internationale ;
2015	<ul style="list-style-type: none">lancement de l'activité IoT Data (gamme Adeunis®), capteurs connectés, solutions packagées et services pour les marchés du <i>Smart Building</i>, de la <i>Smart Industry</i> et de la <i>Smart City</i>, sur les nouveaux réseaux bas-débit (LoRa, Sigfox, W-MBus) ;
2016	<ul style="list-style-type: none">entrée de TempoCap parmi les actionnaires financiers de référence ;

¹ Sources : rapports financiers annuels Adeunis 2022 à 2025 ; projet de note d'information établi par Webdyn déposé auprès de l'AMF le 21 mai 2026 ; note en réponse Adeunis et rapport d'expertise indépendante Paper Audit & Conseil relatifs à l'OPAS 2024 ; communiqués Adeunis et documents juridiques publics.

2017	<ul style="list-style-type: none">• 16 octobre : introduction en Bourse sur Euronext Growth Paris (code ISIN FR0013284627, mnémonique ALARF) au prix de 10,11 € par action, levée brute de 7,449 M€ ; 2 182 960 actions composent le capital, capitalisation initiale de 22,1 M€ et flottant de 29% ; mise en place d'un contrat de liquidité de 200 000 € avec CM-CIC Market Solutions ;
2018	<ul style="list-style-type: none">• enrichissement des gammes IoT Data ; extension de l'offre Vokkero® avec les modèles GUARDIAN (industrie), SQUADRA VARSITY (sport universitaire) et GUARDIAN C2C (football américain) ; Vokkero® équipe les arbitres de la Coupe du Monde de football en Russie, avec une prestation incluant la liaison vers les arbitres VAR à Moscou ;
2019	<ul style="list-style-type: none">• 24 avril : émission d'obligations ordinaires au profit de Harbert European Growth Capital Fund II ;• 17 septembre : annonce du projet de cession de l'activité Vokkero® à VOGO (start-up montpelliéraine) pour 6,5 M€, dans le cadre d'une scission stratégique visant à recentrer la Société sur l'IIoT ;• 28 octobre : nomination de Frank Fischer en qualité de Président-Directeur Général ; émission d'un BSA au profit de Harbert (souscription maximale globale de 240 000 €, échéance au 28 octobre 2029) ;• 31 octobre : finalisation de la cession de Vokkero® à VOGO ; la Société devient totalement désendettée et concentre désormais son activité sur l'IIoT industriel ;• 25 novembre : annonce de l'objectif d'une « croissance profitable pour tendre vers un EBE à l'équilibre en mars 2021 » et lancement d'une recherche d'adossement industriel ;
2020-2022	<ul style="list-style-type: none">• recherche infructueuse d'un partenaire industriel ; impacts de la crise sanitaire Covid-19, de la pénurie mondiale de composants électroniques et des perturbations des chaînes logistiques ; lancement des projets stratégiques 5G et RENEW (refonte des plateformes techniques) ;
2022	<ul style="list-style-type: none">• 10 novembre : démission de Frank Fischer de ses mandats ; Jean-Luc Baudouin lui succède comme Président-Directeur Général ;
2023	<ul style="list-style-type: none">• 3 novembre : lettre d'offre indicative préliminaire adressée par Flexitron Group (groupe espagnol basé à Madrid, propriétaire de Webdyn) aux cédants TempoCap et Capital Export ;• décembre : signature du protocole-cadre de cession d'actions avec TempoCap (2 LP, 2S LP) et Capital Export ; communiqué actant la situation de trésorerie ne permettant plus la poursuite de l'activité sans apport de liquidité ; réalisation du Transfert du Bloc de Contrôle : Webdyn acquiert 1 222 933 actions, soit 53,22% du capital, au prix ferme de 0,175 € (avec complément de prix conditionnel) ; Hervé Bibollet devient Président-Directeur Général, cooptation de Nuria

Vilallonga Gonzalez et José María Vilallonga Presas comme administrateurs ;
suspension du contrat de liquidité avec CIC ;

-
- | | |
|------|---|
| 2024 | <ul style="list-style-type: none">• 10 janvier : avance en compte courant d'actionnaire de 700 K€ consentie par Webdyn ;• 16 janvier : désignation du cabinet Paper Audit & Conseil (Xavier Paper) en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration, sous condition suspensive de la non-opposition de l'AMF, intervenue le 31 janvier ;• 29 janvier puis 9 avril : améliorations successives du prix de l'OPAS, porté en définitive à 0,45 € par action (et 2 549 € pour le BSA Harbert) ;• 13 juin : dépôt du projet de note d'information de Webdyn auprès de l'AMF ; lancement de l'OPAS à l'été 2024, à l'issue de laquelle Webdyn détient 71,50 % du capital ;• 26 septembre : Assemblée Générale Mixte décide la modification de la date de clôture de l'exercice social, désormais fixée au 31 décembre (exercice 2024 d'une durée exceptionnelle de 9 mois), et la réduction de la valeur nominale des actions de 0,50 à 0,30 € ; |
| 2025 | <ul style="list-style-type: none">• 28 février : augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, intégralement souscrite (y compris au titre de l'engagement de garantie de Webdyn), pour un montant brut de 1 033 996,50 €, par émission de 2 297 770 actions nouvelles au prix de 0,45 € ; capital social porté à 1 378 662 € pour un total de 4 595 540 actions ; Webdyn porte sa participation à 76,67% du capital ;• 26 juin : Assemblée Générale, constatant que les capitaux propres sont devenus inférieurs à la moitié du capital social, décide de poursuivre l'activité de la Société ; |
| 2026 | <ul style="list-style-type: none">• 17 avril : le Conseil d'administration arrête le principe d'un « coup d'accordéon » (réduction de capital à zéro motivée par des pertes, sous condition suspensive d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (« DPS ») d'environ 1,7 M€, bénéficiant d'un engagement de souscription de Webdyn portant sur 100 % de son montant, au prix de 0,84 €/action) ; Webdyn annonce simultanément son intention de déposer un projet d'OPAS volontaire préalable à 0,84 € par action, susceptible d'être suivi d'un retrait obligatoire et d'une fusion-absorption d'Adeunis par Webdyn. |
-

2. Activités²

Adeunis est une société française spécialisée dans la conception et la commercialisation de capteurs et solutions IoT sans fil dédiés aux marchés professionnels du *Smart Building* (à titre principal), de la *Smart Industry* et de la *Smart City*. Son offre permet à ses clients, principalement des grands comptes, de capter, transmettre et valoriser les données nécessaires au pilotage énergétique des bâtiments tertiaires, à la qualité de l'air et à la maintenance connectée des équipements techniques. Adeunis adresse essentiellement le marché de la rénovation des bâtiments tertiaires.

Principales caractéristiques de l'activité :

- Effectif : 24 collaborateurs, regroupés sur un site unique à Crolles (Isère, près de Grenoble) ;
- R&D : environ 40% de l'effectif (3 axes : efficacité énergétique des bâtiments, qualité de l'air et ventilation, maintenance connectée) ;
- Modèle commercial : 100% B2B, dont 44% en direct (grands comptes) et 56% via distributeurs ;
- Modèle industriel : conception interne, sans outil de production propre, fabrication sous-traitée à un nombre restreint de sous-traitants industriels (modèle « fables ») ;
- Statut : société soutenue par Bpifrance (plusieurs prêts à l'innovation, dont le programme Souveraineté 5G de France Relance), cotée sur Euronext Growth Paris (ALARF).

Répartition du CA 2025 par segment

Segment	Part du CA
IIoT « <i>Catalog Range & Services</i> »	88 %
IIoT « <i>Customized Product</i> »	7 %
Modules M2M	5 %

Source : rapport financier annuel Adeunis 2025.

² Sources : rapports financiers annuels Adeunis 2024 et 2025 ; projet de note d'information établi par Webdyn déposé auprès de l'AMF le 21 mai 2026 ; site institutionnel Adeunis ; informations communiquées par la Société ; analyses SORGEM Evaluation.

Répartition du CA 2025 par géographie

Zone géographique	Part du CA
France	64 %
Europe (UE) hors France	26 %
Reste du monde	10 %

Source : rapport financier annuel Adeunis 2025.

L'activité est organisée autour de trois segments :

- les capteurs IIoT « *Catalog Range & Services* » (§ 2.1) ;
- les produits IIoT « *Customized* » sur-mesure (§ 2.2) ;
- les modules M2M, activité historique en désengagement (§ 2.3).

2.1 Capteurs IIoT « *Catalog Range & Services* » (88% du CA 2025)

Ce segment, qui constitue le cœur du modèle d'Adeunis, regroupe une gamme de capteurs standards « sur étagère » dédiés à la digitalisation des bâtiments, complétée d'une offre de services associés.

Les capteurs couvrent quatre familles d'usage : la mesure de consommation (eau, électricité, calories), la mesure environnementale (température, hygrométrie, qualité d'air, luminosité), la détection (présence, mouvement, contacts secs) et l'interfaçage de capteurs industriels (entrées 0-10V et 4-20mA). Les produits sont déclinés selon une approche technologique agnostique sur l'ensemble des protocoles de communication radio bas-débit du marché : LoRaWAN, Sigfox, NB-IoT et LTE-M.

La gamme a été intégralement renouvelée au cours des derniers exercices au travers de deux programmes structurants : le projet RENEW (refonte de la gamme LoRa vers une conception plus frugale et une différenciation retardée des produits) et le projet cellulaire IoT (cinq nouveaux produits NB-IoT / LTE-M basse consommation, conçus et fabriqués en France avec composants européens, commercialisables sur toutes les zones du monde).

L'offre est complétée par un volet services : expertise (formation, *radio mapping* pour déploiement de réseaux privés LoRa, gestion des abonnements aux réseaux), plateformes digitales de configuration et de supervision (notamment KARE+ pour la mise à jour à distance des flottes), et ingénierie de développement.

La commercialisation cible prioritairement les grands comptes engagés dans des projets de déploiement à grande échelle pour la gestion d'énergie des bâtiments tertiaires, dynamique soutenue par le cadre réglementaire européen et français détaillé en §3 *infra*.

2.2 Produits IIoT « Customized Product » (7% du CA 2025)

Ce segment correspond à la production de capteurs sur-mesure répondant à des cahiers des charges spécifiques de clients OEM, avec un accompagnement complet sur le cycle de vie produit (conception, industrialisation, mise en service).

L'activité a fait l'objet d'une rationalisation marquée depuis plusieurs exercices, recentrée sur les projets répondant à des critères de rentabilité et présentant un intérêt stratégique de développement. Les clients de ce segment sont des industriels du tertiaire et de l'énergie, dont des grands acteurs européens de l'équipement électrique et du comptage.

2.3 Modules M2M (5% du CA 2025)

Il s'agit de l'activité historique d'Adeunis, héritée de sa période radiofréquence des années 2000 : vente de modules de communication M2M (*Machine to Machine*) en marque blanche pour le compte de tiers (activité OEM).

Confrontée à la concurrence de pays à bas coûts, cette activité fait l'objet d'un désengagement progressif depuis la cession de Vokkero en 2019, sans investissement technologique ou commercial particulier. Adeunis assure la continuité du service à ses clients historiques ; le chiffre d'affaires de ce segment est en baisse continue depuis plusieurs exercices, sans visée stratégique.

3. Marché et environnement concurrentiel³

3.1 Un environnement IoT B2B structurellement porteur, tiré par le Smart Building

3.1.1. Cadrage du marché mondial de l'IoT B2B

Le marché mondial de l'Internet des Objets (« IoT ») connaît une croissance soutenue. Le parc mondial d'objets connectés est estimé à 21,1 milliards d'unités fin 2025, en progression de 14 % sur un an, et devrait atteindre 39 milliards en 2030, soit un taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») de 13,2 % sur la période. En valeur, les dépenses mondiales en solutions IoT sont projetées à plus de 1 000 Md\$ en 2026, avec un TCAM 2023-2027 de 10,4 %. La zone Europe représente de l'ordre de 260 Md\$ de dépenses IoT en 2024, devant atteindre près de 368 Md\$ en 2027.

Le segment « entreprise » (B2B) constitue le principal moteur de cette croissance. Les dépenses des entreprises ont progressé de 10 % en 2024, avec une surperformance

³ Sources : projet de note d'information établi par Webdyn déposé auprès de l'AMF le 21 mai 2026 ; études de marché et sources sectorielles publiques (IoT Analytics, IDC, Mordor Intelligence, Market Data Forecast, Frost & Sullivan, McKinsey, Omdia, Fortune Business Insights, Grand View Research, GSA) ; textes et statistiques publics ; communications d'acteurs du secteur.

marquée des logiciels et services *cloud* par rapport aux équipements *hardware*, dont la dynamique a été nettement plus contrainte. La connectivité cellulaire IoT représente 22 % des connexions IoT mondiales avec une croissance de 16 % sur l'année 2024, tandis que le marché des *chipsets* cellulaires IoT devrait passer de 4,1 Md\$ en 2024 à 14,1 Md\$ en 2030 (TCAM 23 %).

3.1.2. *Le Smart Building, premier vertical de déploiement européen*

Le *Smart Building* constitue l'un des principaux verticaux d'application de l'IoT en Europe. Le marché mondial du *Smart Building* est estimé à 139,4 Md\$ en 2025 et devrait atteindre 309,6 Md\$ en 2030, soit un TCAM de 17,3 %. Le segment plus spécifique des capteurs *Smart Building* affiche une croissance encore plus marquée, à un TCAM de 26 % jusqu'en 2028.

Cette dynamique est portée par un cadre réglementaire européen contraignant. La directive (UE) 2024/1275 du 24 avril 2024 (« EPBD recast »), entrée en vigueur le 28 mai 2024, impose la rénovation des 16 % des bâtiments non résidentiels les moins performants d'ici 2030, puis 26 % d'ici 2033, et la construction de bâtiments à émissions nulles (« ZEB ») pour toute construction neuve à compter de 2030. Elle prévoit également le déploiement de systèmes d'automatisation et de contrôle (« BACS ») pour les bâtiments non résidentiels dotés de systèmes de chauffage ou de climatisation de puissance supérieure à 290 kW avant fin 2024, puis abaissés à 70 kW avant fin 2029 au niveau de la directive. La directive prévoyait une transposition dans les droits nationaux au plus tard le 29 mai 2026 ; les échéances effectivement retenues en droit français, qui diffèrent de celles de la directive, sont détaillées au §3.1.3 *infra*.

3.1.3. *Le marché français : retard de pénétration et demande structurellement portée par la réglementation*

La France présente un retard de pénétration de l'IoT en entreprise par rapport à la moyenne européenne. Selon les dernières données publiées d'Eurostat (vague 2021), 22 % des entreprises françaises utilisaient des objets connectés contre 29 % en moyenne dans l'Union européenne à 27. La maturité d'usage augmente avec la taille de l'entreprise (48 % des grandes entreprises au niveau UE-27) et l'intensité énergétique du secteur (46 % dans l'énergie, 36 % dans l'hébergement). L'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (« ARCEP ») dénombrait par ailleurs 25,7 millions de cartes SIM Machine-to-Machine actives en France au quatrième trimestre 2025, en progression sur quatre trimestres consécutifs.

Plus structurel encore, le cadre réglementaire français crée une demande de fond pour les capteurs et systèmes de pilotage des bâtiments tertiaires. Le décret n° 2019-771 du 23 juillet 2019 (« décret tertiaire ») impose aux bâtiments à usage tertiaire de plus de 1 000

m² une réduction de leur consommation énergétique de 40 % en 2030, 50 % en 2040 et 60 % en 2050 par rapport à une année de référence. Selon le bilan de l'Agence de la transition écologique (« ADEME ») publié en septembre 2024, plus de 50 % de la surface du parc tertiaire français (soit près de 600 millions de m²) a été déclarée sur la plateforme OPERAT, témoignant d'une mise en œuvre désormais effective de l'obligation. Le parc tertiaire représente 17 % de la consommation finale d'énergie en France.

Le décret n° 2020-887 du 20 juillet 2020 (« décret BACS ») impose en outre l'installation de systèmes d'automatisation et de contrôle dans les bâtiments tertiaires existants. Pour les bâtiments de plus de 290 kW de puissance CVC, l'échéance était fixée au 1er janvier 2025 ; pour le segment 70-290 kW, l'échéance initiale du 1er janvier 2027 a été reportée au 1^{er} janvier 2030 par le décret n° 2025-1343 du 26 décembre 2025, publié au Journal officiel du 27 décembre 2025. Selon le Serce, seulement 16 % des bâtiments tertiaires de plus de 1 000 m² seraient à ce jour équipés d'un système de gestion technique du bâtiment (« GTB »), ce taux atteignant 84 % pour les bâtiments de plus de 20 000 m² mais chutant à 32 % pour les surfaces 10 000-20 000 m². Cet écart traduit un potentiel d'équipement résiduel important sur les bâtiments de taille intermédiaire, qui constituent précisément le cœur de cible des fabricants de capteurs IoT pour bâtiment.

3.2 Le segment des capteurs IoT pour bâtiment : un marché atomisé et déflationniste

3.2.1. Positionnement sur la chaîne de valeur

La chaîne de valeur IoT s'articule en quatre couches successives : (i) les capteurs et équipements terminaux (« devices »), (ii) la connectivité, (iii) les plateformes d'agrégation et de traitement de données, et (iv) les applications et services finaux. Cette structuration tend à concentrer la valeur et la marge sur les plateformes, logiciels et services finaux davantage que sur les seuls équipements matériels.

Cette structure de chaîne de valeur explique l'asymétrie de rentabilité entre les acteurs : les grands éditeurs logiciels et opérateurs de plateformes (Schneider Electric *EcoStruxure*, Siemens *Building X*, Honeywell *Forge*) captent l'essentiel de la marge brute du système, là où les fabricants de capteurs *hardware* demeurent exposés à une logique d'érosion structurelle de leurs prix unitaires.

3.2.2. Cartographie concurrentielle

Le segment des capteurs IoT pour bâtiment est atomisé et caractérisé par l'absence de leader européen consolidé. Quatre catégories d'acteurs y interviennent, aux modèles économiques et aux tailles très hétérogènes :

Catégorie	Exemples d'acteurs	Caractéristiques principales
Pure players européens	Kerlink, Atim, Watteco, Nexelec, Enless Wireless (France) ; Elvaco (Suède)	PME et ETI, généralement non cotées (à l'exception de Kerlink), chiffres d'affaires unitaires majoritairement inférieurs à 30 M€. Différenciation par la spécialisation produit (qualité d'air, sous-comptage, GTB) ou par l'intégration matériel-logiciel. Kerlink, société française cotée, a réalisé un chiffre d'affaires de 11,7 M€ en 2024.
Entrants asiatiques	Milesight, (Chine) Dragino	Industriels intégrés de plus de 500 collaborateurs, déployant une stratégie « <i>design to cost</i> » sur l'ensemble du catalogue de capteurs <i>Smart Building</i> . Milesight, créé en 2011, employait plus de 700 personnes en 2022 dont 56 % en R&D, et a été distingué par Frost & Sullivan parmi les principaux innovateurs du segment des capteurs <i>Smart Building</i> (Frost Radar™ <i>Smart Building Sensors</i> , 2025).
Opérateurs télécoms	Orange Business, Bouygues Telecom, Deutsche Telekom IoT	Positionnement principalement sur la couche connectivité (LoRaWAN, NB-IoT, LTE-M), avec une exposition aux évolutions de la connectivité cellulaire IoT, mais commercialisation également d'équipements terminaux et de plateformes, en concurrence indirecte avec les fabricants.
Industriels du bâtiment et de la GTB	Schneider Electric, Siemens, Legrand	Acteurs de très grande taille (Schneider Electric : 40,2 Md€ de chiffre d'affaires en 2025 ; Siemens Smart Infrastructure : 23,0 Md€ (exercice clos le 30 septembre 2025) ; Legrand : 9,5 Md€ en 2025) captant la valeur sur les couches plateforme et système. Constituent à la fois des clients potentiels (intégration de capteurs tiers) et des concurrents (gammes propres).

Cette fragmentation, combinée à l'absence d'effet de taille des acteurs européens face aux entrants asiatiques, traduit une dynamique concurrentielle structurellement défavorable aux *pure players* de capteurs.

3.2.3. Dynamique de prix et logique « *design to cost* »

La pression-prix exercée par les entrants asiatiques constitue le facteur déflationniste structurant du segment. À titre d'illustration, sur la base de prix publics relevés auprès de distributeurs européens spécialisés en mai 2026, un capteur de température et d'humidité LoRaWAN Milesight (référence EM300-TH) est commercialisé à 66 € HT, à un niveau désormais aligné, à 10 € près, avec les capteurs d'entrée de gamme des fabricants français comme Nexelec (référence FEEL X580LS à 59 € HT). Cet alignement de prix, intervenu en quelques années, contraint l'ensemble des fabricants européens à une logique « *design*

to cost » qui pèse sur les marges brutes et les capacités de monétisation des investissements de recherche et développement.

La distribution des fabricants asiatiques est par ailleurs désormais largement établie en Europe via des réseaux de revendeurs spécialisés *Smart Building*, ce qui a accéléré la convergence des prix de catalogue sur l'ensemble de la gamme, capteurs de présence, qualité d'air, sous-comptage énergétique, ouverture.

3.2.4. *Fragmentation des protocoles radio et reconfiguration du paysage de connectivité*

L'écosystème de connectivité des capteurs bas débit pour le bâtiment demeure fragmenté. Pour les cas d'usage adressés par Adeunis, les technologies principalement pertinentes sont LoRaWAN, Sigfox pour les bases installées, NB-IoT et LTE-M. Selon les architectures de comptage et de sous-comptage, le marché du bâtiment recourt également à des standards adjacents tels que Wireless M-Bus / OMS. Des alternatives LPWAN comme mioty peuvent également être rencontrées. Matter relève, quant à lui, davantage de l'interopérabilité IP entre équipements et écosystèmes du bâtiment connecté que d'une technologie LPWAN comparable.

Cette fragmentation contraint les fabricants à maintenir plusieurs variantes radio ou protocolaires selon les cas d'usage, les pays, les réseaux disponibles et les choix d'architecture retenus par les clients. Elle s'est accompagnée en France d'une reconfiguration de l'offre opérateur sur les deux dernières années :

- l'arrêt en décembre 2024 du réseau LoRaWAN d'Objenious (filiale de Bouygues Telecom), jusqu'alors second réseau LoRaWAN public français, laisse Orange Business comme unique opérateur public LoRaWAN national, avec un engagement annoncé « au-delà de 2027 » ;
- les entités françaises d'UnaBiz, opérateur singapourien repreneur de Sigfox en avril 2022, ont été placées en redressement judiciaire pour la seconde fois en septembre 2025 par le Tribunal de commerce de Toulouse, malgré 36 M€ injectés depuis 2022 et une base installée déclarée de 15 millions d'objets connectés, ce qui fait peser une incertitude sur la pérennité à moyen terme du protocole ;
- sur le segment cellulaire, NB-IoT et LTE-M sont déployés sur l'ensemble du territoire français par Orange et Bouygues Telecom depuis 2022-2023 et constituent les principales technologies cellulaires bas débit pertinentes pour les capteurs longue autonomie.

La 5G RedCap doit être appréhendée comme une technologie cellulaire 5G d'intérêt prospectif pour des usages IoT à exigences intermédiaires en débit ou en latence. Elle ne

constitue pas, à ce stade, une technologie cœur pour les capteurs bas débit d'efficacité énergétique du bâtiment.

Cette fragmentation et son évolution récente pénalisent les fabricants de capteurs de plusieurs manières : démultiplication des variantes à maintenir, allongement des cycles de décision des clients, risque résiduel d'actifs échoués sur les bases installées Sigfox et nécessité d'adapter les gammes aux standards effectivement retenus dans les architectures de comptage, de GTB et de supervision énergétique.

3.3 Synthèse : caractéristiques structurantes du segment

Trois caractéristiques structurelles du marché des capteurs IoT pour *Smart Building* ressortent des éléments factuels et chiffrés exposés ci-dessus :

- un marché sous-jacent porteur, dont la valeur économique se déplace en aval de la chaîne. Le *Smart Building* constitue un vertical d'application de l'IoT à forte croissance (TCAM de l'ordre de 17 à 19 % à horizon 2030-2033), structurellement soutenu par le triptyque réglementaire européen (EPBD recast 2024) et français (décret tertiaire, décret BACS). La captation de marge se concentre toutefois sur les couches plateforme, logiciel et services, au détriment des fabricants de capteurs *hardware* ;
- un segment matériel atomisé, déflationniste et sans champion européen consolidé. La fragmentation des *pure players* européens, leur taille modeste comparée aux entrants asiatiques (Milesight) et aux géants intégrés de la GTB (Schneider Electric, Siemens, Legrand), et la pression-prix « *design to cost* » qui en résulte, érodent structurellement la rentabilité du segment ;
- un environnement technologiquement instable, marqué par une reconfiguration de l'offre de connectivité en France sur 2024-2025. L'arrêt du réseau Objenious, le second redressement judiciaire d'UnaBiz/Sigfox et la coexistence de plusieurs technologies bas débit ou standards adjacents, LoRaWAN, Sigfox, NB-IoT, LTE-M, Wireless M-Bus / OMS et alternatives LPWAN telles que mioty selon les cas d'usage, allongent les cycles de décision des clients et exposent les acteurs aux ruptures de standards radio.

4. Principales caractéristiques financières de la Société⁴

L'analyse qui suit porte sur les comptes sociaux d'Adeunis, étant rappelé que la Société ne détient aucune filiale ni participation, n'exerce son activité qu'à travers son propre périmètre social et n'établit en conséquence pas de comptes consolidés. L'analyse multicritère, présentée à la section suivante, est conduite sur cette même base *stand-alone* (dans une logique d'exploitation autonome de la Société).

Adeunis a procédé en 2024 à un changement de date de clôture, fixant désormais la fin d'exercice au 31 décembre (au lieu du 31 mars), ce qui a donné lieu à un exercice de transition de 9 mois courant du 1er avril 2024 au 31 décembre 2024. Pour assurer la comparabilité, les chiffres présentés ci-après couvrent les quatre exercices analysés, complétés d'une colonne pro forma 12 mois reconstituée par annualisation linéaire de la période transitoire (sans correction de saisonnalité, à titre indicatif uniquement) :

- exercice 12 mois clos le 31 mars 2023 ;
- exercice 12 mois clos le 31 mars 2024 ;
- exercice transitoire 9 mois clos le 31 décembre 2024 ;
- exercice 12 mois clos le 31 décembre 2025.

Les chiffres présentés sont issus des rapports annuels aux 31 mars 2023, 31 mars 2024 et 31 décembre 2024, du rapport financier annuel au 31 décembre 2025, ainsi que des informations comptables et éléments complémentaires communiqués par la Société dans le cadre de nos travaux.

⁴ Sources : rapports annuels et financiers Adeunis 2022 à 2025 ; projet de note d'information établi par Webdyn déposé auprès de l'AMF le 21 mai 2026 ; informations communiquées par la Société ; analyses SORGEM Evaluation.

4.1 Compte de résultat et investissements

Le compte de résultat synthétique d'Adeunis sur les quatre exercices analysés se présente comme suit :

(k€)	03/2023 (12M)	03/2024 (12M)	12/2024 (9M transitoire)	12/2024 PF (12M annualisé)	12/2025 (12M)
Chiffre d'affaires	5 454	4 793	4 250	5 667	4 369
% variation vs N-1 (base 12M)	n.s.	(12,1 %)	n.a.	+18,2 %	(22,9 %)
Marge brute opérationnelle ¹	2 463	2 484	2 232	2 976	2 543
% du CA	45,2 %	51,8 %	52,5 %	52,5 %	58,2 %
EBE Ajusté² (incl. CIR)	(268)	(444)	(233)	(311)	(1 716)
% du CA	(4,9 %)	(9,3 %)	(5,5 %)	(5,5 %)	(39,3 %)
Dotations aux amortissements et dépréciations ³	(230)	(985)	(447)	(596)	(1 139)
Valeurs comptables d'immo. cédées / abandonnées ⁴	-	-	-	-	(74)
Résultat d'exploitation	(907)	(1 733)	(764)	(1 019)	(2 912)
% du CA	(16,6 %)	(36,2 %)	(18,0 %)	(18,0 %)	(66,6 %)
Résultat financier	(28)	(106)	(111)	(148)	(91)
Résultat exceptionnel	(91)	(389)	(8)	(11)	0
Résultat net	(623)	(1 880)	(717)	(956)	(2 774)

Sources : rapports annuels aux 31 mars 2023, 31 mars 2024 et 31 décembre 2024, rapport financier annuel au 31 décembre 2025, comptes sociaux.

¹ Indicateur publié par la Société dans la section « Marges » de chacun de ses rapports annuels (rapport annuel au 31 mars 2024, §6, chiffres 2023 retraités par la Société de (43) k€ pour cohérence de définition avec 2024 sur les coûts de transport ; rapport annuel au 31 décembre 2024, §6 ; rapport financier annuel au 31 décembre 2025, §6). Indicateur de pilotage opérationnel suivi par la Société, correspondant à la marge industrielle après prise en compte des coûts directs de production (achats consommés, sous-traitance EMS, transports). Pour l'exercice 2025, il intègre par construction la neutralisation des prestations facturées par les entités du groupe Flexitron classées au compte de résultat en charges externes (cf. § 4.1.2 infra).

² L'EBE Ajusté retenu correspond à la définition publiée par la Société dans son Rapport financier annuel 2025 (p. 7) : « EBE comptable ajusté de l'impact du CIR (229 k€ pour l'exercice 2025 et 166 k€ pour l'exercice transitoire 2024), classé en opérationnel et non en impôt sur les sociétés ». Cette reclassification du CIR en résultat opérationnel plutôt qu'en impôt nous apparaît pertinente compte tenu de la nature du CIR pour Adeunis : subvention d'exploitation à la R&D, structurellement positive et récurrente sur l'ensemble des exercices analysés (166 à 403 k€ par exercice).

³ Au titre de l'exercice 2025, les dotations comprennent la dépréciation à 100 % du fonds commercial (374 k€), les dotations courantes aux amortissements sur immobilisations (673 k€) et un solde net sur actif circulant de (92) k€. Ce solde net résulte de la combinaison de nouvelles dotations courantes sur créances clients et d'une reprise sur la dépréciation des stocks constituée en 2024 ; aucune nouvelle dépréciation de stocks n'a été passée au titre de l'exercice 2025. Sur l'exercice 03/2024, le total inclut une dotation exceptionnelle nette sur stocks de 685 k€ comptabilisée post-OPA 2024 (cf. rapport annuel au 31 mars 2024, §11).

⁴ Poste isolé à compter de l'exercice 2025 (référentiel ANC 2022-06). Correspond à des mises au rebut d'immobilisations incorporelles (projets R&D).

Au-dessous de l'EBE Ajusté, le résultat d'exploitation 2025 intègre trois éléments à caractère non récurrent :

- dépréciation à 100 % du fonds commercial pour 374 k€ ;
- mises au rebut sur immobilisations corporelles et incorporelles, notamment projets R&D, pour 130 k€ en 2025, reclassées du résultat exceptionnel vers les postes « Valeurs comptables des immobilisations incorporelles et corporelles cédées » et « Autres charges » du résultat d'exploitation en application du règlement ANC 2022-06 ;
- reprise sur dépréciation des stocks constituée en 2024 : sur instruction du commissaire aux comptes à la clôture 2025, le maintien physique du stock excluant la conservation d'une provision sur ces mêmes références, la Société a opté pour une reprise partielle de la dépréciation passée en 2024. Aucune nouvelle dépréciation de stocks n'a été constituée en 2025 ; la ligne lisible dans l'annexe des comptes reflète cette reprise nette. Élément non récurrent qui améliore le résultat d'exploitation 2025 et doit être neutralisé en sens inverse pour reconstituer le résultat récurrent.

Étant de nature non récurrente, ils sont neutralisés pour la seule appréciation de la performance opérationnelle récurrente et demeurent sans effet sur l'évaluation retenue à titre principal, fondée sur l'actualisation des flux du plan d'affaires (cf. IV. *infra*).

4.1.1. Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'Adeunis s'établit à 4 369 k€ sur l'exercice 12 mois clos le 31 décembre 2025, en recul de 22 % par rapport au pro forma 12 mois annualisé de l'exercice transitoire (5 667 k€) et de 8,8 % par rapport au dernier exercice 12 mois plein clos avant le changement de date d'arrêté (4 793 k€ sur 03/2024). La trajectoire d'activité enregistre ainsi une contraction continue depuis l'exercice clos le 31 mars 2023.

La décomposition de cette évolution par segment d'activité est la suivante :

Chiffre d'affaires par segment (k€)	03/2024 (12M)	12/2025 (12M)	Variation
IIoT « <i>Catalog Range & Services</i> »	3 876	3 837	(1,0 %)
IIoT « <i>Customized Product</i> »	461	307	(33,4 %)
Modules M2M	457	225	(50,8 %)
Total	4 793	4 369	(8,8 %)

Sources : rapports annuels au 31 mars 2024 et rapport financier annuel au 31 décembre 2025, ventilation publiée par la Société.

La trajectoire de l'activité tient principalement à l'effondrement du segment Modules M2M, en recul de 50,8 % sur deux ans (en quasi-arrêt commercial, la Société indique n'avoir pas de visée stratégique sur ce segment) et à la contraction du segment *Customized*, en recul de 33,4 %.

Le segment *Catalog & Services*, qui représente désormais 88 % du chiffre d'affaires, reste quant à lui quasi stable, en recul de 1,0 %. Sur le plan géographique, la France représente en 2025 64 % du chiffre d'affaires (2 794 k€), l'export 36 % (1 575 k€).

Cette trajectoire récente s'inscrit dans une dynamique plus longue : depuis le recentrage de la Société sur son seul périmètre IoT à l'occasion de la cession de l'activité Vokkero en octobre 2019 (cf. § 1), le chiffre d'affaires d'Adeunis a oscillé entre 4 250 k€ (9M 12/2024) et 6 150 k€ (03/2022), sans jamais retrouver de trajectoire de croissance soutenue. L'expertise indépendante conduite à l'occasion de la précédente offre publique (Paper Audit & Conseil, 2024) relevait que « depuis 2010, la Société a toujours réalisé des pertes opérationnelles », constat qui demeure exact à l'issue de l'exercice 2025, le résultat d'exploitation étant resté négatif sur l'ensemble des exercices analysés (cf. tableau *supra*).

Cette trajectoire diffère des hypothèses retenues par l'expert indépendant intervenu à l'occasion de la précédente offre publique. Dans son rapport du 24 juin 2024, annexé à la note en réponse d'Adeunis et donc rendu public, le cabinet Paper Audit & Conseil avait mis en œuvre la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés sur la base d'un plan d'affaires reposant sur les hypothèses publiques suivantes (§ 11.1.1 et § 11.1.2 du rapport Paper) :

- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 7,4 % sur la période 2023-2028, dont une croissance attendue de l'ordre de 6 % par an du segment Catalog & Services en France ;
- un taux de marge opérationnelle (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) progressant d'un niveau de (9,2 %) en mars 2023 vers +2,0 % en mars 2028, à charges fixes constantes voire en réduction sur la période ;
- un taux de marge opérationnelle normatif à l'infini de 9,1 %.

La trajectoire effective constatée à l'issue des exercices comparables, chiffre d'affaires de 4 369 k€ en 12 mois 2025, à comparer aux 5 454 k€ enregistrés en 03/2023 retenus comme point de départ par Paper Audit & Conseil, traduit non seulement l'absence de matérialisation de la croissance projetée, mais aussi une contraction de l'activité (chiffre d'affaires 2025 inférieur d'environ 30 % à la projection résultant d'un taux de croissance annuel moyen de 7,4 % appliqué depuis le point de départ 2023).

Le taux de marge opérationnelle s'établit en 2025 à (66,6 %) du chiffre d'affaires, à comparer à (16,6 %) en mars 2023, retenu comme point de départ. La Société elle-même, en réponse à nos demandes d'information dans le cadre de la présente mission, indique que « les plans d'affaires précédents ne se sont jamais réalisés », et que l'analyse annuelle des divergences entre prévisions et réalisations est intégrée aux rapports financiers annuels successifs publiés sur le site de la Société. Le décalage tient pour partie à un ralentissement plus marqué qu'anticipé du marché européen de l'IoT pour les applications industrielles non-grand-public⁵, et pour partie à une adoption plus lente des solutions 5G dans le mix produits d'Adeunis.

Les travaux de revue du portefeuille de R&D capitalisée menés à la clôture 2025 ont par ailleurs conduit à l'abandon et à la mise au rebut de projets de développement n'ayant pas abouti commercialement, ces travaux illustrent que certains investissements de R&D historiques n'ont pas généré les retombées commerciales initialement attendues⁶.

4.1.2. Marges et investissements

L'EBE Ajusté 2025 s'établit à (1 716) k€, soit (39,3 %) du chiffre d'affaires, un niveau sans précédent sur la période analysée et en très forte dégradation par rapport aux exercices antérieurs : (268) en 03/2023, (444) en 03/2024 et (311) en pro forma 12 mois 12/2024. Le résultat d'exploitation 2025 ressort à (2 912) k€, soit (66,6 %) du chiffre d'affaires, intégrant en sus de l'EBE Ajusté la dépréciation à 100 % du fonds commercial (374 k€) et les mises au rebut de projets R&D capitalisés (130 k€).

⁵ Source : rapport financier annuel 2025, §2

⁶ Source : Société

Ce niveau de marge opérationnelle reflète une structure de coûts qui n'est pas absorbée par le niveau actuel de chiffre d'affaires :

- la marge brute opérationnelle publiée par la Société s'est progressivement améliorée en pourcentage du chiffre d'affaires sur la séquence (45,2 % en 03/2023, 51,8 % en 03/2024, 52,5 % en 12/2024, 58,2 % en 2025), traduisant un effet de mix favorable (recentrage sur la gamme Catalog & Services à plus forte marge) et le retour à des coûts d'approvisionnement normalisés post-crise des composants ; en valeur, toutefois, elle reste quasi stable sur la séquence (de 2 463 à 2 543 k€, soit +80 k€ entre 03/2023 et 12/2025), traduisant l'effet contraire de la baisse du chiffre d'affaires ;
- les charges externes s'établissent en 2025 à 2 870 k€, à un niveau quasi équivalent à celui de 03/2024 (2 874 k€). Cette stabilité apparente masque toutefois une recomposition de la base de coûts externes sur les deux exercices post-OPA, telle qu'elle ressort de la décomposition publiée par la Société dans la note 8 des rapports publiés successivement par la Société :

Composantes des charges externes (k€)	03/2023	03/2024	12/2025
Sous-traitance de production (EMS, équipements)*	2 778	1 791	1 070
Assistance technique R&D externalisée	374	135	9
Honoraires + Divers (incl. <i>management fees</i> groupe depuis 2024)	218	311	1 133
Autres postes (loyers, voyages, assurances, IT, etc.)	631	637	658
Total charges externes	4 001	2 874	2 870

* Estimation SORGEM par différence entre les charges externes totales du compte de résultat et le poste « Autres charges externes hors sous-traitance de production » publié par la Société dans la note 8 des rapports publiés successivement par la Société.

Les principaux mouvements, largement compensatoires, sont à signaler :

- chute de la sous-traitance de production, en recul de 61 % sur deux exercices, soit (1 708) k€ entre 03/2023 et 12/2025, reflétant à la fois la baisse d'activité et la stratégie de non-constitution de stocks confirmée par la Société ;
- effondrement de l'assistance technique R&D externalisée (374 k€, puis 135 k€, puis 60 k€ sur le 9M 12/2024, et 9 k€ seulement en 2025⁷), traduisant la finalisation des projets 5G et RENEW et l'arrêt du recours aux capacités externes de développement ;
- émergence des *management fees* groupe à hauteur de 618 k€ en 2025⁸, captés principalement dans les postes « Honoraires » et « Divers » qui passent de 218 k€ en 03/2023 à 1 133 k€ en 2025. Ces refacturations correspondent à des fonctions support

⁷ Source : rapport financier annuel 2025, §8

⁸ Source : Société

mutualisées au sein du groupe, en substitution partielle de fonctions précédemment assumées par Adeunis. Étant classées comptablement en charges externes et non en consommations directes, elles ne pèsent pas sur la marge brute opérationnelle telle que définie par la Société, ce qui contribue mécaniquement à l'amélioration de cet indicateur en 2025 ;

- les charges de personnel se sont allégées sur la séquence d'exercices analysée (2 710 k€, puis 2 656 k€, puis 2 348 k€ en pro forma 12 mois, et 2 414 k€), traduisant la restructuration menée à la suite de la prise de contrôle par Webdyn en décembre 2023 et de l'OPAS de juillet 2024 ; elles restent toutefois élevées au regard du niveau de chiffre d'affaires atteint en 2025.

Au-dessous de l'EBE Ajusté, le résultat d'exploitation 2025 intègre une dotation aux amortissements et dépréciations de (1 139) k€ (contre (596) en pro forma 12 mois 12/2024 et (985) en 03/2024). Ce niveau élevé tient principalement à la dépréciation à 100 % du fonds commercial pour 374 k€ et aux mises au rebut sur immobilisations corporelles et incorporelles, notamment projets R&D, pour 130 k€, reclassées en résultat d'exploitation en application du règlement ANC 2022-06.

Sur la séquence d'exercices analysée, le CIR a contribué à hauteur de 166 à 403 k€ par exercice à l'EBE Ajusté, sans suffire à compenser le déficit d'exploitation. Les pertes nettes cumulées sur les trois derniers exercices comparables (03/2024, transitoire 9M 12/2024 et 2025) s'élèvent à environ (5,4) M€.

Les investissements industriels et de développement, mesurés par la production immobilisée, ont été significativement réduits depuis trois exercices : 1 036 k€ en 03/2023, 497 k€ en 03/2024, 274 k€ sur l'exercice transitoire 12/2024, puis 18 k€ seulement en 2025. Ce repli reflète à la fois l'évolution des critères d'activation R&D appliqués par la Société⁹, désormais conditionnée à un retour sur investissement avéré sur certains développements, et le recentrage du portefeuille de développement, qui s'est traduit en clôture par les abandons décrits ci-dessus.

⁹ Source : rapport financier annuel 2025, p. 7

4.2 Bilan économique

Le bilan économique d'Adeunis sur les quatre exercices analysés est présenté ci-après. Conformément aux choix méthodologiques retenus, le compte courant d'associé Webdyn et le financement par affacturage, comptabilisés respectivement en « Autres dettes » et au sein des dettes fournisseurs au plan comptable, sont extraits du besoin en fonds de roulement opérationnel et reclassés en dette financière. Les dettes fournisseurs intragroupe figurent dans le BFR au titre de la présentation patrimoniale, étant entendu que leur portion en souffrance (cf. *infra*) fera l'objet d'un retraitement spécifique au stade des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions (IV. *infra*).

Bilan économique (k€)	31/03/2023	31/03/2024	31/12/2024	31/12/2025
Capitaux employés				
Immobilisations incorporelles nettes	1 594	1 822	1 206	775
Immobilisations corporelles nettes	459	546	1 042	357
Immobilisations financières nettes	150	179	181	175
Total immobilisations nettes	2 203	2 547	2 429	1 307
BFR opérationnel*	1 436	588	702	(238)
% du CA annualisé	26,3 %	12,3 %	12,4 %	(5,4 %)
Actif économique	3 639	3 135	3 131	1 069
Capitaux investis				
Capitaux propres	2 775	895	226	(1 596)
Autres fonds propres (avances cond. BPI)	30	121	152	132
Provisions pour risques et charges	29	84	94	76
Dette financière externe (PGE + emprunts + divers)	1 741	2 568 ⁶	2 330	1 121
Compte courant Webdyn**	0	0 ⁶	739	1 227
Affacturage***	0	0	0	464
Trésorerie	(936)	(533)	(409)	(355)
Endettement financier net	805	2 035	2 660	2 457
Passif économique	3 639	3 135	3 131	1 069

Sources : rapports annuels aux 31 mars 2023, 31 mars 2024 et 31 décembre 2024, rapport financier annuel au 31 décembre 2025, informations communiquées par la Société, analyses SORGEM Evaluation.

* BFR opérationnel hors dette financière intragroupe et hors affacturage. À l'actif : stocks, avances et acomptes, créances clients, autres créances, charges constatées d'avance. Au passif : dettes fournisseurs (1 555 k€ au 31/12/2025, dont 1 285 k€ intragroupe), avances et acomptes reçus, dettes fiscales et sociales, autres dettes (hors CC Webdyn 1 227 et affacturage 464), produits constatés d'avance.

** Au 31/03/2024, le compte courant Webdyn (708 k€ à cette date) était comptablement classé en « Emprunts et dettes financières diverses ». Il a fait l'objet d'un reclassement en « Groupe et associés » / « Autres dettes » à partir du 31/12/2024. Il est donc présenté ici en dette financière externe au 31/03/2024 (et neutre en dette financière IG à cette date), conformément à sa présentation comptable d'origine.

*** Affacturage retenu pour 464 k€.

4.2.1. Des capitaux employés en contraction reflétant la décélération de l'activité

Le modèle d'exploitation sans outil de production propre d'Adeunis (cf. § 2, Activités) explique le niveau relativement modeste des immobilisations corporelles (357 k€ au 31 décembre 2025, dont 335 k€ d'installations techniques et outillages) au regard du chiffre d'affaires.

L'actif économique se contracte de manière marquée sur la séquence d'exercices analysée, passant de 3 644 k€ au 31 mars 2023 à 1 069 k€ au 31 décembre 2025. Cette baisse de l'ordre de 70 % en moins de trois ans procède de deux phénomènes distincts :

- une réduction de la base des immobilisations nettes (de 2 547 k€ à 1 307 k€ entre 03/2024 et 12/2025, soit une baisse de 1 240 k€), expliquée par la combinaison (i) de la dépréciation à 100 % du fonds commercial pour 374 k€, (ii) de dotations aux amortissements supérieures aux capitalisations nouvelles, (iii) de la mise au rebut de projets R&D capitalisés ;
- une évolution atypique du BFR opérationnel, qui s'élevait à 1 436 k€ au 31 mars 2023 (26,3 % du chiffre d'affaires), se replie à 588 k€ au 31 mars 2024 (12,3 % du chiffre d'affaires) sous l'effet d'une dotation nette aux dépréciations de stocks de 685 k€, demeure stable à 702 k€ au 31/12/2024 (12,4 %), puis devient négatif à hauteur de (238) k€ au 31/12/2025, soit (5,4 %) du chiffre d'affaires annualisé.

Le passage d'un BFR positif à un BFR négatif en 2025, dans une activité d'éditeur et de fabricant de produits IoT à cycle de fabrication non instantané, ne traduit pas un gain d'efficacité commerciale. Il s'explique par l'augmentation très significative des dettes fournisseurs entre 12/2024 et 12/2025 (de 994 à 1 555 k€), elle-même tirée par l'accroissement des dettes fournisseurs intragroupe (qui s'élèvent à 1 285 k€ au 31/12/2025, contre une part faible et non détaillée publiquement aux exercices précédents)¹⁰.

4.2.2. Des capitaux propres devenus négatifs reflétant une dépendance croissante au soutien du groupe

Les capitaux propres d'Adeunis ont enregistré une dégradation continue sur la séquence d'exercices analysée :

¹⁰ Cette évolution est documentée par la note 32 du rapport financier annuel 2025 (page 28) qui établit, au titre de l'article D.441 I-1° du Code de commerce, que 977,9 k€ de dettes fournisseurs présentent au 31 décembre 2025 un retard de paiement supérieur à 91 jours. Cette tranche représente environ 65 % de l'encours fournisseurs total, et a augmenté très significativement entre le 31 mars 2024 (12 k€) et le 31 décembre 2025 (977,9 k€). Les composantes 1-30 jours, 31-60 jours, 61-90 jours et non échue cumulent 514 k€ ; la cohérence de cette ventilation a été vérifiée à partir des informations communiquées par la Société.

- 2 775 k€ au 31 mars 2023 ;
- 895 k€ au 31 mars 2024, après imputation du résultat net 03/2024 de (1 880) k€ ;
- 226 k€ au 31 décembre 2024, après imputation du résultat de l'exercice transitoire et une réduction de la valeur nominale du capital social ;
- (1 596) k€ au 31 décembre 2025, après imputation du résultat net 2025 de (2 774) k€, malgré une augmentation de capital intervenue le 28 février 2025 pour un montant brut total de 1 034 k€ (dont 689 k€ d'augmentation de capital nominal et 345 k€ de prime d'émission)¹¹.

Les capitaux propres de la Société au 31 décembre 2025 sont ainsi négatifs, à (1 596) k€, et a fortiori inférieurs à la moitié du capital social, ce capital s'établissant à 1 379 k€ et le seuil correspondant à 689 k€. Cette situation relève de l'article L. 225-248 du Code de commerce.

L'Assemblée Générale du 26 juin 2025, statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2024, avait déjà constaté que les capitaux propres, soit 226 k€, étaient alors inférieurs à la moitié du capital social en vigueur à cette date : ce capital s'élevant à 689 k€ à la suite de la réduction du nominal décidée le 26 septembre 2024, le seuil correspondant ressortait à 345 k€. L'Assemblée avait, en conséquence, décidé la poursuite de l'activité¹².

Le passage des capitaux propres en territoire négatif à l'issue de l'exercice 2025 aggrave cette situation. En application de l'article L. 225-248, la régularisation, par reconstitution des capitaux propres à hauteur de la moitié au moins du capital social ou, à défaut, par réduction du capital, doit intervenir au plus tard à la clôture du deuxième exercice suivant celui au cours duquel la perte a été constatée. Le projet de recapitalisation (le « Coup d'accordéon ») arrêté par le Conseil d'administration du 17 avril 2026 répond à cette obligation.

Cette dégradation des capitaux propres est compensée, dans le financement de l'actif économique, par un recours systématique et croissant à des sources de financement intragroupe. La Société indique d'ailleurs explicitement, dans son Rapport financier annuel 2025 (note de continuité d'exploitation), que la justification du maintien de l'hypothèse de continuité d'exploitation repose sur « *une nouvelle recapitalisation envisagée au cours du 1^{er} semestre 2026* » et « *le maintien confirmé, par son principal actionnaire, le groupe Flexitron via la société Webdyn, d'un soutien financier fort, continu et durable* ». Ce soutien se matérialise par trois canaux :

¹¹ Source : annexe du rapport financier annuel 2025, §1

¹² Source : annexe du rapport financier annuel 2025, §1

- le compte courant d'associé apporté par Webdyn est passé de zéro au 31/03/2023 à 708 k€ au 31/03/2024, 739 k€ au 31/12/2024, puis 1 227 k€ au 31/12/2025, soit une progression ininterrompue. Au 31/12/2025, ce compte courant, correspondant à des avances de trésorerie effectivement versées par Webdyn, est comptablement classé en « Autres dettes » ; la Société ne l'a pas remboursé et Webdyn n'en a pas exigé le remboursement ; il ne fait l'objet d'aucune convention de subordination formelle ni d'engagement d'abandon sous condition. La lettre de soutien remise par Flexitron au Commissaire aux comptes dans le cadre de l'établissement et de l'audit des comptes sociaux clos le 31 décembre 2025 prend la forme d'une lettre de soutien financier d'une durée d'au moins douze mois ;
- les fournisseurs intragroupe s'élèvent à 1 285 k€ au 31/12/2025, dont une part importante figure dans la tranche en souffrance supérieure à 91 jours (977,9 k€ au global). La Société indique que ces dettes, pour leur composante intragroupe, ont fait l'objet de délais de paiement accordés par le Groupe et correspondent pour l'essentiel aux *management fees* facturés mais non réglés sur l'exercice ;
- s'ajoute un financement par affacturage maintenu en 2025 pour 464 k€.

Au total, les sources de financement intragroupe et éléments assimilables à de la dette financière (compte courant Webdyn, part en souffrance des fournisseurs intragroupe et affacturage) représentent au 31 décembre 2025 environ 2 670 k€, soit un montant supérieur à la totalité de l'actif économique de la Société à cette même date (1 069 k€).

Parallèlement, la dette financière externe s'est réduite, passant de 2 568 k€ au 31 mars 2024 à 1 121 k€ au 31 décembre 2025, ce repli traduisant l'amortissement courant des emprunts bancaires (notamment du PGE Bpifrance) et l'absence de tirage de nouveaux concours externes sur la période. La trésorerie disponible reste à un niveau bas en valeur absolue : elle s'établit à 355 k€ au 31 décembre 2025 (vs 533 au 31/03/2024 et 936 au 31/03/2023), niveau qui n'a pu être maintenu que grâce aux apports successifs en compte courant de l'actionnaire de référence.

Cette lecture doit être rapprochée de la dégradation du BFR fournisseur, notamment intragroupe, analysée *supra* : la stabilité apparente de la trésorerie ne traduit pas une génération de cash, mais un financement de l'exploitation par les parties liées.

5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
Positionnement sur le <i>Smart Building</i> , vertical structurellement porteur (taux de croissance annuel moyen de 17-19 % au niveau européen) (cf. § 3.1)	Taille modeste : chiffre d'affaires de 4 369 k€ et 24 collaborateurs au 31/12/2025, sans visibilité de retour à la rentabilité à court terme (cf. § 2 et § 4.1.1)
Modèle industriel sans outil de production propre, à faible intensité capitalistique, permettant une certaine agilité industrielle (cf. § 2 et § 4.2.1)	Pertes opérationnelles continues depuis 2010 ; capitaux propres négatifs au 31/12/2025 à hauteur de (1 596) k€, inférieurs à la moitié du capital social déclenchant l'article L. 225-248 (cf. § 4.1.2 et § 4.2.2)
Gamme renouvelée via le projet RENEW (LoRa) et le projet cellulaire IoT NB-IoT / LTE-M, avec des produits basse consommation conçus en France avec composants européens (cf. § 1, § 2.1)	Trésorerie limitée (355 k€) et BFR opérationnel négatif en 2025, sous l'effet notamment du compte courant Webdyn (1 227 k€) et du niveau élevé des dettes fournisseurs, dont une part significative présente un retard supérieur à 91 jours (cf. § 4.2.1 et § 4.2.2)
Adossement au groupe Flexitron depuis décembre 2023 : fonctions support mutualisées, engagement de soutien financier, perspective d'accès aux canaux commerciaux internationaux du groupe (cf. § 1, § 4.1.2)	Trajectoire effective en deçà du plan d'affaires utilisé dans le cadre de l'OPAS 2024 (taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 7,4 % et marge opérationnelle progressant vers +2 % en mars 2028) ; désinvestissement marqué en R&D externe (de 374 à 9 k€) et en production immobilisée (de 1 036 à 18 k€) (cf. § 4.1.1 et § 4.1.2)
Opportunités	Menaces
Cadre réglementaire européen contraignant : directive EPBD recast 2024 (rénovation des bâtiments non résidentiels), décret tertiaire (réduction de 40 % en 2030), décret BACS (70 kW à 2030 pour le segment 70-290 kW) (cf. § 3.1.2 et § 3.1.3)	Risque de pression durable sur les prix de vente et les marges, dans un environnement concurrentiel marqué par le pouvoir de prescription et de négociation des acteurs intégrés de la GTB (Schneider Electric, Siemens, Legrand) et par la concurrence des fabricants asiatiques en logique « <i>design to cost</i> » (Milesight, Dragino) (cf. § 3.2.2 et § 3.2.3)
Potentiel d'équipement GTB important sur les bâtiments tertiaires 1 000-20 000 m ² (taux d'équipement actuel 16 à 32 %) (cf. § 3.1.3)	Risque de moindre captation de valeur sur le maillon <i>hardware</i> , sur lequel Adeunis demeure positionnée, la valeur de la chaîne IoT se déplaçant vers les couches plateforme, logiciel et services (cf. § 3.2.1)
Marché <i>Smart Building</i> en Europe en croissance : TCAM 19,4 % attendu sur 2024-2033 ; segment capteurs <i>Smart Building</i> à TCAM 26 % d'ici 2028 (Frost & Sullivan) (cf. § 3.1.2)	Risque lié à l'instabilité de l'écosystème LPWAN en France, dans un contexte de reconfiguration déjà engagée de l'offre opérateur et d'incertitude quant à la pérennité de certains réseaux sur lesquels repose une partie des débouchés d'Adeunis (cf. § 3.2.4)
Capacité d'adaptation aux déploiements multi-protocoles des grands comptes du Smart Building, grâce au renouvellement de la gamme LoRaWAN et de la gamme cellulaire IoT NB-IoT / LTE-M (cf. § 2.1 et § 3.2.4)	Risque opérationnel et commercial lié à la coexistence de plusieurs technologies bas débit ou standards adjacents (LoRaWAN, Sigfox, NB-IoT, LTE-M, Wireless M-Bus / OMS et alternatives LPWAN telles que mioty selon les cas d'usage), susceptible d'entraîner des surcoûts de R&D, une dispersion de la gamme et un allongement des cycles de décision clients (cf. § 3.2.4)

Le diagnostic stratégique ci-dessus fait ressortir une société disposant d'un savoir-faire technologique, d'une base installée et de produits adressant des marchés pouvant présenter des relais de développement, mais dont la capacité à transformer ces éléments en valeur actionnariale autonome demeure fortement contrainte par sa taille, l'intensité concurrentielle, la pression exercée par les acteurs asiatiques et la faiblesse historique de sa rentabilité. Les opportunités identifiées doivent donc être lues comme des axes de développement potentiels, soumis à des conditions de réalisation incertaines, et non comme des éléments de valeur additionnels retenus dans nos travaux.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des actions de la Société au 5 juin 2026 (ci-après la « Date d'Évaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues à cette date.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (ci-après « DCF ») ;
- les références suivantes, à titre indicatif :
 - référence au cours de bourse ;
 - références aux transactions intervenues sur le capital de la Société.

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles certaines méthodes et références ont été écartées.

1. Méthodes et références écartées

1.1 Actualisation des dividendes

La méthode de l'actualisation des dividendes consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

Adeunis n'a pas distribué de dividende au cours des derniers exercices, compte tenu de sa situation déficitaire et de l'existence d'un report à nouveau débiteur. Le plan d'affaires retenu ne prévoit aucune distribution de dividendes sur l'horizon explicite ; la Société ne dispose par ailleurs d'aucune politique de distribution formalisée. Nous ne disposons donc pas d'éléments permettant d'établir une prévision fiable des dividendes futurs. On notera que le potentiel de distribution à long terme de la Société est néanmoins appréhendé au travers de la méthode DCF que nous mettons en œuvre.

La méthode de l'actualisation des dividendes n'a donc pas été retenue pour l'évaluation.

1.2 Référence à l'actif net comptable

La référence à l'actif net comptable consiste à apprécier la valeur des actions d'une société par référence aux capitaux propres comptables, tels que présentés dans ses comptes annuels.

À titre d'information, les capitaux propres d'Adeunis au 31 décembre 2025 ressortent à (1 596) k€, soit (0,35) € par action sur la base de 4 568 561 actions (4 595 540 actions composant le capital au 31 décembre 2025, desquelles ont été déduites les 26 979 actions auto-détenues par la Société à cette date)¹³.

Cette méthode constitue une approche patrimoniale à coût historique, par nature non prospective, qui n'intègre ni la capacité bénéficiaire prévisionnelle de la Société, ni les éventuelles perspectives de développement de son activité. Par ailleurs, dans le cas spécifique d'Adeunis, où les capitaux propres comptables sont négatifs au 31 décembre 2025, la méthode est dépourvue de signification évaluative au regard d'un investisseur minoritaire : la responsabilité d'un actionnaire étant juridiquement limitée à son apport, le plancher implicite de la valeur d'une action est zéro et non un nombre négatif.

La référence à l'actif net comptable n'a donc pas été retenue pour l'évaluation.

1.3 Valeur liquidative

La méthode de la valeur liquidative consiste à évaluer une société dans l'hypothèse d'une cessation complète de son activité, par évaluation de la valeur de cession des actifs et de l'extinction des passifs, nette des coûts de liquidation (licenciements, résiliation des engagements contractuels, frais de cession).

Pour mémoire, l'expert indépendant Paper Audit & Conseil avait mis en œuvre cette méthode à titre principal dans le cadre de l'OPAS de juillet 2024, en partant des capitaux propres estimés au 30 novembre 2023 (alors positifs à hauteur de 2 163 k€). Cette approche avait un sens analytique dans le contexte 2023-2024, caractérisé par (i) une continuité d'exploitation alors compromise, la cessation d'activité ayant été sérieusement envisagée par les organes sociaux au cours du second semestre 2023, et (ii) des capitaux propres pré-coûts de liquidation encore positifs. Après déduction des coûts de liquidation (962 k€, dont 867 k€ de coûts de licenciement, 90 k€ de résiliation du bail et 5 k€ de coûts d'élimination), Paper Audit & Conseil avait abouti à une valeur liquidative de (395) k€, soit (0,17) € par action¹⁴.

À la Date d'Évaluation, le cadre analytique sous-jacent à cette méthode a structurellement évolué :

- les capitaux propres au 31 décembre 2025 sont devenus négatifs ((1 596) k€) ; même en intégrant en quasi-fonds propres l'avance en compte courant Webdyn de 1 227 k€, dont la subordination économique vis-à-vis des minoritaires est plausible dans une

¹³ Sources : rapport financier annuel Adeunis 2025, comptes sociaux au 31 décembre 2025.

¹⁴ Sources : Paper Audit & Conseil, rapport d'expertise indépendante relatif à l'OPAS Webdyn sur Adeunis, juillet 2024.

logique de liquidation, les capitaux propres économiques ressortiraient toujours négatifs, à (369) k€ environ¹⁵ ;

- la déduction des coûts de liquidation usuels (licenciements, résiliation du bail, frais de cession des stocks) ne pourrait, par construction, qu'aboutir à une valeur liquidative encore plus négative ;
- la responsabilité de l'actionnaire minoritaire étant juridiquement limitée à son apport, le plancher implicite de la valeur d'une action est zéro et non un nombre négatif ; la méthode liquidative perd donc, dans le contexte d'Adeunis au 31 décembre 2025, sa fonction analytique de plancher.

Dans le cas d'Adeunis, la méthode de la valeur liquidative n'a pas été retenue. La Société est évaluée dans une perspective de continuité d'exploitation et les actifs nécessaires à son activité, notamment les actifs incorporels, sont appréhendés à travers leur contribution aux flux futurs dans la méthode DCF. Sur la base des informations qui nous ont été communiquées, nous n'avons pas identifié d'élément objectivable, tel qu'un projet de cession d'actifs, une offre reçue ou une référence de transaction identifiable, justifiant de mettre en œuvre une approche liquidative fondée sur une valeur de réalisation des actifs supérieure à leur valeur comptable.

Nous précisons par ailleurs que le risque de cessation d'activité d'Adeunis à la Date d'Évaluation a été levé par les soutiens financiers récurrents apportés par l'actionnaire de contrôle, confirmés par la lettre de garantie Flexitron analysée en § VI Accords connexes, qui ont permis au commissaire aux comptes de retenir l'hypothèse de continuité d'exploitation pour l'arrêté des comptes au 31 décembre 2025.

Dans ces conditions, la méthode de la valeur liquidative n'a pas été retenue pour l'évaluation.

1.4 Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à évaluer une société par application, à ses agrégats financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net), des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées présentant des caractéristiques opérationnelles et financières comparables. Nous avons constitué, à titre de test de pertinence, un échantillon de quatorze sociétés cotées actives dans la conception, la fabrication ou la distribution de capteurs, modules et solutions IoT industriels. À l'issue

¹⁵ Sources : rapport financier annuel Adeunis 2025, comptes sociaux et notes relatives au compte courant d'associé et à la continuité d'exploitation.

de l'analyse de cet échantillon, nous avons écarté la méthode des comparables boursiers comme méthode d'évaluation, pour les raisons développées ci-après.

En premier lieu, les multiples de résultat (Valeur d'Entreprise / EBITDA, Valeur d'Entreprise / EBIT, PER) ne peuvent pas être mis en œuvre, Adeunis étant structurellement déficitaire. Le plan d'affaires *stand-alone* transmis par la Société extériorise un retour au seuil de rentabilité opérationnelle en 2028 et une marge d'EBITDA positive à partir de 2029 seulement. L'application mécanique de multiples de résultat sur des agrégats négatifs n'a en conséquence pas de signification économique.

En second lieu, le seul multiple théoriquement exploitable, le multiple de chiffre d'affaires (Valeur d'Entreprise / chiffre d'affaires), ne présente pas de pertinence suffisante dans le cas d'Adeunis. D'une part, l'échantillon de comparables identifiés est marqué par une hétérogénéité forte sur l'ensemble des dimensions structurantes : taille (de quelques millions d'euros à plusieurs milliards d'euros de chiffre d'affaires), trajectoire de croissance, profil de rentabilité (la majorité des comparables présentent une marge d'EBITDA positive, plusieurs à deux chiffres), exposition géographique, mix produit (composants, modules, *devices*, solutions packagées) et position dans la chaîne de valeur IoT (capteurs, connectivité, plateforme, services).

D'autre part, et c'est l'argument principal, si le multiple de chiffre d'affaires est d'usage courant pour l'évaluation de sociétés technologiques, y compris déficitaires, cette pratique vise toutefois des sociétés dont les pertes traduisent une phase d'investissement au service d'une croissance soutenue, le marché anticipant une convergence de leurs marges vers celles des comparables profitables. Tel n'est pas le profil d'Adeunis, dont les pertes revêtent un caractère structurel et dont le retour à la rentabilité n'est attendu qu'en fin de plan d'affaires. Le niveau d'un multiple de chiffre d'affaires reflétant à la fois la rentabilité et les perspectives de croissance des sociétés sur lesquelles il est observé, l'application de la médiane d'un échantillon majoritairement profitable reviendrait à transposer à Adeunis¹⁶ ces caractéristiques, au premier rang desquelles une structure de rentabilité qui n'est pas la sienne, sans tenir compte ni des pertes intercalaires, ni du risque attaché au redressement, et conduirait par construction à une surévaluation. L'actualisation des flux de trésorerie permet, à l'inverse, d'appréhender cette trajectoire de résultats et le risque qui s'y attache.

Pour ces raisons, la méthode des comparables boursiers n'a donc pas été retenue pour l'évaluation.

¹⁶ Échantillon testé notamment composé de sociétés actives dans les capteurs, modules et solutions IoT industriels ; données S&P Capital IQ, analyses SORGEM Evaluation.

1.5 Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables consiste à évaluer une société par application, à ses agrégats financiers, des multiples extériorisés lors d'acquisitions, totales ou partielles, intervenues récemment sur des cibles, cotées ou non, de son secteur d'activité.

Nous avons procédé à une revue des transactions publiquement référencées dans l'écosystème de l'IoT industriel (capteurs et *devices* connectés, modules de communication radio, solutions packagées *Smart Building / Smart City*) sur la période 2022-2026, et avons écarté cette méthode pour les motifs suivants :

- La raison déterminante est identique à celle ayant conduit à écarter les comparables boursiers : le profil financier déficitaire d'Adeunis, caractérisé par un EBITDA négatif, ne permettrait, dans la meilleure hypothèse, que l'application d'un multiple de chiffre d'affaires. Un tel multiple ne capturerait pas, par construction, le défaut de rentabilité de la Société et conduirait à une surévaluation systématique, non représentative de sa valeur intrinsèque ;
- Cette inapplicabilité de principe est renforcée par les caractéristiques de l'échantillon disponible : les transactions identifiables comme pertinentes sont peu nombreuses et hétérogènes sur l'ensemble des dimensions structurantes (taille des cibles fréquemment très supérieure à celle d'Adeunis, cibles majoritairement profitables, rareté des transactions récentes, faible représentation d'acteurs français, positionnement variable dans la chaîne de valeur IoT), et la plupart d'entre elles ne font pas l'objet d'une information financière suffisante (multiple extériorisé, méthode d'évaluation, traitement de l'endettement) pour permettre l'extraction d'un multiple véritablement exploitable.

La méthode des transactions comparables n'a donc pas été retenue pour l'évaluation.

1.6 Référence aux objectifs de cours des analystes

À la Date d'Évaluation, aucun analyste financier ne publie de note de recherche ni d'objectif de cours sur Adeunis. La référence aux objectifs de cours des analystes n'a donc pas été retenue pour l'évaluation.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode retenue à titre principal)

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) a été retenue à titre principal, dès lors qu'elle permet d'apprécier la capacité de génération de flux futurs d'Adeunis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société, tandis que les méthodes analogiques sont rendues peu pertinentes par le profil structurellement déficitaire de la Société et par la faible comparabilité des sociétés et transactions identifiées.

2.1 Principe

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

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

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

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions puis à la valeur par action (§2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (§2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (§2.4).

2.2 Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu un nombre total de 4 568 561 actions calculé à partir des 4 595 540 actions composant le capital au 31 décembre 2025, desquelles ont été déduites les 26 979 actions auto-détenues par la Société à cette date.

Les actions susceptibles d'être émises sur exercice du BSA n'ont pas été intégrées à ce nombre, le prix d'exercice du bon étant hors de la monnaie, de sorte que son exercice ne donnerait lieu à aucune création d'actions nouvelles au Prix d'Offre. Le BSA, visé par l'Offre, fait l'objet d'une évaluation distincte présentée en partie V ; sa valeur est retenue dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions.

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

La méthode DCF conduit, dans un premier temps, à estimer la Valeur d'Entreprise d'Adeunis, c'est-à-dire la valeur des actifs d'exploitation indépendamment de leur mode de financement. Cette Valeur d'Entreprise doit ensuite être ajustée des éléments financiers et hors exploitation observés à la Date d'Évaluation, afin d'obtenir la valeur des actions, puis la valeur par action.

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions est réalisé sur la base de la situation bilancielle d'Adeunis au 31 décembre 2025. Il intègre notamment :

- la dette financière externe, incluant les emprunts bancaires et concours assimilés ;
- la trésorerie disponible ;
- le compte courant d'actionnaire Webdyn ;
- les financements assimilables à de la dette, dont l'affacturage ;
- les dettes fournisseurs présentant un caractère financier, en particulier les dettes en souffrance significative ;
- les provisions et engagements hors bilan assimilables à des passifs financiers ;
- les actifs financiers hors exploitation ;
- la valeur actualisée de l'économie fiscale attachée aux déficits reportables, appréciée séparément compte tenu de leur utilisation attendue dans le plan d'affaires ;
- la valeur du BSA Harbert, instrument financier distinct visé par l'Offre et évalué séparément.

Sur cette base, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement d'un montant de (3 865) k€ dans le cadre de l'utilisation de la méthode DCF, tel qu'indiqué ci-dessous.

Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions

En k€	
Trésorerie au 31 décembre 2025	355
Estimation de la génération / (consommation) de trésorerie entre le 1 ^{er} janvier 2026 et la Date d'Évaluation	(671)
Valeur des économies d'impôt sur déficits reportables (a)	296
Actifs financiers hors actions propres	167
Trésorerie + économies d'impôt + actifs financiers (A)	147
Emprunts auprès des établissements de crédit	(1 121)
Avances conditionnées BPI	(132)
Affacturage	(464)
Dettes fournisseurs en souffrance > 91 jours	(978)
Comptes-courants d'associé (Webdyn) (b)	(1 227)
Provisions pour risques et charges (nettes d'IS ; brut : 76 k€)	(57)
Engagements de retraite (nets d'IS ; brut : 21 k€)	(16)
Valeur du BSA Harbert	(17)
Dettes financières brute et autres passifs assimilés (B)	(4 012)
Passage à la valeur des actions (A) + (B)	(3 865)

Sources : rapport annuel de la Société 2025, analyses SORGEM Évaluation.

Note : les provisions pour risques et charges retenues correspondent au montant comptabilisé au bilan au 31 décembre 2025, soit 76 k€, retenu net d'impôt sur les sociétés au taux de 25 %, soit 57 k€. Les engagements de retraite sont présentés séparément, pour un montant brut de 21 k€, soit 16 k€ nets d'impôt. La valeur du BSA Harbert correspond à la valeur présentée en partie V du présent rapport. Le stock de déficits reportables étant de nature à neutraliser l'impôt sur l'essentiel de l'horizon du plan, l'économie d'impôt correspondante demeure incertaine ; sa prise en compte minore la dette financière nette ajustée et majore d'autant la valeur des actions, retraitement conservateur au regard de l'appréciation du Prix d'Offre et sans incidence significative.

a) Valeur des économies d'impôt résultant des déficits fiscaux

La valeur des économies d'impôt résultant des déficits fiscaux retenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF correspond à la valeur actualisée des économies d'impôts futures de la Société. Ces économies sont actualisées, sur l'horizon explicite du plan d'affaires, au taux d'actualisation évolutif retenu pour le DCF ; au-delà de l'horizon explicite, l'extrapolation des déficits fiscaux est actualisée au taux normatif de 13,90 % (taux d'actualisation normatif correspondant au coût des fonds propres d'Adeunis à la Date d'Évaluation, hors prise en compte du profil de risque élevé sur les premiers exercices du plan, cf. §2.4). Estimées à partir des données du plan d'affaires et des hypothèses d'extrapolation et normatives retenues, la valeur de ces économies d'impôt ressort à 296 k€.

b) Traitement spécifique des dettes intragroupe

Le traitement des flux intragroupe appelle une distinction entre, d'une part, leur incidence sur les flux futurs retenus dans le plan d'affaires et, d'autre part, leur incidence patrimoniale à la Date d'Évaluation.

Les *management fees* facturés par les entités du groupe Flexitron sont appréhendés, dans le plan d'affaires, comme des charges de structure nécessaires à l'exploitation d'Adeunis (cf. §2.3.2 *infra*). En revanche, les montants déjà facturés et non réglés au 31 décembre 2025 constituent des dettes existantes de la Société, prises en compte dans les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions lorsqu'elles présentent un caractère financier.

Au 31 décembre 2025, le rapport financier annuel d'Adeunis fait notamment état (i) d'une avance en compte courant Webdyn de 1 227 k€ et (ii) de dettes fournisseurs intragroupe cumulées de 1 285 k€. Ces dettes fournisseurs intragroupe correspondent pour l'essentiel aux *management fees* facturés mais non réglés, le Groupe ayant accordé des délais de paiement afin de ne pas obérer la trésorerie d'Adeunis. Comptabilisées parmi les dettes fournisseurs et comptes rattachés, elles figurent dans le besoin en fonds de roulement au titre de la présentation patrimoniale. Pour les besoins de l'évaluation, la fraction de l'encours fournisseurs en souffrance depuis plus de 91 jours, soit 977,9 k€ au 31 décembre 2025¹⁷, constituée pour l'essentiel de ces dettes intragroupe selon les informations communiquées par la Société, s'analyse toutefois en un financement et non en un crédit fournisseur courant. Elle est en conséquence reclassée en dette assimilée dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions (cf. tableau *supra*), le solde de l'encours fournisseurs demeurant appréhendé au sein du besoin en fonds de roulement.

¹⁷ Source : rapport financier annuel 2025, §32

Corrélativement, cette fraction n'est pas reconduite comme une ressource durable dans la projection du besoin en fonds de roulement (cf. §2.3.2 *infra*).

Dans le cadre du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, nous retenons donc le principe suivant :

- les *management fees* sont intégrés dans les charges opérationnelles prévisionnelles, afin de refléter le coût économique des fonctions support nécessaires à la poursuite de l'exploitation ;
- les dettes intragroupe existantes au 31 décembre 2025, lorsqu'elles présentent un caractère financier, sont déduites séparément dans les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions ;
- ce traitement ne conduit pas à un double comptage : les charges intégrées dans les flux futurs correspondent au coût économique futur des fonctions nécessaires à l'exploitation, tandis que les dettes déduites dans les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions correspondent à des obligations déjà constituées au bilan à la Date d'Évaluation.

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires que la Société a établi et transmis dans sa version finalisée le 13 mai 2026. Les hypothèses sous-tendant ce plan d'affaires nous ont été commentées par la Société lors de plusieurs échanges en avril et mai 2026¹⁸.

Nous avons également tenu compte, pour l'appréciation des charges de structure prévisionnelles et du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, (i) des conventions de prestations de services intragroupe conclues entre Adeunis et les entités du groupe Flexitron, (ii) des informations communiquées par la Société relatives aux *management fees* facturés en 2025, aux dettes fournisseurs et aux autres dettes au 31 décembre 2025, et (iii) des réponses de la Société à nos demandes d'information, notamment sur l'absence de règlement effectif des *management fees* à la Date d'Évaluation et sur le coût *stand-alone* théorique des fonctions mutualisées.

Ce plan d'affaires se substitue au plan d'affaires antérieurement utilisé dans le cadre de l'OPAS de 2024, dont l'horizon est dépassé et dont les hypothèses de chiffre d'affaires et de marge ne se sont pas réalisées : les prévisions présentées dans la note d'information visée par l'AMF en juillet 2024 prévoyaient un retour à une profitabilité positive en 2026-

¹⁸ Sources : plan d'affaires 2026-2030 transmis par la Société ; échanges avec la Société en avril et mai 2026.

2027 ; les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2025 extériorisent un EBITDA significativement négatif (cf. *supra* §III.4, analyse historique).

2.3.2. Synthèse des hypothèses structurantes

a) Hypothèses générales

Le plan d'affaires a été établi sur un horizon explicite de cinq ans (du 1^{er} janvier 2026 au 31 décembre 2030).

Il a été établi sur une base *stand-alone*, sur la base d'une granularité comparable à celle des comptes sociaux.

Cette trajectoire correspond au plan d'affaires transmis par la Société. Elle doit être lue au regard du contexte de marché et de l'historique présentés en première partie : ces éléments n'invalident pas les hypothèses retenues, mais conduisent à les considérer comme ambitieuses et à en tenir compte dans l'estimation du taux d'actualisation.

b) Horizon explicite du plan d'affaires (2026-2030), Principales tendances

Évolution du chiffre d'affaires

Le plan d'affaires anticipe de manière volontariste une reprise du chiffre d'affaires à compter de 2026, après le repli observé en 2025 sous l'effet de la perte de deux clients importants et de la montée en puissance de la concurrence, notamment chinoise. Le chiffre d'affaires progresse à un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 12 % sur la période 2025-2030, porté par une hypothèse de gains de parts de marché et par la montée en puissance des nouveaux produits issus de l'approche *design to cost* (notamment la gamme T+H attendue au premier trimestre 2027) et de la gamme cellulaire IoT renouvelée, dont la montée en puissance commerciale est jusqu'à présent restée en deçà des attentes du management. Cette trajectoire est comparable à celle qui avait été présentée à l'occasion de l'OPAS de 2024, mais décalée de trois exercices, le niveau d'activité prévu par le précédent plan d'affaires à l'horizon de l'exercice clos en mars 2028 n'étant désormais attendu qu'en 2030.

Évolution des marges

La marge brute évolue de manière contrastée sur l'horizon du plan d'affaires. Le pic observé en 2025 (58,2 %) s'explique principalement par la mécanique des paliers tarifaires d'Adeunis sur ses produits catalogue : à très faibles volumes, les ventes s'effectuent au prix unitaire et donnent lieu à un taux de marge mécaniquement plus élevé qu'à fort volume, où des remises catalogue sont concédées. Ce niveau n'est pas considéré comme normatif. Le taux de marge se replie en conséquence en 2026, pour accompagner la stratégie d'agressivité commerciale prévue par la Société (sacrifier de la marge unitaire pour reprendre des parts de marché) et l'effet du positionnement plus agressif retenu sur

la nouvelle passerelle IRIS, avant de se redresser progressivement sur la fin de l'horizon, sans toutefois retrouver le pic atypique de 2025.

Le taux de marge d'EBITDA évolue, quant à lui, d'un niveau significativement négatif en 2025 à un niveau positif de l'ordre de 11 % du chiffre d'affaires en 2030. Cette amélioration repose conjointement sur la reprise des volumes décrite *supra* et sur un allègement significatif de la structure de coûts opérationnels d'Adeunis : l'effectif est ramené à 15 collaborateurs dès l'exercice 2027 (contre 24 au 31 décembre 2025), et les exercices ultérieurs sont conduits sans nouvelles embauches ni nouveaux investissements de capacité.

Le point d'équilibre opérationnel n'est atteint qu'en 2028, les exercices 2029 et 2030 extériorisant une marge d'EBITDA progressivement positive (6,4 % puis 11,4 % du chiffre d'affaires), niveau de rentabilité opérationnelle qu'Adeunis n'a pas atteint sur la période analysée, son excédent brut d'exploitation ajusté étant au mieux demeuré proche de l'équilibre. Cette trajectoire est obtenue sur la base d'un format opérationnel sensiblement allégé, l'économie liée à la réduction des fonctions support internes étant toutefois pour partie compensée par le maintien de *management fees* intragroupe rémunérant les fonctions mutualisées nécessaires à l'exploitation, dont le traitement est détaillé ci-après.

La réalisation de cette trajectoire demeure par ailleurs exposée à l'évolution de l'environnement concurrentiel : la pression-prix exercée par les entrants asiatiques, qui constitue le facteur déflationniste structurant du segment (cf. § III. 3.2.2 et § III. 3.2.3 *supra*), pourrait s'intensifier au-delà de ce que la Société a anticipé dans ses hypothèses de prix et de marge, et remettre en cause le redressement projeté du chiffre d'affaires et des marges. Un tel scénario ne peut être exclu ; ce risque est pris en compte, avec les autres facteurs d'incertitude pesant sur la réalisation du plan d'affaires, dans le taux d'actualisation évolutif (cf. §2.4.6 *infra*), et son incidence potentielle sur la valeur est appréciée au travers des analyses de sensibilité, qui portent notamment sur le taux de marge d'EBITDA normatif (cf. §2.6 *infra*).

Traitement des flux intragroupe et management fees

À la suite du transfert du bloc de contrôle intervenu le 15 décembre 2023, Adeunis est entrée dans le périmètre du groupe Flexitron et bénéficie de fonctions support mutualisées avec plusieurs entités du Groupe. Les conventions intragroupe communiquées couvrent principalement des prestations de direction générale, finance / comptabilité, IT et SAP, achats, production / industrialisation, marketing, ventes internationales, ainsi que

certaines fonctions juridiques et RH. Les *management fees* correspondants se sont élevés à 618 k€ sur l'exercice clos le 31 décembre 2025¹⁹.

Dans le cadre de l'analyse du plan d'affaires, ces flux ont été appréhendés comme des charges de structure nécessaires à l'exploitation d'Adeunis, et non comme des synergies à neutraliser. Les fonctions concernées existaient, ou auraient dû exister, dans une configuration *stand-alone*, soit par maintien de ressources internes, soit par recrutement, soit par externalisation auprès de prestataires tiers. La mutualisation au sein du groupe Flexitron modifie donc le mode de fourniture de ces fonctions, mais ne supprime pas leur coût économique.

Cette analyse est cohérente avec l'évolution historique de la structure de coûts postérieure à la prise de contrôle : l'effectif d'Adeunis a été réduit, notamment sur des fonctions support et d'encadrement, tandis que les fonctions correspondantes ont été partiellement reprises par les entités du Groupe. Nos travaux de reconstitution indépendante du coût économique des fonctions support nécessaires à l'exploitation d'Adeunis conduisent à considérer que le montant des *management fees* 2025, soit 618 k€, n'appelle pas de retraitement de neutralisation dans les flux prévisionnels.

Nous n'avons donc pas retenu de retraitement de neutralisation des *management fees* dans les flux de trésorerie disponibles. Leur neutralisation conduirait à retenir une structure de coûts artificiellement allégée, non représentative d'une exploitation *stand-alone* durable.

Le non-règlement des *management fees* en 2025 a bien un effet sur le BFR constaté. Nous l'appréhendons toutefois comme un financement ponctuel consenti par l'actionnaire de contrôle, et non comme une ressource durable d'exploitation. Les flux prévisionnels sont donc construits sur un BFR normatif, tandis que les montants déjà facturés et non réglés à la Date d'Évaluation sont pris en compte dans les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions. Cette approche évite un double comptage.

Évolution des investissements

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements représentent de l'ordre de 5 % à 8 % du chiffre d'affaires, dont une fraction significative correspond à des éléments en leasing (location avec option d'achat de matériel industriel et informatique) et une part complémentaire à de la production immobilisée (logiciels et développements internes). Les investissements et les dotations aux amortissements convergent progressivement sur l'horizon explicite : les dotations aux amortissements, dont le niveau historique 2024-2025 est élevé en pourcentage du chiffre d'affaires (effet de base lié à la dégradation du

¹⁹ Sources : rapport financier annuel Adeunis 2025 ; conventions intragroupe et informations communiquées par la Société ; analyses SORGEM Evaluation.

chiffre d'affaires), se normalisent à mesure de la reprise de l'activité, et atteignent en fin d'horizon du plan d'affaires un niveau proche de celui des investissements.

Évolution du besoin en fonds de roulement

La variation du besoin en fonds de roulement est estimée par la Société à un niveau stable et limité sur l'horizon explicite, en l'absence de variation matérielle des conditions de paiement clients ou fournisseurs anticipée par la Société.

Compte tenu du niveau atypique des dettes fournisseurs intragroupe au 31 décembre 2025 et de l'existence de délais de paiement accordés par le Groupe sur les *management fees*, nous avons veillé à distinguer le BFR opérationnel normatif, nécessaire à l'exploitation courante, des dettes présentant un profil financier. Les dettes intragroupe non réglées à la Date d'Évaluation ne sont donc pas assimilées à une ressource durable de BFR dans la construction de la valeur terminale ; leur incidence patrimoniale est traitée dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions.

2.3.3. Crédit d'impôt recherche

Le plan d'affaires intègre un crédit d'impôt recherche (CIR) sur l'ensemble de l'horizon explicite, pour un montant de 204 k€ en 2026 puis compris entre 142 k€ et 153 k€ par an sur la période 2027-2030, en cohérence avec la trajectoire des dépenses de R&D anticipée par la Société et avec le régime fiscal applicable. Conformément à la présentation retenue par la Société, ce produit est inscrit au sein du résultat d'exploitation prévisionnel. Le CIR ne constituant pas un produit imposable, nous l'avons exclu du résultat d'exploitation servant d'assiette au calcul de l'impôt théorique, de même que de la trajectoire de résultat fiscal retenue pour l'évaluation des économies d'impôt attachées aux déficits reportables (cf. *supra* §2.2). Nous l'avons en revanche maintenu dans les flux de trésorerie disponibles pour la totalité de son montant, dès lors qu'il donne lieu à un encaissement effectif, par imputation sur l'impôt dû ou par remboursement de la créance correspondante, y compris en l'absence d'impôt exigible.

2.3.4. Impôt sur les sociétés

Compte tenu de la trajectoire de résultat projetée, qui demeure déficitaire sur les premiers exercices du plan et ne redevient que progressivement bénéficiaire, l'impôt théorique pris en compte dans les flux explicites est nul sur les exercices 2026 à 2029 et résiduel sur l'exercice 2030. Le taux d'impôt sur les sociétés retenu pour le calcul de l'impôt théorique est de 25 %, taux normatif applicable aux sociétés françaises.

Les déficits reportables ont par ailleurs été évalués séparément et leur valeur actualisée est intégrée au passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions (cf. *supra* §2.2).

2.3.5. Hypothèses normatives et Valeur Terminale

Le flux normatif a été construit à partir des hypothèses suivantes :

- chiffre d'affaires : égal à la dernière année du plan d'affaires, indexé sur un taux de croissance long terme de 2,0 %, en cohérence avec les anticipations d'inflation à long terme en France ;
- taux de marge d'EBITDA : stable par rapport à l'année 2030, soit 11,4 % du chiffre d'affaires ;
- investissements : niveau normatif en ligne avec les dotations aux amortissements de l'année 2030, en cohérence avec un régime de croisière où les investissements correspondent au réinvestissement de maintien ;
- dotations aux amortissements : stables par rapport à l'année 2030, indexées au même rythme que le chiffre d'affaires normatif ;
- variation du besoin en fonds de roulement : taux normatif estimé en cohérence avec la variation observée sur les dernières années du plan d'affaires, proportionnée à la variation du chiffre d'affaires normatif ;
- taux d'impôt sur les sociétés : taux de droit commun applicable à Adeunis compte tenu de ses caractéristiques financières, soit 25,0 %.

2.4 Estimation du taux d'actualisation

2.4.1. Principe d'estimation du taux

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

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Le taux d'actualisation retenu correspond ainsi à un coût des fonds propres à dette nulle. Nous avons en effet considéré une absence de valeur attachée à la déduction fiscale des intérêts dans la mesure notamment où la Société ne paie pas d'impôt sur les sociétés sur l'horizon explicite, compte tenu de l'importance de ses déficits reportables.

Nous rappelons par ailleurs que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque peut être considéré d'autant plus marginal que l'effet positif (baisse du coût moyen pondéré du capital) généré par la déductibilité des intérêts financiers est notamment compensé par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite.

Compte tenu (i) du caractère structurellement déficitaire d'Adeunis à la date de notre évaluation et de la trajectoire de retour progressif à la profitabilité opérationnelle prévue dans le plan d'affaires, et (ii) du niveau d'incertitude attaché à la réalisation de cette trajectoire, nous avons retenu un taux d'actualisation à coût du capital variable (cf. *infra*) afin de refléter à la fois le risque d'exécution substantiel sur les premières années du plan d'affaires et la convergence progressive de ce risque vers son niveau normatif à mesure que les jalons du plan d'affaires sont franchis.

Le taux d'actualisation par année retenu converge vers un taux d'actualisation normatif qui est estimé sur la base d'une structure financière sans endettement. Ce taux d'actualisation normatif est estimé sur la base de paramètres de marché que nous détaillons ci-après.

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

$$KFP = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché actions} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec : KFP = coût des fonds propres ; R_f = taux sans risque ; β = bêta des actions de la société (en l'absence d'endettement) ; la prime de risque moyenne du marché actions correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque ; la prime de risque éventuelle peut correspondre par exemple à une prime de taille et/ou à une prime spécifique.

2.4.2. Taux sans risque

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

Nous avons retenu un taux sans risque, calculé à partir des données S&P Capital IQ, égal à la moyenne sur 3 mois des taux d'obligations d'État françaises d'une maturité de 15 ans et de 30 ans. Ce taux s'établit à **4,44 %** à la Date d'Évaluation.

Pour rappel, les prévisions de la Société ont été établies en euros.

2.4.3. Bêta

Compte tenu de la liquidité limitée de l'action Adeunis, son bêta historique n'a pas été retenu dans nos analyses.

Nous avons estimé le bêta à partir de deux références complémentaires : (i) une approche *bottom-up* fondée sur un panel de sociétés comparables cotées du secteur de l'électronique professionnelle et de l'IoT industriel et (ii) la base de données Damodaran (NYU Stern, fichier *Beta over Time*, mise à jour 5 janvier 2026) pour le secteur *Electronics (General)*, en analysant les bêtas désendettés corrigés de la trésorerie

(« *unlevered beta corrected for cash* ») sur l'échantillon Europe occidentale (142 sociétés), retenu comme référence principale plus représentative de l'activité d'Adeunis (équipementier d'électronique professionnelle multi-protocoles) qu'un secteur strictement *Telecom Equipment*²⁰.

Les références obtenues s'établissent dans une fourchette comprise entre 0,98 (médiane *bottom-up* échantillon global hors aberrations, $R^2 < 10\%$ exclues) et 1,04 (Damodaran *Electronics (General)*, Europe occidentale), autour d'une valeur médiane proche de 1, la médiane sur le sous-échantillon Europe seul ressortant à 1,00.

Compte tenu de la convergence de ces différentes références autour d'une valeur proche de 1, nous avons retenu un bêta désendetté de 1,00.

Ce niveau de bêta s'explique notamment par le positionnement d'Adeunis sur un marché de l'électronique professionnelle et de l'IoT industriel, dont le profil de risque global est comparable à celui du marché.

2.4.4. Prime de risque marché

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

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

À la Date d'Évaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché actions applicable dans nos méthodes d'actualisation des flux de trésorerie à 5,50 %.

Cette prime de risque du marché actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 4,2 Md\$ et 20,5 Md\$).

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF.

²⁰ Sources : S&P Capital IQ ; Damodaran, Beta over Time, mise à jour 5 janvier 2026 ; analyses SORGEM Evaluation.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Kroll aboutit à une estimation de la prime de taille de 3,95 %²¹.

La capitalisation boursière d'Adeunis à la Date d'Évaluation, ainsi que la valeur potentielle de la Société à l'horizon du plan d'affaires, positionnent effectivement la Société dans ce sous-décile.

2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Le taux d'actualisation normatif obtenu ressort à 13,89 % avant arrondi. Nous retenons un taux arrondi de 13,90 % pour Adeunis, qui correspond à notre estimation d'un coût normatif des fonds propres à dette nulle à la Date d'Évaluation.

Compte tenu (i) du caractère structurellement déficitaire d'Adeunis, (ii) de l'incertitude significative relative à la continuité d'exploitation, dépendante du maintien du soutien financier de Webdyn / Flexitron, (iii) de l'absence de rentabilité opérationnelle récurrente observée sur les derniers exercices, et (iv) du caractère ambitieux de la trajectoire de redressement retenue dans le plan d'affaires, nous avons retenu un taux d'actualisation variable afin de refléter le niveau de risque élevé attaché aux premiers exercices du plan.

À la Date d'Évaluation, Adeunis n'est pas une société en régime stabilisé. Si la Société ne présente pas le profil d'une *start-up* au sens strict, certains éléments de son profil de risque présentent des caractéristiques comparables à celles d'entreprises dont le modèle économique n'est pas encore stabilisé : absence de profitabilité démontrée sur les derniers exercices, dépendance à des financements externes, incertitude sur l'atteinte de la trajectoire commerciale et continuité d'exploitation conditionnée au soutien de l'actionnaire de contrôle.

Dans ce cadre, les différentes références consultées²² font état de taux d'actualisation retenus par les acteurs du capital investissement autour de :

- 50% - 70% pour les premières phases (« *seed* » / « *start up* ») ;
- 35% - 50% pour les secondes phases (« *early growth* » / « *second stage* ») ;
- 20% - 35% pour les sociétés s'approchant de l'introduction en bourse (« *IPO* » / « *Bridge* » / « *Expansion* »).

Afin de représenter la diminution du risque lié au passage d'étapes clés de redressement, nous avons retenu dans le cadre de nos analyses un taux d'actualisation de 30,0 % en

²¹ Source : Kroll, Cost of Capital Navigator, CRSP Deciles Size Premia, données arrêtées au 31 décembre 2025. La prime de taille retenue correspond à la prime du 10e décile CRSP, regroupant les sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,75 M\$ et 351,05 M\$, soit 4,37 %, diminuée de la prime Mid Cap de 0,42 % déjà intégrée à la prime de risque actions retenue, soit une prime additionnelle de 3,95 %.

²² Notamment les études de PwC (*PwC Deals insights: How to value a start-up business*), Damodaran (*Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges* – 2009), Vernimmen 2025 (chapitre 42 : "La création d'entreprise et le financement des start-up").

2026, puis une décroissance linéaire vers le taux normatif de 13,90 % retenu en valeur terminale. Le niveau de 30,0 % se situe dans la partie basse des références précitées et ne correspond pas aux niveaux les plus élevés observés pour des profils de risque très élevé ; il demeure ainsi mesuré au regard du profil d'Adeunis et de la situation de continuité d'exploitation décrite *supra*.

La séquence de taux retenue revient implicitement à retenir un taux d'actualisation fixe équivalent de l'ordre de 16,0 %. D'après notre expérience, ce niveau est dans le bas de la fourchette des rendements qu'un investisseur en fonds propres spécialisé dans les situations de retournement ou de *distressed* pourrait usuellement exiger pour accompagner une société présentant un profil de risque comparable.

2.5 Conclusion sur la valeur

Sur la base des hypothèses opérationnelles et du taux d'actualisation évolutif présentés *supra*, la mise en œuvre de la méthode DCF conduit, dans le scénario central, aux résultats suivants :

Synthèse de la valeur par la méthode DCF (scénario central)

En k€ (scénario central, taux évolutif)	
Somme des flux de trésorerie actualisés (2026-2030)	(1 311)
Valeur terminale actualisée	1 556
Valeur d'Entreprise	244
Passage à la valeur des actions	(3 865)
Valeur des actions	(3 620)
Nombre d'actions (en milliers)	4 568,6
Valeur par action (€)	(0,79)

Source : analyse SORGEM Evaluation.

La Valeur d'Entreprise centrale ressort positive, à 244 k€. Après prise en compte des éléments de passage à la valeur des actions, soit (3 865) k€, la valeur des actions ressort à (3 620) k€, soit une valeur par action de (0,79) €, sur la base de 4 568 561 actions (nettes des actions auto-détenues). La méthode DCF extériorise ainsi une valeur intrinsèque des actions négative, très inférieure au Prix d'Offre de 0,84 € par action.

2.6 Analyses de sensibilité

Compte tenu de la sensibilité des résultats de la méthode DCF aux paramètres clés du modèle, nous avons procédé à une analyse de sensibilité croisée portant sur le taux d'actualisation normatif et le taux de marge d'EBITDA normatif.

Cette sensibilité a été construite :

- en faisant varier le taux d'actualisation normatif de +/- 1,0 point autour du taux central de 13,90 % ;
- en faisant varier le taux de marge d'EBITDA normatif de +/- 2,0 points autour du taux central de 11,4 %.

Pour chaque niveau de taux d'actualisation normatif testé, la séquence de taux d'actualisation variable est recalculée en conservant le principe d'un taux de 30,0 % en 2026, puis d'une décroissance linéaire vers le taux normatif testé en valeur terminale.

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 1,0 point) et à la marge d'EBITDA normative retenue (+/- 2,0 points) une Valeur d'Entreprise de la Société comprise dans une fourchette allant de **(298) k€ à 902 k€**, avec une valeur centrale de **244 k€**.

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation normatif et au taux de la marge d'EBITDA normative (k€)

		Taux d'actualisation normatif				
		11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
Taux de marge d'EBITDA normatif	7,4%	(463)	(555)	(631)	(695)	(750)
	9,4%	80	(69)	(193)	(298)	(387)
	11,4%	624	416	244	99	(24)
	13,4%	1 167	902	682	497	338
	15,4%	1 711	1 388	1 120	894	701

Source : analyse SORGEM Evaluation.

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **(0,92) € à (0,64) €**, avec une valeur centrale de **(0,79) €**.

**Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation normatif
et au taux de la marge d'EBITDA normative (€)**

		Taux d'actualisation normatif				
		11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%
Taux de marge d'EBITDA normatif	7,4%	(0,93)	(0,96)	(0,98)	(1,00)	(1,02)
	9,4%	(0,81)	(0,85)	(0,89)	(0,92)	(0,94)
	11,4%	(0,69)	(0,75)	(0,79)	(0,83)	(0,86)
	13,4%	(0,58)	(0,64)	(0,70)	(0,74)	(0,78)
	15,4%	(0,46)	(0,54)	(0,60)	(0,66)	(0,70)

Source : analyse SORGEM Evaluation.

Sur l'ensemble des sensibilités retenues, la valeur par action issue de la méthode DCF demeure négative, comprise entre (0,92) € et (0,64) €. Elle reste, dans tous les cas de figure, très sensiblement inférieure au Prix d'Offre de 0,84 € par action.

À titre d'éclairage complémentaire, nous avons procédé à une analyse par actualisation inversée des flux (« DCF inversé »). Cette approche consiste, à l'inverse de la méthode DCF classique, à fixer la valeur par action au niveau du Prix d'Offre et à résoudre, hypothèse par hypothèse et toutes choses étant égales par ailleurs, le niveau que devrait prendre chacun des paramètres clés du modèle pour restituer cette valeur. Cette approche permet d'apprécier la plausibilité du Prix d'Offre au regard du profil opérationnel et financier d'Adeunis.

Les analyses présentées ci-après sont conduites toutes choses égales par ailleurs, chaque paramètre étant isolé ; elles ne constituent pas une recherche combinée de plusieurs paramètres.

Deux paramètres ont été retenus pour cette analyse :

- Taux d'actualisation (à structure de paramètres opérationnels inchangée) : à hypothèses de flux et de valeur terminale inchangées, le taux d'actualisation constant qui restitue une valeur par action de 0,84 € ressort à 5,7 %, à comparer au taux d'actualisation constant équivalent ressortant de notre modèle (16,0 %), soit un écart de l'ordre de 1000 points de base. Ce niveau apparaît ainsi incompatible avec le profil de risque d'Adeunis, compte tenu notamment de sa taille, de ses pertes opérationnelles récentes et de sa dépendance financière au soutien du groupe Flexitron ;
- Taux de marge d'EBITDA normatif (à structure de taux d'actualisation inchangée) : à séquence de taux d'actualisation inchangée et toutes autres hypothèses opérationnelles inchangées, le taux de marge d'EBITDA normatif qui restitue une valeur par action de 0,84 € ressort à environ 45,5 %, à comparer au taux de marge d'EBITDA normatif de 11,4 %. Un taux de marge d'EBITDA à ce niveau

représenterait environ quatre fois la marge cible retenue par la Société et apparaît très éloigné du profil historique d'Adeunis présenté *supra*.

Les niveaux implicites des deux paramètres clés du modèle DCF ressortant à des valeurs sensiblement écartées des références de marché comme des références observées sur Adeunis et son secteur, le Prix d'Offre de 0,84 € par action apparaît, sur la base de la méthode DCF, supérieur à la valeur fondamentale intrinsèque d'Adeunis appréciée à la Date d'Évaluation.

2.7 Comparaison avec la valeur DCF issue de l'expertise Paper Audit (2024)

Nous présentons ci-après, à titre d'éclairage, une décomposition indicative de l'écart entre la valeur des actions issue de la méthode DCF retenue par Paper Audit & Conseil en 2024 et celle issue de nos travaux. Cette analyse ne vise pas à réconcilier l'ensemble des méthodes retenues par Paper Audit & Conseil, qui retenait également, à titre principal, la référence à l'acquisition de la Participation Majoritaire, la valeur liquidative et l'actif net comptable.

Décomposition indicative de l'écart entre la valeur des actions issue du DCF Paper Audit & Conseil (2024) et celle issue de nos travaux (en M€)



Source : analyse SORGEM Evaluation.

Sur cette base, la valeur des actions ressortant de la méthode DCF s'établissait à (1,9) M€ dans l'expertise Paper Audit & Conseil (date d'évaluation du 30 novembre 2023, taux d'actualisation de 13,4 %), contre (3,6) M€ dans nos propres travaux à la Date d'Évaluation. L'écart agrégé résulte de quatre effets, dont trois contribuent à la dégradation de la valeur et un l'atténue, le graphique ci-dessus isolant leurs contributions respectives : l'évolution du plan d'affaires, le décalage de la date d'évaluation, l'évolution du taux d'actualisation et l'évolution des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions.

Le quatrième effet, relatif au passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, contribue à la dégradation à hauteur de (1,9) M€ et correspond à la détérioration de l'endettement net ajusté entre les deux dates d'évaluation, sous l'effet notamment de l'augmentation de l'avance en compte courant Webdyn, de l'accroissement des dettes fournisseurs en souffrance et, de manière marginale, de la prise en compte de la valeur du BSA Harbert.

La valeur par action ressort mécaniquement moins négative malgré une Valeur des actions agrégée plus dégradée, en raison de l'augmentation du nombre d'actions de référence entre les deux dates : environ 2,27 millions d'actions dans l'expertise Paper Audit & Conseil contre 4,57 millions d'actions dans nos travaux. Dans le cas d'une Valeur des actions négative, l'augmentation du nombre d'actions réduit arithmétiquement la valeur négative par action en valeur absolue.

3. Références de valeur (à titre indicatif)

3.1 Référence au cours de bourse

3.1.1. Avant l'annonce de l'Initiateur sur son intention de déposer l'Offre

a) Évolution du cours de l'action Adeunis depuis avril 2024

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse d'Adeunis depuis le 15 avril 2024 jusqu'au 15 avril 2026 (l'indice Euronext Growth Paris est également présenté à titre informatif sur la même période).



Sources : S&P Capital IQ au 29 mai 2026, analyses SORGEM Evaluation, Presse, Adeunis.

Légende	Date	Évènement
1	13/06/2024	Dépôt par Webdyn du projet d'OPAS obligatoire visant les titres d'Adeunis non détenus, au prix de 0,45 € par action, faisant suite à l'acquisition du bloc de contrôle de décembre 2023 à 0,175 €
2	08/07/2024	Publication des résultats annuels au 31/03/2024 (chiffre d'affaires de 4 793 k€ en repli de 12,1 %, résultat d'exploitation de -1 734 k€)
3	26/09/2024	Assemblée Générale Mixte : réduction du nominal des actions de 0,50 € à 0,30 € par imputation des pertes, et changement de date de clôture comptable du 31/03 au 31/12
4	22/11/2024	Publication du chiffre d'affaires semestriel au 30/09/2024 (2 840 k€, en hausse de 39,5 % sur le S1 précédent suite à un effet de rattrapage post-déstockage)
5	18/12/2024	Publication des résultats semestriels au 30/09/2024 (résultats négatifs ; capitaux propres ramenés à 506 k€ ; confirmation de l'augmentation de capital à début 2025)
6	06/02/2025	Lancement de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 0,45 € par action (décote de 42,2 % sur le cours pré-annonce de 0,778 €)
7	30/04/2025	Publication des résultats annuels au 31/12/2024 (exercice exceptionnel de 9 mois, résultat d'exploitation de -764 k€, capitaux propres ramenés à 226 k€)
8	21/07/2025	Publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2025 (2 215 k€, en baisse de 20,1 % par rapport au S1 pro forma, suite à des difficultés techniques chez deux clients)
9	09/10/2025	Publication des résultats semestriels au 30/06/2025 (capitaux propres à nouveau inférieurs à la moitié du capital social, à 318 k€)
10	21/01/2026	Publication du chiffre d'affaires de l'exercice 2025 (4 369 k€, en baisse de 22,1 % par rapport à l'exercice 2024 pro forma)
11	15/04/2026	Dernier jour de cotation avant la suspension demandée par la Société préalablement à l'annonce, le 17 avril 2026, du projet d'OPAS-RO Webdyn au prix de 0,84 € par action

Nous relevons que le cours d'Adeunis a évolué plus favorablement que l'indice Euronext Growth sur la période. Cette observation doit toutefois être interprétée avec prudence, compte tenu de la faible liquidité du titre, de l'étroitesse du flottant et des événements intervenus sur la période. Elle ne constitue pas, à elle seule, un indicateur de l'évolution de la valeur intrinsèque de la Société.

3.1.2. Cours moyen pondéré par les volumes

Le tableau ci-après présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'au 15 avril 2026 (dernier jour de cotation avant la suspension demandée par la Société préalablement à l'annonce du projet d'OPAS-RO) :

*Attestation d'équité concernant l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Adeunis
et le bon de souscription d'actions émis par celle-ci*
Rapport SORGEM Évaluation

	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	24 mois
<i>Date de début d'analyse (incluse)</i>	15/04/2026	15/03/2026	15/01/2026	15/10/2025	15/04/2025	15/04/2024
<i>Date de fin d'analyse (incluse)</i>		15/04/2026	15/04/2026	15/04/2026	15/04/2026	15/04/2026
Cours moyen (€)	0,73	0,75	0,70	0,68	0,67	0,63
Cours le plus haut (€)		0,90	0,90	0,90	0,90	0,95
Cours le plus bas (€)		0,56	0,52	0,52	0,51	0,44
Volume cumulé	47 650	140 660	187 750	256 300	544 250	1 423 190
<i>En % du flottant</i>		13,5%	18,0%	24,5%	52,1%	136,1%
<i>En % du capital</i>		3,1%	4,1%	5,6%	11,9%	31,2%
Volume moyen	47 650	6 698	2 980	2 034	2 143	2 785
Volume annualisé		1 701 316	756 960	516 668	544 250	707 417
<i>En % du flottant</i>		162,7%	72,4%	49,4%	52,1%	67,7%
<i>En % du capital</i>		37,2%	16,6%	11,3%	11,9%	15,5%
Nb de jours avec échanges		18	54	105	213	453
Nb de jours de bourse		21	63	126	254	511
Moyenne bid-ask spread		9,85%	9,57%	9,16%	10,16%	10,56%

Sources : S&P Capital IQ au 29 mai 2026, analyses SORGEM Evaluation.

Sur la période d'analyse arrêtée au 15 avril 2026, le cours moyen pondéré par les volumes de l'action Adeunis s'est établi à 0,63 € sur 24 mois, 0,67 € sur 12 mois, 0,68 € sur 6 mois, 0,70 € sur 3 mois et 0,75 € sur 1 mois, tandis que le cours de clôture du 15 avril 2026 s'est établi à 0,725 €.

Il convient néanmoins de relever que la liquidité du titre apparaît particulièrement réduite : sur les douze derniers mois, le volume cumulé échangé ne représente que 52,1 % du flottant et 11,9 % du capital, pour un volume quotidien moyen de l'ordre de 2 143 titres. L'écart moyen entre prix acheteur et prix vendeur ressort par ailleurs à 10,16 % sur 12 mois et 9,85 % sur le dernier mois. Le titre n'a fait l'objet d'aucune cotation sur 16,1 % des séances ouvertes sur les 12 derniers mois (41 séances sans échange sur 254 séances), traduisant l'absence quasi-systématique d'intérêt acheteur ou vendeur à plusieurs reprises au cours de l'exercice.

Cette atonie des échanges est par ailleurs renforcée par l'étroussure structurelle du flottant : à la suite de l'OPAS de 2024 et de l'augmentation de capital de février 2025, Webdyn détient 76,67 % du capital, l'auto-détention représentant 0,6 %, soit un flottant résiduel de 22,75 % (1 045 383 actions). Au rythme observé sur les 12 derniers mois, près de deux années seraient nécessaires pour que la totalité du flottant fasse l'objet d'une rotation, ce qui apparaît particulièrement élevé pour une valeur cotée.

Il convient par ailleurs de noter que le contrat de liquidité mis en place par la Société a été suspendu en décembre 2023, à la date d'annonce du projet d'OPAS Webdyn 2024 visant Adeunis, et n'a pas été réactivé depuis.²³ Webdyn n'ayant par ailleurs réalisé aucune acquisition sur le marché depuis la clôture de l'OPAS de 2024, les volumes

²³ Sources : rapport financier annuel Adeunis 2025, page 18

observés sur la période d'analyse traduisent ainsi intégralement les transactions à l'achat et à la vente initiées par les actionnaires minoritaires d'Adeunis, sans intervention d'un prestataire de service d'investissement agissant pour le compte de la Société ni d'achats programmés de l'actionnaire de contrôle. Ce constat conforte la lecture du cours de bourse comme reflet de l'équilibre offre/demande sur le marché, mais souligne également l'absence de mécanisme de soutien à la liquidité du titre sur la période.

Le ratio Amihud ILLIQ, indicateur standard mesurant la sensibilité du cours aux volumes échangés, passe de 289,68 sur 24 mois à 510,17 sur 12 mois et 809,81 sur le dernier mois. Plus le ratio est élevé, plus le titre est illiquide. Au niveau de 510,17 sur douze mois, un volume échangé d'un million d'euros impliquerait théoriquement une variation de cours de l'ordre de 510 %, soit environ 5,1 % pour 10 k€ échangés. Une telle élasticité rend, en pratique, impossible la cession d'une quantité significative de titres sur un tel marché, a fortiori au cours du jour.

Compte tenu de la faible liquidité du titre et du caractère limité du flottant, la référence au cours de bourse n'est pas retenue à titre principal. Elle conserve néanmoins une valeur d'observation et est, à ce titre, présentée à titre indicatif, sans constituer un fondement de l'appréciation du caractère équitable de l'Offre.

Elle conduit à une valeur par action comprise entre 0,63 € et 0,75 € selon l'horizon retenu pour l'analyse (données arrêtées au 15 avril 2026).

3.1.3. Après l'annonce de l'Initiateur sur son intention de déposer l'Offre

Nous présentons, à titre d'information, l'évolution du cours de bourse entre le 17 avril 2026, après l'annonce de l'Initiateur sur son intention de déposer l'Offre, et le 5 juin 2026.

Entre le 17 avril 2026 et le 5 juin 2026, le cours de l'action Adeunis a fluctué entre 0,73 € et 0,86 €, pour un cours moyen pondéré par les volumes de 0,82 €. À la Date d'Évaluation, le cours de clôture ressort à 0,84 €, soit un niveau aligné sur le Prix d'Offre. Cette observation, postérieure à l'annonce de l'Offre, est présentée à titre informatif et ne constitue pas une référence d'appréciation autonome du Prix d'Offre.²⁴

Nous rappelons qu'en raison de son caractère postérieur à l'annonce de l'Offre, ainsi que de la liquidité extrêmement restreinte du titre et des inefficiences d'un marché peu profond (cf. analyses *supra*), cette observation ne constitue pas un indicateur fiable de la valeur intrinsèque de la Société.

3.2 Références aux transactions sur le capital de la Société

Cette approche consiste à apprécier le Prix d'Offre au regard des transactions intervenues sur le capital de la Société.

Sur la période récente, trois opérations significatives ont été identifiées²⁵ :

- l'acquisition par Webdyn du bloc majoritaire détenu par TempoCap et Capital Export, le 15 décembre 2023, au prix de 0,175 € par action ;
- l'offre publique d'achat simplifiée (« OPAS ») initiée par Webdyn en juillet 2024, au prix de 0,45 € par action ;
- l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires réalisée le 28 février 2025, au prix d'émission de 0,45 € par action.

La pertinence de chacune de ces opérations comme référence d'évaluation est appréciée ci-après.

²⁴ Source : S&P Capital IQ au 5 juin 2026, analyses SORGEM Evaluation.

²⁵ Sources : communiqués Adeunis ; note d'information Webdyn et note en réponse Adeunis relatives à l'OPAS 2024 ; décision de conformité AMF n° 24-289 du 9 juillet 2024 ; rapport financier annuel Adeunis 2025 ; procès-verbaux et décisions sociales communiqués.

3.2.1. Acquisition du bloc majoritaire en décembre 2023

Le 15 décembre 2023, Webdyn a acquis auprès des fonds TempoCap 2 LP, TempoCap 2S LP et Capital Export, sur la base d'un contrat-cadre de cession conclu le 4 décembre 2023, un bloc d'actions Adeunis représentant 53,22 % du capital, au prix unitaire ferme de 0,175 € (avec complément de prix conditionnel).

Cette opération constitue une transaction privée négociée entre Webdyn et les actionnaires de contrôle sortants, dans un contexte de cession du contrôle. Le prix retenu reflète les caractéristiques propres à ce type d'opération :

- il s'agit d'une transaction de gré à gré portant sur le contrôle de la Société, et non d'une offre de sortie destinée aux actionnaires minoritaires ;
- le prix négocié intègre l'appréciation par le cédant et le cessionnaire des perspectives de redressement de la Société, qui présentait alors une trajectoire opérationnelle dégradée nécessitant un soutien capitalistique et industriel significatif de la part d'un nouvel actionnaire de référence ;
- il s'agit d'une transaction de gré à gré portant sur un bloc de contrôle, dont le prix reflète les paramètres propres à la négociation entre cédants et acquéreur, notamment la situation financière de la Société, le risque de redressement et le soutien à apporter par le nouvel actionnaire de référence ; elle ne constitue donc pas une référence directement transposable à une offre publique de sortie visant les minoritaires.

Dans le cadre de l'OPAS de juillet 2024 (cf. *infra*), Webdyn avait proposé aux actionnaires minoritaires un prix de 0,45 € par action, soit une prime de 157 % par rapport au prix d'acquisition du bloc.

L'ancienneté de la transaction (près de deux ans et demi à la Date d'Évaluation), conjuguée à la dégradation substantielle de la situation financière de la Société depuis (passage en capitaux propres négatifs à fin 2025, perspective d'un Coup d'accordéon), affecte également sa pertinence comme référence directe.

Compte tenu (i) de la nature de l'opération (acquisition de bloc de contrôle de gré à gré) et (ii) de son ancienneté, nous avons retenu la référence au prix d'acquisition du bloc majoritaire de décembre 2023, soit 0,175 € par action, à titre indicatif uniquement.

Le Prix d'Offre de 0,84 € par action extériorise une prime de 380,0 % par rapport à ce prix. Cette prime traduit en particulier la pratique de marché consistant à offrir aux actionnaires minoritaires un prix supérieur à celui négocié pour l'acquisition du contrôle, déjà appliquée dans le cadre de l'OPAS de juillet 2024 (prime de 157 % sur le prix du bloc, cf. *supra*), et reconduite, à un niveau encore plus marqué, dans le cadre de la présente Offre.

3.2.2. OPAS de juillet 2024

Comme exposé en § I.2.1 *supra*, Webdyn a initié à l'été 2024 une offre publique d'achat simplifiée préalable à un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Adeunis non détenues, au prix unitaire de 0,45 € par action, déclarée conforme par l'AMF (décision de conformité emportant visa n° 24-289 du 9 juillet 2024).

Le caractère équitable du prix de 0,45 € avait été attesté par le cabinet Paper Audit & Conseil, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration d'Adeunis le 31 janvier 2024.

Cette opération constitue en nature la référence la plus directement comparable au projet d'OPAS objet du présent rapport : même initiateur, même catégorie d'offre publique, même cible. Néanmoins, plusieurs éléments limitent sa pertinence comme référence d'évaluation pour l'appréciation du Prix d'Offre :

- l'ancienneté de l'opération (près de deux ans à la Date d'Évaluation) ;
- la modification substantielle du contexte financier et patrimonial de la Société depuis cette date : à la clôture de l'exercice au 31 mars 2024, les capitaux propres comptables s'établissaient à 895 k€ (soit 0,39 € par action) ; au 31 décembre 2025, ils sont devenus négatifs à hauteur de (1 596) k€ (soit (0,35) € par action), traduisant la persistance des pertes (résultat net 2025 de (2 774) k€) ;
- l'absence, en juillet 2024, de toute perspective annoncée de recapitalisation par Coup d'accordéon, alors qu'une telle opération est désormais prévue par l'Initiateur (cf. § VI Accords connexes).

Compte tenu (i) de l'ancienneté de l'opération et (ii) de la dégradation substantielle de la situation patrimoniale et financière de la Société depuis cette date, nous avons retenu la référence au prix de l'OPAS de juillet 2024, soit 0,45 € par action, à titre indicatif uniquement.

Le Prix d'Offre de 0,84 € par action extériorise une prime de 86,7 % par rapport à ce prix, alors même que la situation économique et patrimoniale sous-jacente s'est nettement détériorée sur la période séparant les deux offres.

3.2.3. Augmentation de capital de février 2025

Au lendemain de la clôture de l'OPAS de juillet 2024 et compte tenu de la poursuite des pertes opérationnelles, Adeunis a procédé, le 28 février 2025, à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, pour un montant brut total de 1 034 k€, par émission de 2 297 770 actions nouvelles au prix unitaire de 0,45 €.

L'opération a été intégralement souscrite, y compris au titre de l'engagement de garantie de Webdyn, dont la participation est passée de 71,50 % à 76,67 % du capital à l'issue de l'opération. La part très majoritaire de cette souscription provient ainsi de l'Initiateur lui-même.

Cette souscription intégrale ne constitue toutefois pas, en elle-même, une validation du prix d'émission comme référence de valeur intrinsèque : l'opération répondait à un besoin de financement, était garantie par Webdyn et, pour les actionnaires souhaitant conserver leur exposition, l'exercice des droits permettait d'éviter la dilution.

Cette référence présente deux limites principales :

- elle relève d'une opération de nature différente d'une offre de sortie : le prix d'émission d'une augmentation de capital avec maintien du DPS est généralement fixé en fonction du cours de bourse et des conditions de marché, le cas échéant avec une décote destinée à favoriser la souscription, et non par une analyse multicritère de la valeur intrinsèque de la Société ;
- elle s'inscrit dans un contexte financier spécifique : les fonds levés visaient à apporter à la Société les ressources nécessaires à la poursuite de son exploitation et au financement de son plan de redressement, dans une situation de tension de trésorerie.

On notera par ailleurs que, malgré l'apport de fonds réalisé par cette augmentation de capital, la persistance des pertes opérationnelles au cours de l'exercice 2025 (résultat net de (2 774) k€) a conduit à une nouvelle dégradation de la situation patrimoniale, les capitaux propres redevenant négatifs à fin 2025 à hauteur de (1 596) k€. Cette dégradation justifie précisément le projet de recapitalisation par Coup d'accordéon prévu dans le cadre de la présente opération.

Compte tenu (i) de la nature de l'opération (augmentation de capital avec maintien du DPS, dont les modalités de fixation du prix diffèrent de celles d'une offre publique) et (ii) du contexte de tension financière dans lequel elle s'est inscrite, nous avons retenu la référence au prix d'émission de l'augmentation de capital de février 2025, soit 0,45 € par action, à titre indicatif uniquement.

Le Prix d'Offre de 0,84 € par action extériorise une prime de 86,7 % par rapport à ce prix, identique à celle observée par rapport au prix de l'OPAS 2024, alors même que la situation patrimoniale de la Société s'est entre-temps dégradée jusqu'à un niveau de capitaux propres négatifs nécessitant la mise en œuvre d'un Coup d'accordéon.

V. EVALUATION DU BSA

1. Caractéristiques contractuelles du BSA

En complément de la souscription par le fonds Harbert European Growth Capital Fund II SCSp (« Harbert ») d'un emprunt obligataire de 2 M€, Adeunis a émis, au bénéfice de Harbert, un BSA. Autorisée par l'assemblée générale du 17 septembre 2019, l'émission a été décidée par le Conseil d'administration du 28 octobre 2019, date à laquelle le contrat d'émission a été conclu entre la Société et Harbert. Le BSA, émis à titre gratuit, est librement cessible par Harbert et non coté²⁶.

À l'origine, le BSA donnait droit à la souscription de 70 796 actions Adeunis pour un prix d'exercice global de 240 000 euros, soit un prix implicite par action de 3,390 euros. Le BSA est exerçable à tout moment jusqu'à son échéance, fixée au 28 octobre 2029.

À la suite de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires réalisée le 28 février 2025, et conformément à son contrat d'émission ainsi qu'aux dispositions du 3° de l'article L. 228-99 du Code de commerce et du 1° a) de l'article R. 228-91 du Code de commerce, les droits du porteur du BSA Harbert ont été ajustés par décision du Président Directeur Général, sur délégation du Conseil d'administration. L'ajustement a été opéré en appliquant à l'ancienne parité d'exercice le rapport entre la valeur du droit préférentiel de souscription et la valeur de l'action après détachement de ce droit, mesurées en moyenne des premiers cours cotés pendant la période de négociation²⁷.

²⁶ Sources : contrat d'émission du BSA conclu le 28 octobre 2019 entre Adeunis et Harbert European Growth Capital Fund II SCSp ; procès-verbal du Conseil d'administration d'Adeunis du 28 octobre 2019 ; rapports financiers annuels Adeunis 2024 et 2025.

²⁷ Sources : décision du Président-Directeur Général d'Adeunis du 28 février 2025 portant ajustement des droits du porteur du BSA Harbert ; rapports financiers annuels Adeunis 2024 et 2025.

Les caractéristiques actuelles du BSA, telles qu'elles résultent de cet ajustement, sont synthétisées ci-après.

Caractéristiques actuelles du BSA Harbert (post-ajustement du 28 février 2025)

Paramètre	Valeur
Bénéficiaire	Harbert European Growth Capital Fund II SCSp
Date d'émission	28 octobre 2019
Prix d'émission du BSA	Gratuit
Échéance	28 octobre 2029
Cessibilité	Librement cessible ; non coté
Parité d'exercice maximale	78 371,17 actions (vs 70 796 avant ajustement)
Prix d'exercice global	240 000 € (inchangé)
Prix implicite par action	3,062 € (vs 3,390 € avant ajustement)
Représentation en capital	1,7 % du capital social actuel

Source : Société, rapports financiers annuels 2024 et 2025, communiqué du 17 avril 2026 ; analyses SORGEM Evaluation.

2. Évaluation

Le BSA Harbert n'étant pas coté, sa valeur a été appréciée au moyen d'un modèle théorique. Nous avons retenu le modèle de Black-Scholes, en assimilant la date d'exercice à la date d'échéance du BSA, fixée au 28 octobre 2029. Cette approche nous paraît adaptée dès lors que le sous-jacent est une action ne distribuant pas de dividendes, l'exercice anticipé d'une option d'achat ne présentant pas, dans ce cas, d'intérêt économique particulier. Le BSA étant très significativement en dehors de la monnaie, dès lors que le prix d'exercice (3,062 € par action) est très supérieur au sous-jacent retenu dans le cas central (0,725 €), sa valeur intrinsèque est nulle et sa valeur se réduit à sa seule valeur temps.

Pour les besoins de l'évaluation du BSA, le sous-jacent retenu dans le cas central correspond au dernier cours de clôture de l'action Adeunis non affecté par l'annonce de l'Offre, soit 0,725 € au 15 avril 2026, sur la base des données S&P Capital IQ. Ce choix permet de retenir une référence de marché antérieure à l'annonce de l'Offre et d'éviter que le sous-jacent intègre déjà l'effet du Prix d'Offre ou du cours post-annonce. Le cours de clôture à la Date d'Évaluation, soit 0,84 € au 5 juin 2026, aligné sur le Prix d'Offre, est présenté à titre de sensibilité. Pour information, nous n'avons pas retenu la valeur intrinsèque des actions ressortant de la méthode DCF, celle-ci étant négative et en tout

état de cause elle aurait fait ressortir une valeur du BSA inférieure à celle retenue dans le présent rapport.

Les principaux paramètres de marché retenus dans le modèle ont été déterminés à partir des données S&P Capital IQ. La volatilité retenue, soit 88,1 %, correspond à la volatilité annualisée des rendements hebdomadaires de l'action Adeunis, arrêtée au 10 avril 2026, dernier vendredi de cotation précédant l'annonce de l'Offre, sur une durée historique équivalente à la maturité résiduelle du BSA, soit environ 3,40 ans. Cette mesure pré-annonce est cohérente avec le sous-jacent retenu dans le cas central. Dans la sensibilité fondée sur un sous-jacent de 0,84 €, le maintien de cette volatilité demeure favorable au porteur du BSA, le cours post-annonce étant davantage ancré par les termes de l'Offre et reflétant mécaniquement moins l'incertitude propre à la trajectoire d'Adeunis.

Paramètres et résultat de l'évaluation du BSA Harbert (modèle de Black-Scholes)

Paramètre	Valeur
Modèle	Black-Scholes
Sous-jacent (S)	0,725 € (cours de clôture au 15 avril 2026)
Prix d'exercice (K)	3,062 € par action
Parité d'exercice	78 371 actions
Date d'Évaluation	5 juin 2026
Date d'échéance	28 octobre 2029
Maturité (T)	≈ 3,40 ans
Volatilité (σ)	88,1 %
Taux sans risque (r)	2,88 %
Taux de dividende	0 %
Marge de prêt-emprunt (repo)	0 %
Valeur par action sous-jacente	0,218 €
Valeur totale du BSA	17 087 €

Sources : rapport financier annuel 2025 ; données de marché S&P Capital IQ (cours de bourse Adeunis et courbe des swaps EUR) ; analyses SORGEM Evaluation. Le taux sans risque correspond au taux swap EUR interpolé à la maturité résiduelle du BSA.

Sur la base de ces paramètres, la valeur du BSA Harbert ressort à 0,218 € par action sous-jacente, soit environ 17 087 € pour le BSA (parité de 78 371 actions). Le Prix d'Offre proposé pour le BSA, soit 22 700 €, est supérieur à cette valeur (prime +32,8 %). À titre de sensibilité, en retenant un sous-jacent de 0,84 €, correspondant au Prix d'Offre des actions ordinaires et au cours de clôture à la Date d'Évaluation, la valeur du BSA ressortirait à 0,277 € par action sous-jacente, soit 21 712 € pour le BSA ; le Prix d'Offre du BSA extérioriserait alors une prime d'environ +4,6 %. Le Prix d'Offre du BSA couvre ainsi la valeur issue de nos travaux, y compris dans cette sensibilité favorable au porteur du BSA.

3. Évolution par rapport à l'expertise Paper Audit (2024)

À l'occasion de l'OPAS de 2024, le précédent expert indépendant, Paper Audit & Conseil, avait évalué le BSA selon le même modèle de Black-Scholes, sur la base d'un sous-jacent de 0,45 € (Prix de l'Offre de 2024), d'un prix d'exercice de 3,39 € par action, d'une parité de 70 796 actions, d'une maturité résiduelle de 5,9 années et d'une volatilité de 51,0 %, aboutissant à une valeur de 2 423 € (0,0342 € par action sous-jacente). La valeur du BSA ressortant de nos travaux est sensiblement supérieure. Cette évolution résulte principalement de facteurs favorables à la valeur du BSA, partiellement atténués par la réduction de la maturité résiduelle, que nous n'avons pas quantifiés individuellement :

- dans une large mesure, la forte hausse de la volatilité (de 51,0 % à 88,1 %), qui accroît la valeur temps de l'option, ainsi que la progression du sous-jacent retenu (de 0,45 € dans l'expertise 2024 à 0,725 € dans nos travaux), qui rapproche, toutes proportions gardées, l'option de la monnaie : ces deux effets concourent, de façon prépondérante, à augmenter la valeur du BSA ;
- dans une moindre mesure, l'ajustement de la parité intervenu en février 2025 (parité portée de 70 796 à 78 371 actions et prix d'exercice par action ramené de 3,39 € à 3,062 €), qui joue également à la hausse ;
- en sens inverse et dans une moindre mesure, l'effet du temps : la maturité résiduelle s'étant réduite (d'environ 5,9 ans à environ 3,40 ans), la valeur temps de l'option s'en trouve diminuée, ce qui atténue partiellement les effets précédents.

Au net, ces évolutions se traduisent par une valeur du BSA supérieure à celle retenue en 2024, le BSA demeurant toutefois très significativement en dehors de la monnaie.

VI. ACCORDS, OPERATIONS CONNEXES ET AUTRES ELEMENTS EXAMINES AU REGARD DE L'OFFRE

1. Cadre réglementaire et périmètre de revue

1.1 Cadre réglementaire

Conformément à l'article 261-1 I, 4° du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant est requise « *lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* ».

Dans le cadre de la présente Offre, ce fondement réglementaire vise principalement le projet de réduction de capital à zéro motivée par des pertes, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, bénéficiant d'un engagement de souscription de Webdyn portant sur 100 % de son montant, le Coup d'accordéon. Cette opération est expressément présentée comme une opération connexe à l'Offre dans la documentation transmise à l'AMF.

Notre analyse a donc consisté à examiner si le Coup d'accordéon, par ses modalités, son calendrier et son articulation avec l'Offre, était susceptible de remettre en cause l'équité du prix proposé aux actionnaires minoritaires ou de créer une rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires.

1.2 Périmètre des éléments examinés

Au terme de nos diligences, le Coup d'accordéon constitue la seule opération connexe à l'Offre au sens de l'article 261-1 I, 4° précité. Il fait l'objet d'une analyse spécifique dans la présente section, portant notamment sur :

- ses modalités juridiques et financières ;
- son articulation avec l'Offre préalable ;
- l'équivalence économique entre le Prix de l'Offre et le prix qui aurait été proposé dans le cadre d'une offre publique obligatoire (« OPO ») théorique postérieure au Coup d'accordéon ;
- les options effectivement ouvertes aux actionnaires minoritaires ;
- l'absence de dispositions susceptibles de porter atteinte à leurs intérêts.

Nous avons par ailleurs pris connaissance des autres conventions, engagements ou instruments mentionnés dans la documentation mise à notre disposition, notamment les flux intragroupe et *management fees*, la lettre de soutien financier de Flexitron, l'avenant au contrat de travail de M. Jean-Luc Baudouin, la convention de prestation de services conclue avec M. Jacques Letzelter, ainsi que le BSA Harbert.

Ces éléments n'appellent pas, selon nous, de développement spécifique au titre des opérations connexes à l'Offre :

- les flux intragroupe et *management fees* sont analysés dans le cadre de notre appréciation du plan d'affaires, des agrégats prévisionnels retenus et du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions ;
- la lettre de soutien financier de Flexitron relève de l'appréciation de la continuité d'exploitation d'Adeunis et non de l'analyse des accords connexes à l'Offre ;
- l'avenant au contrat de travail de M. Jean-Luc Baudouin et la convention de prestation de services conclue avec M. Jacques Letzelter ne sont pas conditionnés à l'Offre et ne présentent pas, au regard des informations communiquées, d'incidence significative sur le Prix de l'Offre ;
- le BSA Harbert, qui constitue un instrument financier distinct visé par l'Offre, fait l'objet d'une évaluation spécifique dans une section dédiée du présent rapport.

2. Analyse du Coup d'accordéon

2.1 Description factuelle

Le 17 avril 2026, Adeunis a annoncé, conjointement au projet d'Offre, un projet de recapitalisation prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par les pertes, sous condition suspensive de la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (ensemble, le « Coup d'accordéon »).

Les principaux paramètres du Coup d'accordéon sont synthétisés ci-après.

Paramètres du Coup d'accordéon

Composante	Valeur
Nombre d'actions en circulation (hors auto-détention)	4 568 561 actions (4 595 540 actions émises, dont 26 979 auto-détenues)
Réduction de capital	Annulation des 4 595 540 actions, à concurrence des pertes accumulées
Prix de souscription à l'augmentation de capital	0,84 € par action nouvelle (identique au Prix d'Offre)
Montant brut de l'augmentation de capital	environ 1 700 k€
Nombre d'actions nouvelles émises	environ 2 023 810 actions (1 700 k€ / 0,84 €)
Engagement de souscription de Webdyn	100 % du montant, dont 1 227 k€ par compensation avec sa créance en compte courant et le solde (environ 473 k€) en numéraire
Conditions suspensives	(i) Approbation par l'Assemblée générale des actionnaires, convoquée le 25 juin 2026 ; (ii) Décision de conformité de l'AMF sur l'Offre
Calendrier prévisionnel	Offre au cours du T3 2026 ; Coup d'accordéon postérieurement à la clôture de l'Offre et avant la fin 2026, dans l'hypothèse où la Société demeurerait cotée

Sources : communiqué de presse Adeunis du 17 avril 2026 ; rapport financier annuel 2025 ; analyses SORGEM Evaluation.

La mécanique d'ensemble est la suivante : la réduction de capital ramène la valeur nominale (et l'apport des actionnaires) à zéro par annulation de la totalité des actions existantes ; l'augmentation de capital subséquente émet de nouvelles actions, ouvertes en priorité aux anciens actionnaires via leur droit préférentiel de souscription, au prix de 0,84 € par action nouvelle.

À l'issue du Coup d'accordéon, Webdyn détiendrait au minimum 76,67 % du capital (sa participation actuelle), et davantage selon le taux de souscription des actionnaires

minoritaires à l'augmentation de capital et l'issue de l'Offre. Les capitaux propres d'Adeunis, négatifs au 31 décembre 2025 à hauteur de (1 596) k€, seraient renforcés à concurrence de 1 700 k€, ce qui ne suffirait pas à les rétablir au-dessus de la moitié du capital social mais améliorerait significativement la structure bilancielle.

2.2 Qualification réglementaire

Le Coup d'accordéon présente deux dimensions réglementaires qu'il convient de distinguer.

2.2.1. Opération connexe au sens de l'article 261-1 I, 4° du RG AMF

Dans la notification adressée à l'AMF le 3 avril 2026, par laquelle le Conseil d'administration d'Adeunis a soumis la désignation de l'expert indépendant à son droit d'opposition au titre de l'article 261-1-1 du Règlement général de l'AMF, le Coup d'accordéon a été expressément qualifié d'opération connexe à l'Offre au sens de l'article 261-1 I, 4° du même règlement. Cette qualification constitue, aux côtés de l'article 261-1 I, 1° (société déjà contrôlée par l'Initiateur) et de l'article 261-1 I, 5° (Offre visant des instruments financiers de catégories différentes), l'un des trois fondements de la désignation de SORGEM Évaluation, devenue définitive le 21 avril 2026 en l'absence d'opposition de l'AMF.

L'analyse présentée dans cette section se rattache à ce fondement et examine si le Coup d'accordéon, considéré dans son interaction avec l'Offre, comporte des dispositions susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

2.2.2. Franchissement induit du seuil de 50 % et conditions de la dispense d'offre publique post-Coup d'accordéon

La réduction de capital à zéro a pour effet, par sa mécanique propre, de ramener à zéro la participation de l'ensemble des actionnaires, y compris celle de Webdyn. L'augmentation de capital qui suit reconstitue ensuite cette participation à un niveau égal ou supérieur à 76,67 %. Ce mouvement a pour conséquence un franchissement à la baisse puis à la hausse du seuil de 50 % du capital et des droits de vote par Webdyn, franchissement qui, en application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, déclencherait normalement le dépôt d'une offre publique d'achat obligatoire post-Coup d'accordéon sur les titres non détenus par Webdyn.

Le communiqué de presse du 17 avril 2026 explicite la solution retenue : « *Il sera en conséquence demandé à l'AMF de constater, dans sa décision de conformité relative à l'Offre, que le projet d'Offre répond aux conditions des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF relatives à la mise en œuvre d'une offre publique obligatoire*

du fait du franchissement du seuil de 50 % du capital et des droits de vote résultant de la réalisation du Coup d'accordéon ».

En pratique, l'AMF dispense l'initiateur de procéder à une seconde offre publique post-recapitalisation lorsque l'offre préalable a offert aux actionnaires minoritaires des conditions financières équivalentes à celles que présenterait une éventuelle OPO post-Coup d'accordéon. La démonstration de cette équivalence est l'objet de l'analyse présentée ci-après.

2.3 Analyse d'équivalence économique entre l'Offre et une OPO théorique post-Coup d'accordéon

2.3.1. Principe du test

Le test d'équivalence consiste à comparer les deux trajectoires économiques offertes à un actionnaire minoritaire d'Adeunis, et à vérifier que la première (apport à l'Offre) n'est pas désavantageuse au regard de la seconde (conservation des actions, participation à l'augmentation de capital et apport ultérieur à une OPO théorique post-Coup d'accordéon).

Note de méthode : pour évaluer si l'Offre à 0,84 € est équivalente à ce que serait une offre théorique post-recapitalisation, on raisonne du point de vue d'un actionnaire détenant aujourd'hui une action. On suit pour cet actionnaire ce qu'il encaisse et ce qu'il décaisse dans chacun des deux scénarios. L'équivalence est atteinte lorsque le solde net est le même dans les deux cas.

2.3.2. Détermination du droit préférentiel de souscription par action ancienne

L'augmentation de capital prévoit l'émission d'environ 2 023 810 actions nouvelles (1 700 k€ / 0,84 €) au bénéfice prioritaire des 4 568 561 actions anciennes en circulation. Une action ancienne donne donc droit à la souscription d'un nombre d'actions nouvelles déterminé par le ratio de dilution :

Ratio = $2\,023\,810 / 4\,568\,561 \approx 0,443$ action nouvelle par action ancienne

Concrètement, dix actions anciennes ouvrent un droit à souscription pour environ 4,43 actions nouvelles, au prix de 0,84 € par action nouvelle, soit un décaissement de 3,72 € pour préserver une participation au prorata.

Trajectoire 1 : apport à l'Offre

L'actionnaire minoritaire apporte ses actions à l'Offre, qui est ouverte avant le Coup d'accordéon. Il encaisse :

0,84 € par action ancienne, en numéraire et sans décaissement préalable.

Trajectoire 2 : conservation, souscription au DPS, puis cession à l'OPO théorique post-Coup d'accordéon

L'actionnaire minoritaire conserve ses actions, n'apporte pas à l'Offre, et participe à l'augmentation de capital subséquente pour préserver sa participation. À l'issue de la recapitalisation, il devient titulaire d'actions nouvelles et est, par hypothèse, indemnisé au prix d'une éventuelle offre publique post-Coup d'accordéon notée X € par action nouvelle.

Pour 1 action ancienne, le bilan économique s'écrit :

Décaissement DPS : $\text{ratio} \times 0,84 \text{ €} = 0,443 \times 0,84 \text{ €} \approx 0,372 \text{ €}$ par action ancienne

Encaissement à l'OPO théorique : $\text{ratio} \times X = 0,443 \times X$

Solde net : $0,443 \times X - 0,372 \text{ €}$

2.3.3. Détermination du prix critique d'équivalence

L'équivalence économique entre les deux trajectoires est atteinte lorsque :

$$0,84 \text{ €} = 0,443 \times X - 0,372 \text{ €}$$

En résolvant cette équation :

$$0,443 \times X = 0,84 \text{ €} + 0,372 \text{ €} = 1,212 \text{ €}$$

$$X \approx 2,74 \text{ € par action nouvelle}$$

Autrement dit : tant que le prix d'une éventuelle OPO post-Coup d'accordéon serait inférieur ou égal à 2,74 € par action nouvelle, l'apport à l'Offre à 0,84 € reste au moins aussi favorable au minoritaire que la trajectoire de conservation et souscription au DPS. Au-delà de ce seuil, et seulement au-delà, la trajectoire de conservation deviendrait économiquement préférable.

*Note de méthode : **ce seuil ne doit pas être lu comme une estimation de valeur ni comme une anticipation du prix qui serait retenu dans une éventuelle offre publique obligatoire postérieure. Il résulte uniquement d'un test d'équivalence économique rendu nécessaire par le séquençage de l'Opération et par l'existence d'un cours de bourse servant de référence au prix de l'augmentation de capital.** Il permet de vérifier que l'Offre actuelle procure aux minoritaires une situation au moins aussi favorable que la conservation des titres avec souscription au DPS, sauf hypothèse d'un prix futur très supérieur à la valeur intrinsèque ressortant de nos travaux.*

2.3.4. Vérification par la Valeur d'Entreprise

Le même test peut être conduit non plus action par action mais à l'échelle de la Société, en Valeur d'Entreprise. Cette approche présente l'intérêt de vérifier la cohérence interne du test : les deux angles doivent converger vers un même seuil de Valeur d'Entreprise, par construction.

Note de méthode : la Valeur d'Entreprise désigne la valeur économique totale de l'activité d'Adeunis. La valeur des actions est obtenue après prise en compte des éléments de passage, notamment l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation. Le Coup d'accordéon ne modifie pas la Valeur d'Entreprise : il convertit la dette en compte courant Webdyn (1 227 k€) en fonds propres et apporte environ 473 k€ de numéraire via l'augmentation de capital, soit un effet total de 1 700 k€ sur les éléments de passage. La Valeur d'Entreprise est donc inchangée par l'opération ; seule la valeur des actions est mécaniquement accrue de cet effet.

Vérification du seuil critique d'équivalence en Valeur d'Entreprise

Composante	Vue d'accordéon	pré-Coup	Vue d'accordéon	post-Coup
Nombre d'actions de référence	4 568 561 (actions anciennes)	(actions	2 023 810 (actions nouvelles)	(actions
Prix critique d'équivalence	0,84 € / action		2,74 € / action	
Valeur des actions seuil	3 838 k€		5 538 k€	
Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions	3 865 k€		2 165 k€	
Valeur d'entreprise seuil	7 703 k€		7 703 k€	

Les deux approches convergent vers une Valeur d'Entreprise seuil de 7 703 k€, ce qui confirme la cohérence interne du test : le Coup d'accordéon est neutre en Valeur d'Entreprise, et l'équivalence économique se vérifie indifféremment du côté des actions anciennes ou des actions nouvelles.

2.3.5. Application au cas d'Adeunis

La Valeur d'Entreprise d'Adeunis ressortant de nos travaux d'actualisation des flux de trésorerie s'établit à 244 k€. Après prise en compte des éléments de passage post-Coup d'accordéon, soit (2 165) k€, la valeur des actions post-Coup d'accordéon ressortirait à (1 920) k€, soit (0,95) € par action nouvelle, niveau très significativement inférieur au seuil critique de 2,74 €.

L'écart constaté conforte le résultat du test d'équivalence présenté ci-dessus. Le tableau ci-après synthétise ce test.

Verdict du test d'équivalence

Test	Valeur de référence	Seuil critique	Résultat
Test pré-Coup d'accordéon (action ancienne)	Prix implicite SORGEM par action ancienne avant Coup d'accordéon = (0,79) €	0,84 €	Équité du Prix d'Offre démontrée
Test post-Coup d'accordéon (action nouvelle)	Valeur implicite SORGEM par action nouvelle après Coup d'accordéon = (0,95) €	2,74 €	Équivalence économique entre l'Offre et une OPO théorique après Coup d'accordéon démontrée

2.4 Options ouvertes aux actionnaires d'Adeunis dans le cadre de l'Opération

Le communiqué de presse du 17 avril 2026 décrit explicitement les trois options ouvertes aux actionnaires d'Adeunis dans le cadre de l'Opération :

1. Apporter leurs actions à l'Offre préalable initiée par Webdyn et bénéficier d'une liquidité immédiate au prix de 0,84 € par action.
2. Conserver leurs actions jusqu'à la réalisation du Coup d'accordéon et participer à l'augmentation de capital afin de détenir une participation dans la Société après le Coup d'accordéon.
3. Ni apporter leurs actions à l'Offre, ni participer à l'augmentation de capital, auquel cas leurs actions seraient annulées dans le cadre de la réduction de capital à zéro, sans indemnisation au titre de cette annulation.

La troisième option n'a vocation à se matérialiser que dans l'hypothèse où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre à l'issue de l'Offre, c'est-à-dire si les minoritaires non apporteurs représentent plus de 10 % du capital et des droits de vote.

Si le retrait obligatoire était mis en œuvre à l'issue de l'Offre, les actionnaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre seraient indemnisés au Prix d'Offre, soit 0,84 € par action. Le Coup d'accordéon n'interviendrait alors qu'après la radiation des actions de la cote.

L'architecture de l'Opération préserve donc une option de liquidité au prix de 0,84 € à l'ensemble des minoritaires, l'option de l'annulation sans indemnisation supposant un choix actif de l'actionnaire de ne participer ni à l'Offre, ni à l'augmentation de capital, étant rappelé que ce choix actif d'abstention n'a d'incidence patrimoniale que dans la branche de scénarios où le retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre.

2.5 Examen des dispositions susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires

L'examen des modalités du Coup d'accordéon conduit aux observations suivantes :

- identité du prix de souscription et du Prix d'Offre. Le prix de souscription à l'augmentation de capital (0,84 € par action) est identique au Prix d'Offre. Webdyn souscrit au même prix que celui qui est, par symétrie, proposé aux minoritaires dans l'Offre et qui leur reste accessible à travers leur droit préférentiel de souscription. Aucun avantage tarifaire n'est consenti à l'actionnaire de contrôle ;
- modalités de souscription de l'actionnaire de contrôle. La compensation de la créance en compte courant Webdyn (1 227 k€) intervient au même prix unitaire que la souscription en numéraire ouverte aux autres actionnaires (0,84 € par action). La conversion d'une dette en fonds propres au prix unitaire de l'augmentation de capital constitue une pratique standard dans les opérations de recapitalisation comparables ; elle n'est pas créatrice d'un transfert de valeur dès lors que la dette compensée est certaine, liquide et exigible, caractères confirmés par l'enregistrement comptable de l'avance et son maintien dans les états financiers 2025 d'Adeunis ;
- engagement de souscription à 100 %. L'engagement de Webdyn portant sur 100 % du montant de l'augmentation de capital sécurise la réalisation de l'opération sans créer de prime ou d'avantage particulier en faveur de l'Initiateur. Cet engagement réduit, au contraire, le risque d'échec qui pèserait, en son absence, sur les minoritaires souhaitant participer à l'augmentation de capital ;
- absence de placement réservé ou différencié. L'augmentation de capital est intégralement structurée avec maintien du droit préférentiel de souscription. Aucun placement privé réservé ni aucune émission différenciée n'est prévue, ce qui préserve l'égalité de traitement entre Webdyn et les minoritaires ;
- conditionnement et calendrier. La séquence prévue (clôture de l'Offre, puis le cas échéant retrait obligatoire, puis Coup d'accordéon sous condition d'AG) garantit que l'option de liquidité au Prix d'Offre est offerte à l'ensemble des minoritaires avant la mise en œuvre de la recapitalisation. Cette séquence assure aux minoritaires une fenêtre de décision pleinement informée ;
- continuité avec l'architecture de l'OPAS de juillet 2024. La même architecture (Prix d'Offre identique au prix de souscription à l'augmentation de capital subséquente, garantie à 100 % par Webdyn) a été retenue lors de l'OPAS de juillet 2024, dont la conformité a été constatée par l'AMF (visa n° 24-289 du 9 juillet 2024)²⁸. La présente Opération s'inscrit dans la continuité de cette architecture, à un niveau de prix

²⁸ Source : AMF, décision de conformité n° 24-289 du 9 juillet 2024 relative à l'OPAS Webdyn sur Adeunis.

rehaussé (0,84 € contre 0,45 €) et dans un contexte de capitaux propres devenus négatifs qui impose une obligation légale de reconstitution.

2.6 Conclusion

Sur la base des éléments exposés ci-dessus, nous concluons, du point de vue financier, que le Coup d'accordéon, considéré dans son interaction avec l'Offre, ne comporte pas de disposition susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires d'Adeunis au sens de l'article 261-1 I, 4° du Règlement général de l'AMF, et que l'Offre à 0,84 € par action offre aux actionnaires minoritaires des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire postérieure au Coup d'accordéon. L'appréciation des conséquences réglementaires de ce séquençage, et notamment du jeu des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, relève de la compétence de l'Autorité.

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

1. Synergies identifiées par l'Initiateur

Dans le cadre de nos travaux, l'Initiateur nous a communiqué une note datée du 6 mai 2026 décrivant les intérêts et synergies identifiés entre Adeunis et le reste du Groupe Flexitron. Les éléments transmis convergent avec ceux exposés dans le projet de note d'information de Webdyn. L'Initiateur qualifie les synergies de « *naturelles mais faibles* », et les présente selon trois axes :

- sur le plan organisationnel, le rapprochement entre Adeunis et Webdyn, deux structures de taille comparable opérant dans le secteur de l'IoT industriel et présentant des cultures et structurations proches, a permis une intégration jugée fluide et une mise en commun de capacités techniques. Cette dimension est qualitative ; aucune économie de coûts ni gain commercial n'est quantifié par l'Initiateur ;
- sur le plan commercial, l'Initiateur souligne que Webdyn et Adeunis interviennent sur des segments connexes mais distincts du marché de l'IoT, marché caractérisé par une concurrence intense et par un comportement d'achat consistant pour les clients à sélectionner indépendamment chaque brique de leur solution. L'Initiateur indique que l'association des deux offres pourrait, dans certains cas, s'avérer contre-productive, certains clients craignant une dépendance excessive à un fournisseur unique. Aucun objectif chiffré de ventes croisées ni de positionnement tarifaire n'est avancé ;
- sur le plan stratégique, l'Initiateur indique que la motivation principale de l'acquisition d'Adeunis a été l'enrichissement des compétences techniques de la R&D du Groupe, maîtrise des réseaux LPWAN et NB-IoT/LTE-M, ultra-basse consommation, contraintes environnementales et RSE, et non le développement des ventes du catalogue Adeunis. Ces éléments relèvent d'une logique stratégique et qualitative ; aucun plan d'affaires, revenu incrémental, marge additionnelle, calendrier ou montant d'investissement ne nous a été transmis permettant d'en objectiver ou d'en évaluer les effets.

L'Initiateur indique explicitement qu'il n'existe pas de plan d'affaires de synergies à court ou moyen terme, et que la visibilité quantitative sur ces synergies est « non établie à ce jour ».

2. Mise en perspective avec la précédente expertise de Paper Audit 2024

À l'occasion de la précédente offre publique d'achat simplifiée de 2024, le précédent expert indépendant Paper Audit & Conseil avait chiffré le montant des synergies économiques (« mutualisation de coûts, gestion et optimisation des dépenses ») à 96 k€ en année pleine, sur la base d'une estimation transmise par la Société. Sur cette base, partagée 50/50 entre Initiateur et Société et actualisée à durée indéfinie au taux retenu pour le DCF 2024 (13,38 %), la valeur de ces synergies ressortait, nette d'impôt, à 269 k€, soit 0,12 € par action.

Paper Audit caractérisait par ailleurs les synergies commerciales comme non chiffrables et excluait toute synergie de production, les deux sociétés disposant d'un sous-traitant commun pour des produits distincts et le sous-traitant principal d'Adeunis n'étant pas transférable.

Les éléments communiqués par l'Initiateur relatifs aux synergies ne reprennent pas le chiffrage de 2024 et qualifient les synergies de l'Opération de « naturelles mais faibles ». Ils indiquent l'absence de plan d'affaires de synergies à court ou moyen terme et relèvent en outre, ce qui n'apparaissait pas dans la communication de 2024, que l'association des offres peut s'avérer contre-productive pour certains clients. La période écoulée depuis 2024 a par ailleurs permis la mise en œuvre concrète d'une mutualisation des fonctions support, Direction financière, systèmes d'information et SAP, Direction des achats, direction générale, via une convention de prestations de services intragroupe conclue entre Webdyn et Adeunis en avril 2024. Les effets de cette mutualisation sont reflétés dans la structure de charges externes d'Adeunis depuis l'exercice clos au 31 décembre 2024, et sont intégrés au plan d'affaires sur lequel s'appuient nos travaux d'évaluation. Ce constat est expressément corroboré par l'Initiateur lui-même : le projet de note d'information indique que « les synergies de coûts attendues du rapprochement avec Webdyn lors de la prise de contrôle en décembre 2023 étaient limitées et ont été réalisées rapidement », et qu'à ce stade « l'Initiateur n'anticipe pas de synergies additionnelles significatives qui résulteraient de la poursuite de l'activité de la Société sur une base autonome ».

Nous ne retenons, dans notre évaluation des actions, aucun chiffrage de synergies opérationnelles ou commerciales. Ce constat tient avant tout à l'absence de toute quantification de ces synergies, que ni l'Initiateur ni la Société ne nous ont transmise. Il tient ensuite à leur nature même, l'Initiateur les qualifiant de « naturelles mais faibles », difficilement quantifiables et, dans certains cas, potentiellement contre-productives. Il tient enfin à ce que les seules synergies de mutualisation identifiées, portant sur les fonctions support, ont d'ores et déjà été mises en œuvre et sont reflétées dans la structure de coûts de la Société retenue pour notre plan d'affaires.

3. Cas particulier des déficits reportables

La Société dispose, à la clôture du 31 décembre 2025, d'un stock de déficits reportables de 25,4 M€²⁹, résultant de pertes accumulées de manière quasi-continue depuis 2010. Ces déficits constituent un actif fiscal latent dont la valeur économique dépend directement du rythme auquel ils peuvent être imputés sur des résultats fiscaux futurs.

Sur une base *stand-alone*, c'est-à-dire à partir de la trajectoire de résultat fiscal projetée par le plan d'affaires de la Société, la valeur actualisée des économies d'impôt correspondantes ressort à 0,3 M€. Cette valeur tient compte de la sortie du Crédit d'Impôt Recherche de la base imposable, de la prise en compte des charges d'intérêt dans la détermination du résultat fiscal et du rythme limité d'imputation que permet le retour progressif à un résultat fiscal positif à compter de 2029. Elle est intégralement intégrée au sein du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, et ne fait donc pas l'objet d'un retraitement additionnel.

Nous avons également examiné si une valeur additionnelle, distincte de la valeur *stand-alone*, devait être appréhendée au titre d'une éventuelle utilisation accélérée de ces déficits dans le cadre d'une réorganisation juridique postérieure au retrait obligatoire. Nous ne retenons pas de valeur additionnelle dans notre évaluation centrale pour les raisons suivantes :

- premièrement, l'Initiateur n'identifie aucune synergie fiscale dans sa communication relative à l'Opération. Ni le projet de note d'information, ni les éléments écrits qui nous ont été communiqués par l'Initiateur sur les synergies attendues du rapprochement, n'évoquent les déficits reportables au titre des intérêts ou synergies de l'Opération. Ces éléments présentent les synergies comme étant de nature organisationnelle, commerciale et stratégique ;
- deuxièmement, si le projet de note d'information évoque la possibilité d'une réorganisation juridique postérieure au retrait obligatoire, susceptible de prendre la forme d'une fusion-absorption d'Adeunis par l'Initiateur ou par une autre entité du Groupe, il indique qu'aucune décision n'a été prise et qu'aucune étude de faisabilité n'a été engagée concernant une telle opération. La matérialisation effective d'une fusion, son calendrier et ses modalités juridiques et fiscales ne sont donc pas objectivables à ce stade. L'application de l'article 209 II du Code général des impôts, qui permettrait, sous réserve d'un agrément, le transfert des déficits reportables à la société absorbante, ne pourrait être appréciée qu'à la date d'une éventuelle décision et au regard des conditions alors applicables ;

²⁹ Source : rapport financier annuel Adeunis 2025, note relative aux déficits reportables.

- troisièmement, l'Initiateur nous a indiqué que Webdyn disposait elle-même, au 31 décembre 2025, de déficits fiscaux reportables d'environ 2,0 M€, dont l'utilisation prévisionnelle interviendrait, selon la direction, sur un horizon de trois à quatre ans. L'Initiateur nous a également confirmé qu'aucune analyse spécifique n'avait été menée concernant l'utilisation éventuelle des déficits reportables d'Adeunis dans le cadre d'une fusion-absorption ou d'une autre réorganisation juridique, que le projet d'acquisition et de fusion avec Adeunis n'avait pas été envisagé en considération de l'exploitation de ces déficits.

Au regard de ces éléments, nous ne disposons pas d'une base suffisamment objectivée pour retenir une valeur additionnelle au titre d'une utilisation accélérée des déficits reportables. Nous ne retenons donc, dans notre évaluation centrale, que la valeur *stand-alone* de ces déficits, soit 0,3 M€, représentant de l'ordre de 0,06 € par action, déjà intégrée à notre évaluation.

À titre purement illustratif, nous avons également considéré le plafond arithmétique maximal du bouclier fiscal attaché aux déficits reportables, avant prise en compte de toute condition de faisabilité, de transfert, d'imputation effective, de plafonnement annuel ou d'actualisation. Sur la base d'un stock de déficits reportables de 25,4 M€ et d'un taux d'impôt sur les sociétés de 25 %, ce plafond ressortirait à 6,3 M€, soit 1,38 € par action. Après déduction de la valeur *stand-alone* déjà retenue dans nos travaux, soit 0,3 M€, l'incrément théorique maximal ressortirait à 6,0 M€, soit 1,31 € par action. Même en retenant, à titre de sensibilité très majorante, l'intégralité de cet incrément, la valeur par action ressortirait à 0,52 €, soit un niveau inférieur au Prix d'Offre de 0,84 €. Ce plafond ne constitue pas une valeur retenue et nous ne présentons pas de cumul de sensibilités, qui supposerait de retenir simultanément plusieurs hypothèses non retenues dans notre évaluation centrale.

4. Coûts de cotation

Les économies de coûts liées à la radiation des Actions d'Euronext Growth Paris (frais de cotation, communication financière, contrat de liquidité et tenue de marché) sont conditionnées à la mise en œuvre du retrait obligatoire et à la sortie de cote qui en résulte. Elles ne correspondent pas à des flux disponibles dans une trajectoire *stand-alone* d'Adeunis cotée : ces coûts sont inhérents au statut de société cotée et sont supportés dans la trajectoire *stand-alone* servant de base à notre évaluation.

Sur la base des charges externes 2025 transmises par la Société, les coûts de cotation identifiés ressortent à environ 99 k€ par an, arrondis à 100 k€. Capitalisées au taux de 5 %, taux reflétant le caractère récurrent et peu volatil de ces économies une fois la sortie de cote réalisée, et compte tenu de l'absence d'imposition effective de la Société, ces économies représentent une valeur théorique d'environ 2,0 M€, soit un équivalent de

0,44 € par action au titre de cette seule composante. Ce montant ne constitue pas une valeur par action de la Société, mais uniquement la traduction par action de la valeur capitalisée des économies de coûts de cotation.

5. Synthèse

Au terme de notre analyse, il ressort les points suivants :

- ni l'Initiateur ni la Société ne nous ont transmis de quantification de synergies ; l'Initiateur les qualifie de « *naturelles mais faibles* » et exclusivement organisationnelles, commerciales et stratégiques, sans plan d'affaires associé ;
- les seules synergies de mutualisation chiffrées par le passé portent sur des fonctions support dont la mutualisation a été effectivement réalisée depuis 2024 et dont les effets sont intégrés à la structure de coûts retenue pour notre plan d'affaires ;
- les déficits reportables ont été retenus à hauteur de leur valeur *stand-alone*, soit 0,3 M€, déjà intégrée à notre évaluation. Aucune valeur additionnelle n'est retenue dans notre évaluation centrale au titre d'une utilisation accélérée, faute d'opération décidée, d'étude de faisabilité fiscale, d'agrément sollicité ou obtenu, et compte tenu des réponses apportées par l'Initiateur, qui a indiqué que Webdyn disposait elle-même de déficits fiscaux reportables d'environ 2,0 M€ au 31 décembre 2025 et confirmé qu'aucune analyse spécifique n'avait été menée, qu'aucune étude fiscale ou demande d'agrément n'avait été engagée et qu'aucun chiffrage de synergie fiscale n'avait été réalisé à ce stade. Une sensibilité illustrative, très majorante, est présentée à titre purement informatif ;
- les économies de coûts liées à la radiation sont estimées à environ 100 k€ HT par an. Capitalisées au taux de 5 %, ces économies représenteraient une valeur d'environ 2,0 M€, soit un équivalent indicatif d'environ 0,44 € par action, correspondant uniquement à cette composante d'économies de coûts (et non à une valeur par action de la Société).

VIII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

CIC, établissement présentateur de l'Offre (l'« Établissement Présentateur »), a établi les éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurant dans le projet de note d'information, arrêtés au 21 mai 2026. La présente section compare nos travaux à ceux de l'Établissement Présentateur, méthode par méthode.

1. Méthodes et références retenues

Comme nous, l'Établissement Présentateur met en œuvre la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) à titre principal. Il retient également à titre principal la référence au cours de bourse ainsi que les références aux transactions intervenues sur le capital de la Société (acquisition du bloc de contrôle de décembre 2023, OPAS de juillet 2024 et augmentation de capital de février 2025), références que nous présentons pour notre part à titre indicatif.

L'Établissement Présentateur écarte, comme nous, la méthode des comparables boursiers et celle des transactions comparables, pour des motifs convergents tenant à l'hétérogénéité de taille, de croissance, de profitabilité, de géographie et de positionnement des sociétés et transactions identifiées, ainsi qu'au profil structurellement déficitaire d'Adeunis, qui prive de pertinence l'application de multiples d'EBITDA ou d'EBIT. Il écarte également l'actualisation des dividendes, l'actif net réévalué, la somme des parties et, en l'absence de couverture du titre par des analystes, la référence aux cours cibles, que nous écartons également.

La principale différence d'approche porte sur la référence à l'actif net comptable : l'Établissement Présentateur la présente à titre indicatif (ANC de (0,35) € par action au 31 décembre 2025), tandis que nous l'écartons, cette approche patrimoniale à coût historique ne reflétant pas la capacité de génération de flux futurs de la Société et se limitant, dans le cas d'Adeunis, à constater des capitaux propres comptables négatifs. Les deux approches aboutissent toutefois au même constat : l'ANC est très inférieur au Prix d'Offre.

2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Établissement Présentateur conduit à une valeur intrinsèque des actions négative, comprise entre (0,89) € et (1,00) € par action selon ses analyses de sensibilité (marge d'EBITDA normative $\pm 1,25$ % et coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») $\pm 2,00$ %). Nos propres travaux extériorisent une valeur centrale de (0,79) € par action. Les deux analyses convergent ainsi vers une valeur intrinsèque négative, sensiblement inférieure au Prix d'Offre de 0,84 €, que

l'Établissement Présentateur qualifie d'« offre de liquidité [...] très favorable » pour les minoritaires. L'écart entre les deux estimations demeure sans incidence sur ce constat et s'explique principalement par les éléments suivants :

- Taux d'actualisation : l'Établissement Présentateur retient un coût moyen pondéré du capital constant de 21,62 % (coût des fonds propres de 22,63 %, intégrant un taux sans risque de 3,61 %, une prime de marché de 5,50 %, un bêta endetté de 1,27 et une prime de taille de 12,07 %). Nous retenons pour notre part un taux d'actualisation évolutif, décroissant de 30,0 % en 2026 à 13,90 % en valeur terminale (équivalent à un taux constant de 16,0 %). Les deux démarches traduisent, par des voies différentes, le risque élevé attaché à la trajectoire de redressement de la Société ;
- Taux de croissance à l'infini : nous retenons un taux de 2,0 %, contre 1,5 % pour l'Établissement Présentateur ;
- Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions : notre passage ressort à (3 865) k€, contre (3 288) k€ pour l'Établissement Présentateur. L'écart provient principalement (i) d'une différence de convention dans la présentation du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, l'Établissement Présentateur arrêtant son passage au 31 décembre 2025 tandis que nos travaux extériorisent séparément l'incidence de la consommation de trésorerie estimée entre le 1^{er} janvier 2026 et la Date d'Évaluation ; et (ii) d'une évaluation différente de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables (296 k€ dans nos travaux ; 180 k€). Il intègre également, pour un montant limité de 17 k€, la prise en compte dans nos travaux de la valeur du BSA Harbert.

Au total, l'une et l'autre des analyses confirment que la méthode DCF extériorise une valeur intrinsèque des actions négative et que le Prix d'Offre de 0,84 € se situe très au-dessus de cette valeur.

3. Référence au cours de bourse

L'analyse du cours de bourse conduite par l'Établissement Présentateur retient un cours de référence de 0,725 € (clôture du 15 avril 2026, dernière séance précédant l'annonce de l'Offre) et fait ressortir des primes comprises entre +14,7 % et +27,7 % selon les horizons. Notre analyse, fondée sur des cours moyens pondérés par les volumes arrêtés à la même date, conduit à une fourchette de 0,63 € à 0,75 € et à des primes du même ordre. L'Établissement Présentateur retient cette référence à titre principal, après avoir jugé la liquidité du titre suffisante ; nous la présentons pour notre part à titre indicatif, compte tenu de la liquidité réduite et de l'étroitesse du flottant. Cette différence de qualification est sans incidence sur l'appréciation de l'Offre, les primes extériorisées étant du même ordre dans les deux jeux de travaux.

4. Références aux transactions sur le capital

Les références aux transactions sur le capital (bloc de contrôle à 0,175 € en décembre 2023 ; OPAS et augmentation de capital à 0,45 € en 2024 et 2025) sont identiques dans les deux jeux de travaux. Le Prix d'Offre extériorise, par rapport à ces références, des primes substantielles.

5. Évaluation du BSA

S'agissant du BSA Harbert, l'Établissement Présentateur met en œuvre, comme nous, le modèle de Black-Scholes sur des paramètres proches, en retenant notamment un sous-jacent de 0,84 € par action et les caractéristiques contractuelles du BSA après ajustement de février 2025. Cette approche est comparable à la sensibilité présentée dans nos travaux, fondée sur un sous-jacent de 0,84 €, et non à notre cas central, qui retient le dernier cours non affecté par l'annonce de l'Offre. Les différences portent principalement sur la date de mise en œuvre de l'évaluation, la volatilité (89 %, contre 88,1 % dans nos travaux) et le taux sans risque (3,22 % contre 2,88 %). L'Établissement Présentateur aboutit à une valeur de 0,289 € par action sous-jacente, soit 22 621 € pour le BSA, contre 0,277 € par action sous-jacente, soit 21 712 € dans notre sensibilité et 0,218 € par action sous-jacente, soit 17 087 € dans notre cas central. Ces estimations ressortent en deçà du Prix d'Offre du BSA de 22 700 €.

IX. RÉPONSES AUX OBSERVATIONS D'UN ACTIONNAIRE MINORITAIRE

Nous avons reçu les observations d'un actionnaire minoritaire d'Adeunis (ci-après « le Minoritaire »).

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, les arguments d'ordre financier qui ont été portés à notre connaissance.

La présente section restitue les principaux points soulevés dans ces observations et expose, pour chacun d'eux, notre analyse, par renvoi aux développements correspondants du présent rapport lorsque le sujet relève de notre mission, ou en précisant les limites de notre périmètre d'intervention lorsque tel n'est pas le cas.

Nous n'avons pas reçu d'autre courrier ou courriel de la part d'actionnaires minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Société ou par l'AMF.

1. Chronologie des échanges

Le Minoritaire nous a adressé, le 23 avril 2026, un courrier intitulé « Observations concernant l'OPAS initiée par Webdyn sur la société Adeunis ».

Nous avons par ailleurs organisé un entretien en visioconférence avec le Minoritaire le 19 mai 2026.

Les observations formulées par le Minoritaire, telles qu'elles ressortent de son courrier du 23 avril 2026 et de notre entretien, sont restituées et analysées ci-après.

2. Analyse des observations reçues

Prix d'Offre et références de transactions antérieures

Le Minoritaire considère que la succession des prix de 0,175 € en décembre 2023, 0,45 € en juillet 2024 et février 2025, puis 0,84 € dans le cadre de l'Offre traduirait, selon lui, une évaluation insuffisante de la Société au fil des opérations successives et une absence de prise en compte de la valeur de continuité d'Adeunis.

L'appréciation du caractère équitable de l'Offre est conduite par référence à la valeur intrinsèque du titre, telle qu'elle ressort de notre analyse multicritère (§ IV), et non par référence au niveau des prix retenus lors des opérations antérieures. La séquence des prix invoquée par le Minoritaire est analysée dans le présent rapport au titre des transactions intervenues sur le capital de la Société (cf. § IV.3.2). Cette analyse fait ressortir que le Prix d'Offre de 0,84 € extériorise une prime de l'ordre de +86,7 % par rapport au prix de l'OPAS de juillet 2024 et de l'augmentation de capital de février 2025 (0,45 €), et de +380 % par rapport au prix d'acquisition du bloc de contrôle de décembre 2023 (0,175 €).

Augmentation de capital de février 2025 et modifications statutaires

Le Minoritaire critique l'abaissement, en septembre 2024, des seuils statutaires de déclaration de franchissement, ainsi que l'absence de faculté de souscription à titre réductible lors de l'augmentation de capital de février 2025, qu'il analyse comme un verrouillage du capital au bénéfice de l'Initiateur.

Ces appréciations portent sur des opérations sociales antérieures à l'Offre et distinctes de celle-ci. La revue de leur régularité juridique ne relève pas de notre mission au titre de la présente Offre. Nous observons néanmoins que l'augmentation de capital de février 2025, réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 0,45 € par action, est examinée comme référence de transaction sur le capital (cf. § IV.3.2), à un prix inférieur au Prix d'Offre. S'agissant des modalités de souscription et de l'égalité de traitement entre l'Initiateur et les actionnaires minoritaires, elles sont examinées dans le cadre du Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre relevant de notre mission (cf. § VI.2).

Vérification de l'équivalence économique du Coup d'accordéon

Le Minoritaire considère que le Coup d'accordéon aurait pour effet d'évincer les actionnaires minoritaires et critique le maintien du droit préférentiel de souscription, qu'il estime insuffisant en pratique, au motif que l'Initiateur souscirait par compensation de créances quand les actionnaires minoritaires devraient procéder à un décaissement en numéraire, dans une société dont la valeur aurait été dégradée.

Le Coup d'accordéon fait l'objet d'un examen spécifique et détaillé au titre des opérations connexes à l'Offre (cf. § VI.2), dont les conclusions répondent directement à ces observations. Le droit préférentiel de souscription est maintenu et effectif, les actionnaires minoritaires ayant la faculté de souscrire à l'augmentation de capital au même prix unitaire (0,84 € par action nouvelle) que celui auquel souscrit l'Initiateur (cf. § VI.2.5). La souscription de l'Initiateur par compensation de sa créance en compte courant (1 227 k€) intervient au même prix unitaire que la souscription en numéraire ouverte aux autres actionnaires ; la dette compensée présentant un caractère certain, liquide et exigible, cette compensation n'est pas créatrice d'un transfert de valeur au détriment des actionnaires minoritaires (cf. § VI.2.5). Surtout, le test d'équivalence économique que nous avons mis en œuvre (cf. § VI.2.3) démontre que, compte tenu d'une valeur intrinsèque d'Adeunis très significativement inférieure au seuil critique d'équivalence (2,74 € par action nouvelle, soit 7 703 k€ en Valeur d'Entreprise), l'apport à l'Offre au prix de 0,84 € procure aux actionnaires minoritaires des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire postérieure au Coup d'accordéon. L'architecture de l'Opération préserve ainsi une option de liquidité au Prix d'Offre au bénéfice de l'ensemble des actionnaires minoritaires (cf. § VI.2.4), préalablement à la mise en œuvre de la recapitalisation.

Perspectives commerciales et environnement de marché

Le Minoritaire soutient que l'Offre ignorerait le potentiel de la nouvelle passerelle IRIS, lancée en mars 2026, ainsi que l'opportunité réglementaire résultant du décret BACS et du décret tertiaire, dont il anticipe qu'ils provoqueraient une forte progression du carnet de commandes ; il en déduit que le Prix d'Offre sous-évaluerait la Société.

Ces perspectives sont prises en compte dans nos travaux, d'une part dans les flux du plan d'affaires, d'autre part dans le taux d'actualisation.

S'agissant du plan d'affaires, celui-ci a été établi sur une base volontariste (cf. § IV.2.3) : il anticipe une reprise du chiffre d'affaires à un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 12 % sur la période 2025-2030 et un retour à une rentabilité opérationnelle positive en fin d'horizon, et intègre le positionnement commercial plus agressif retenu sur la passerelle IRIS. Les perspectives invoquées par le Minoritaire sont donc déjà reflétées, dans leur principe, dans la trajectoire prévisionnelle retenue.

S'agissant de l'environnement de marché, il est documenté dans le présent rapport (cf. § III.3). Nous relevons en particulier que la mise en œuvre du décret BACS pour le segment des bâtiments de 70 à 290 kW, à laquelle le Minoritaire rattache l'essentiel du potentiel allégué, a été reportée à 2030 par le décret n° 2025-1343 du 26 décembre 2025, publié au Journal officiel du 27 décembre 2025, ce qui décale d'autant la fenêtre de demande publique correspondante. Nous relevons également que la passerelle IRIS positionne Adeunis sur les couches amont de la chaîne de valeur (capteurs et collecte de données), alors que la valeur économique du système se concentre davantage sur les couches aval (plateformes et applications), portées par des acteurs de très grande taille.

S'agissant enfin du risque attaché à la réalisation de ces perspectives, il est explicitement pris en compte dans le taux évolutif retenu dans la méthode DCF (de 30,0 % en 2026, en décroissance linéaire vers 13,90 % en année normative). Notre évaluation intègre ainsi les perspectives évoquées par le Minoritaire dans les flux et en pondère la probabilité de réalisation au travers du taux d'actualisation.

Flux intragroupe et dépréciations d'actifs

Le Minoritaire estime que l'excédent brut d'exploitation aurait été dégradé par la facturation de 618 k€ de *management fees* par l'Initiateur, et que des dépréciations d'actifs de 504 k€ auraient été comptabilisées peu avant l'Offre, créant selon lui une situation d'insolvabilité artificielle ; il demande le retraitement de ces flux intragroupe.

S'agissant des *management fees*, nous renvoyons à notre analyse détaillée (cf. § IV.2.3.2). Ces flux ont été appréhendés comme des charges de structure nécessaires à l'exploitation d'Adeunis, et non comme des synergies à neutraliser : les fonctions concernées existaient, ou auraient dû exister, dans une configuration *stand-alone*, par maintien de ressources

internes, recrutement ou externalisation. Nos travaux de reconstitution indépendante du coût économique des fonctions support nécessaires à l'exploitation d'Adeunis conduisent à considérer que le montant des *management fees* 2025, soit 618 k€, n'appelle pas de retraitement de neutralisation dans les flux prévisionnels. Nous n'avons en conséquence pas retenu de retraitement de neutralisation de ces flux, qui conduirait à retenir une structure de coûts artificiellement allégée, non représentative d'une exploitation *stand-alone* durable. Nous relevons par ailleurs que le rapport financier annuel 2025 d'Adeunis mentionne ces *management fees* et indique que les transactions avec parties liées réalisées au cours de l'exercice relèvent de conventions courantes conclues à des conditions normales, aucune convention réglementée n'ayant été conclue au cours de l'exercice. Ces charges sont intégrées aux comptes annuels 2025 certifiés par le commissaire aux comptes, sans observation spécifique sur ce point. Ce constat ne se substitue pas à notre analyse propre, qui repose sur une reconstitution indépendante du coût *stand-alone* des fonctions concernées. L'absence de règlement effectif de ces *management fees* à la Date d'Évaluation est traitée au bilan, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions, et non par une neutralisation des charges futures dans le plan d'affaires.

S'agissant des dépréciations d'actifs, celles-ci constituent des éléments comptables sans contrepartie de trésorerie. À ce titre, elles sont sans incidence significative sur une évaluation conduite selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, qui repose sur les flux futurs, ni selon une approche par les multiples, appliquée à des résultats récurrents normatifs ; appliquer un multiple à un résultat grevé d'une dépréciation reviendrait à répéter cette dépréciation à plusieurs reprises. Ce point précis a, du reste, fait l'objet d'une précision technique apportée au Minoritaire au cours de nos échanges.

Communication de l'Initiateur et synergies

Le Minoritaire relève un écart entre, d'une part, les éléments présentés par la Société sur sa situation financière et ses perspectives et, d'autre part, certains propos qualitatifs de l'Initiateur évoquant le « *renouveau* » et la « *croissance* » des activités du groupe. Il s'interroge, dans ce contexte, sur la prise en compte de la valeur d'Adeunis dans le Prix d'Offre.

Les éléments qualitatifs de l'Initiateur évoqués par le Minoritaire ne constituent pas, en eux-mêmes, des éléments d'évaluation d'Adeunis. Ils ne comportent pas d'élément chiffré propre à modifier le plan d'affaires d'Adeunis ou l'appréciation du Prix d'Offre. Nous rappelons que l'Initiateur qualifie les synergies attendues de l'Opération de « *naturelles mais faibles* » et qu'il nous a confirmé qu'il n'existait aucune quantification de synergies opérationnelles ou commerciales (cf. § VII).

Nous avons ainsi conduit, sur la question des synergies, les diligences correspondant à notre mission, dont notre rapport rend fidèlement compte.

Fonctionnement du marché du titre

Au cours de notre entretien, le Minoritaire a fait état de sa conviction que le cours de bourse aurait fait l'objet d'interventions visant à le contenir.

La surveillance du marché et la qualification d'éventuels manquements relèvent de la compétence de l'Autorité des Marchés Financiers, et non de notre mission. En tout état de cause, compte tenu de la liquidité très réduite du titre et de l'étroitesse du flottant, la référence au cours de bourse n'est retenue qu'à titre indicatif dans nos travaux, et ne constitue pas un fondement de l'appréciation du caractère équitable de l'Offre (cf. § IV.3.1) ; cette question est donc sans incidence sur notre conclusion. Nous relevons au demeurant que, ainsi que le documente le présent rapport (cf. § IV.3.1), le contrat de liquidité de la Société est suspendu depuis décembre 2023 et l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition sur le marché depuis la clôture de l'OPAS de 2024, de sorte que les volumes observés sur la période d'analyse traduisent les transactions initiées par les actionnaires minoritaires eux-mêmes, sans intervention d'un prestataire de services d'investissement agissant pour le compte de la Société ni achats programmés de l'actionnaire de contrôle.

Information disponible relative au carnet de commandes

Le Minoritaire fait part de son regret quant au niveau d'information dont disposent les actionnaires minoritaires sur le carnet de commandes, accessible selon lui à l'Initiateur.

Dans le cadre de notre mission, nous avons eu accès aux informations de gestion de la Société, notamment aux éléments relatifs à l'activité, à la clientèle et au carnet de commandes, que nous avons pris en compte dans notre appréciation du plan d'affaires et du risque spécifique attaché à sa réalisation (cf. § IV.2.3 et § IV.2.4.6).

Absence d'éléments d'évaluation contradictoires

Le Minoritaire n'a transmis, ni dans son courrier ni au cours de nos échanges, d'analyse d'évaluation, de méthode alternative ou d'estimation chiffrée de la valeur du titre de nature à justifier que le Prix d'Offre de 0,84 € ne serait pas équitable. Son analyse du Prix d'Offre met essentiellement en avant la référence à son prix de revient personnel, qui constitue un coût d'entrée propre à cet actionnaire et non une estimation de la valeur intrinsèque ou de la valeur de marché du titre. Elle n'est donc pas de nature à modifier l'appréciation du caractère équitable de l'Offre, laquelle repose sur l'analyse multicritère présentée dans notre rapport (cf. § IV).

Conclusion

Nous avons examiné l'ensemble des observations formulées par le Minoritaire. Celles qui se rapportent à des éléments relevant du périmètre de notre mission trouvent leur réponse dans les développements correspondants du présent rapport, auxquels la présente section renvoie ; celles qui se rapportent à des questions extérieures à notre périmètre, telles que la régularité d'opérations sociales antérieures, le fonctionnement du marché du titre ou la communication de l'Initiateur, ont été prises en compte dans les limites de notre mission.

X. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Le Conseil d'administration d'Adeunis a soumis à l'AMF, le 3 avril 2026, notre désignation en qualité d'expert indépendant, sur proposition de son comité ad hoc. Cette désignation est devenue définitive le 21 avril 2026 en l'absence d'opposition de l'AMF, en application des articles 261-1, I (1°, 4° et 5°) et 261-1, II du Règlement général de l'AMF, à raison (i) du contrôle préalable de la Société par l'Initiateur, (ii) du Coup d'accordéon constitutif d'une opération connexe à l'Offre et (iii) du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions et BSA).

L'Offre s'inscrit dans une situation de difficultés financières marquées, analysée en § III. Au 31 décembre 2025, Adeunis présente des capitaux propres négatifs de (1 596) k€, une perte nette de (2 774) k€ et demeure dépendante du soutien financier du groupe Flexitron, l'annexe aux comptes 2025 faisant état d'une incertitude significative sur la continuité d'exploitation. Dans ce contexte, les travaux conduits à titre principal selon la méthode DCF, sur une base *stand-alone*, font ressortir une valeur intrinsèque négative.

Sur le plan de l'évaluation, les travaux conduits à titre principal selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, sur une base *stand-alone*, font ressortir une valeur intrinsèque négative (cf. § IV). Une approche par la valeur liquidative, non retenue dans le présent rapport (cf. § IV.1.3), conduirait au demeurant elle aussi à une valeur négative, dès lors qu'elle s'appliquerait à un actif net comptable déjà négatif. Il en résulte que, en l'absence de l'Opération, la poursuite de l'activité de la Société par ses seuls moyens ne serait pas assurée, et que le Prix d'Offre, soit 0,84 € par action, procure aux actionnaires minoritaires une faculté de cession à un niveau supérieur à la valeur intrinsèque ainsi déterminée.

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

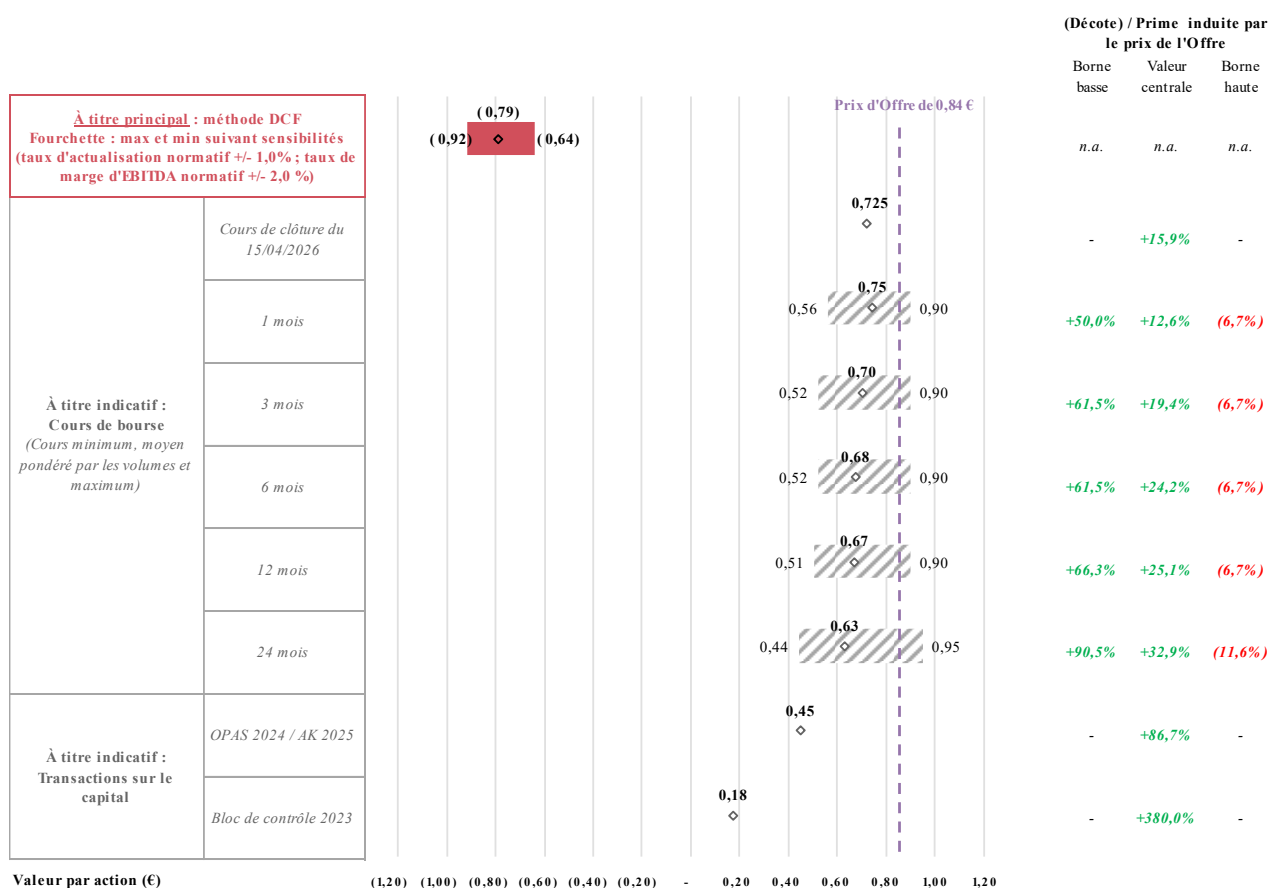
- l'actionnaire minoritaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre, au prix de 0,84 € par action et de 22 700 € pour le BSA ; dans l'hypothèse où les conditions en seraient réunies à l'issue de l'Offre, les titres non apportés seraient transférés à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre ;
- le Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre au sens de l'article 261-1, I, 4° du Règlement général de l'AMF, a fait l'objet d'un examen spécifique (§

VI) : il ne comporte pas de disposition susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires ni de remettre en cause l'équité des conditions offertes ;

- les éléments communiqués par l'Initiateur décrivent des synergies « naturelles mais faibles » et font ressortir l'intérêt attaché aux compétences techniques et de R&D d'Adeunis, qui pourraient le cas échéant être intégrés à des projets du groupe Webdyn / Flexitron. Cet élément demeure toutefois qualitatif : aucune quantification de synergies opérationnelles ou commerciales ne nous a été transmise. Les économies de coûts liées à la radiation ont en revanche été estimées et leur prise en compte, même intégrale, demeure sans incidence sur l'appréciation du Prix d'Offre (§ VII).

S'agissant du Prix d'Offre des actions, la synthèse de nos travaux d'évaluation multicritère est la suivante (en € par action) :

Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre (prix par action, en €)



Source : analyses SORGEM Evaluation.

Ainsi, le Prix d'Offre de 0,84 € par action :

- est très supérieur à la valeur intrinsèque des actions d'Adeunis, négative selon la méthode DCF retenue à titre principal (valeur centrale de (0,79) € par action, fourchette de (0,92) € à (0,64) €) ;
- extériorise des primes comprises entre +12,6 % et +32,9 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les horizons de 1 à 24 mois, et de +15,9 % par rapport au cours de clôture du 15 avril 2026 (dernière séance précédant la suspension), références au cours de bourse retenues à titre indicatif compte tenu de la liquidité réduite du titre et de l'étroitesse du flottant ;
- extériorise une prime de +86,7 % par rapport au prix de l'OPAS de juillet 2024 et de l'augmentation de capital de février 2025 (0,45 €), et de +380,0 % par rapport au prix d'acquisition du bloc de contrôle de décembre 2023 (0,175 €).

S'agissant du BSA Harbert, le Prix d'Offre de 22 700 € est supérieur de +32,8 % à notre estimation centrale de sa valeur, soit 17 087 €, établie selon le modèle de Black-Scholes en retenant comme sous-jacent le dernier cours non affecté par l'annonce de l'Offre. À titre de sensibilité, en retenant un sous-jacent de 0,84 €, correspondant au Prix d'Offre des actions ordinaires et au cours de clôture à la Date d'Évaluation, la valeur du BSA ressortirait à 21 712 €, soit une prime du Prix d'Offre du BSA d'environ +4,6 %. Le Prix d'Offre du BSA couvre ainsi la valeur issue de nos travaux, y compris dans cette sensibilité favorable au porteur du BSA.

S'agissant du Coup d'accordéon, seule opération connexe à l'Offre, l'analyse d'équivalence économique (cf. § VI) démontre a fortiori que l'apport à l'Offre à 0,84 € procure aux actionnaires minoritaires des conditions au moins équivalentes à celles qui résulteraient d'une éventuelle offre publique obligatoire postérieure à la recapitalisation.

En conséquence, nous sommes d'avis que les conditions financières de l'Offre, soit 0,84 € par action et 22 700 € pour le BSA Harbert, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire au même prix, sont équitables pour les actionnaires minoritaires et le porteur du BSA d'Adeunis. Le Coup d'accordéon, opération connexe à l'Offre, ne comporte pas de disposition de nature à porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

Cette Offre permet par ailleurs aux actionnaires minoritaires d'Adeunis d'accéder à une liquidité immédiate sur un titre dont l'étroitesse du flottant et l'atonie des échanges (cf. § IV.3.1) rendent en pratique toute cession significative difficile, et ce préalablement à la mise en œuvre du Coup d'accordéon.

Fait à Paris, le 16 juin 2026

Pour SORGEM Evaluation

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Thomas HACHETTE

Associé

SORGEM EVALUATION

Annexe

1. Programme de travail

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

- Analyse du contexte de l'Offre, de ses motifs et de ses termes, de l'opération qui lui est connexe (le Coup d'accordéon) et du BSA Harbert, instrument financier distinct visé par l'Offre, ainsi que des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur la Société, et notamment l'information financière (rapports financiers annuels des derniers exercices, communiqués de presse, documentation de l'augmentation de capital de 2025, documentation de l'OPAS de 2024, etc.) ;
- Recherche et analyse d'études sur le marché de l'IoT et du *smart building* dans lequel intervient la Société, ainsi que sur son environnement concurrentiel et réglementaire ;
- Analyse financière à partir des comptes sociaux des derniers exercices et des données de gestion communiquées par la Société ;
- Revue de l'information juridique (statuts, procès-verbaux de conseil d'administration et d'assemblée générale, conventions intragroupe, etc.) ;
- Entretiens avec la Société et l'Initiateur sur les points suivants :
 - > description des activités de la Société, de son marché et de son environnement concurrentiel ;
 - > présentation et explication des performances historiques ;
 - > présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses sous-jacentes.
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions de la Société à travers :
 - > la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) à titre principal (analyse du plan d'affaires, taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions) ;
 - > la référence au cours de bourse, présentée à titre indicatif, et l'analyse de la liquidité du titre ;
 - > la référence aux transactions intervenues sur le capital de la Société, présentée à titre indicatif.
- Analyse des méthodes et références d'évaluation écartées (méthode des comparables boursiers, méthode des transactions comparables, référence à l'actif net comptable, valeur liquidative, actualisation des dividendes, objectifs de cours des analystes) ;

- Évaluation du BSA Harbert selon le modèle de Black-Scholes ;
- Analyse des accords et opérations connexes à l'Offre, et en particulier de l'équivalence économique du Coup d'accordéon, ainsi que des conventions intragroupe conclues entre la Société et les entités du groupe Flexitron ;
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;
- Échanges avec le comité ad hoc de la Société et prise en compte des observations reçues d'un actionnaire minoritaire ;
- Obtention de la lettre d'affirmation ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante (en interne, par un associé extérieur au dossier).

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

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

Adeunis et Webdyn (Initiateur)

Hervé Bibollet : Président-Directeur Général d'Adeunis et de Webdyn

Comité ad hoc d'Adeunis

Jacques Letzelter : Administrateur, membre du comité ad hoc

Jean-Luc Baudouin : Administrateur, membre du comité ad hoc

Muriel Béthoux : Administratrice, membre du comité ad hoc

CIC (Établissement Présentateur)

Bruno Gaheri : Responsable Equity Capital Market

Paul Lorentz : Equity Capital Market

Marion Gillmann : Equity Capital Market

Fidal (Conseil juridique de la Société)

Meriem Semrani : Avocat

Le Minoritaire

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux d'Adeunis	Adeunis
Plan d'affaires « <i>stand-alone</i> » 2026-2030 et hypothèses sous-jacentes	Adeunis
Données de gestion	Adeunis
Conventions de prestations de services intragroupe et informations relatives aux <i>management fees</i>	Adeunis
Lettre de garantie de soutien financier du groupe Flexitron	Adeunis
Documentation juridique (statuts, procès-verbaux de conseil d'administration et d'assemblée générale)	Adeunis
Documentation relative au BSA Harbert et au Coup d'accordéon	Adeunis
Analyses de marché	Sites internet, études sectorielles
Données de marché (cours de bourse, volumes, fourchettes de cotation, etc.)	S&P Capital IQ
Informations financières des sociétés comparables	S&P Capital IQ, sites internet
Informations financières diverses (taux sans risque, bêtas, primes de risque, etc.)	S&P Capital IQ, Damodaran
Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur et projet de note d'information	Établissement Présentateur
Lettre d'affirmation	Adeunis
Informations relatives aux coûts de cotation et aux déficits fiscaux reportables	Adeunis

4. Calendrier de la mission

- Premiers échanges dans le cadre de la proposition d'intervention et de l'acceptation de la mission : mars-avril 2026.
- Soumission à l'AMF de la proposition de désignation de SORGEM Evaluation comme expert indépendant, par le Conseil d'administration d'Adeunis, sur proposition de son comité ad hoc : 3 avril 2026 ; désignation devenue définitive le 21 avril 2026 en l'absence d'opposition de l'AMF³⁰.
- Annonce des caractéristiques du projet d'Offre : 17 avril 2026.
- Début de la période de préoffre : 21 avril 2026 (publication de l'avis AMF n° 226C0551).
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'Offre, réalisation des travaux d'analyse et échanges avec la Société, l'Établissement Présentateur, le comité ad hoc et un actionnaire minoritaire : entre début avril et le 9 juin 2026.
- Date d'Évaluation retenue pour l'appréciation de la valeur des actions de la Société : 5 juin 2026.
- Rédaction du projet de rapport : entre mi-mai et le 10 juin 2026.
- Obtention de lettres d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 16 juin 2026.

5. Rémunération

Le montant des honoraires perçus par SORGEM Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 65 000 euros hors taxes et débours.

³⁰ Source : notification adressée à l'AMF le 3 avril 2026 en application de l'article 261-1-1, I et III, du Règlement général de l'AMF, la désignation étant soumise au droit d'opposition de l'AMF.

6. Lettre de mission



Sorgem Evaluation

11 rue Leroux

75116 Paris

A l'attention de Monsieur Thomas Hachette

Crolles, le 22 avril 2026

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions et le BSA de la société ADEUNIS suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »), qui serait déposée à titre volontaire par la société WEBDYN (Groupe FLEXITRON), le Conseil d'administration d'ADEUNIS 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° (ADEUNIS étant déjà contrôlée par WEBDYN avant le dépôt du projet d'Offre), 4° (dans la mesure où l'opération de recapitalisation prenant la forme d'une réduction de capital à zéro motivée par des pertes, suivie d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (le « **Coup d'accordéon** ») envisagée postérieurement à l'Offre, constitue une opération connexe à l'Offre), 5° (en raison du fait que l'Offre porte sur les actions et le BSA émis par ADEUNIS) et de l'article 261-1-II (un retrait obligatoire étant envisagé) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »).

Le Conseil d'Administration d'ADEUNIS en date du 25 mars 2026, a constitué un comité ad hoc, composé de Muriel Bethoux, Jacques Letzelter et de Jean-Luc Baudouin, ayant notamment pour mission de faire des recommandations au Conseil d'Administration sur le choix de l'expert indépendant.

Le Conseil d'Administration de la Société en date du 3 avril 2026, sur recommandation de son comité ad hoc, a procédé à la désignation de votre cabinet en qualité d'expert indépendant, sur la base de votre proposition de mission en date du 20 mars 2026, et sous condition suspensive de l'absence d'opposition de l'AMF, en application de l'article 261-1-I et III de son règlement général. Le 21 avril 2026, l'AMF a informé ADEUNIS par courriel qu'elle ne s'opposerait pas à cette nomination.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'Administration d'ADEUNIS m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission.