

# Osmozis

Technologie

## La force de l'innovation

<b>Achat</b>	Potentiel	23%
<b>Objectif de cours</b>		<b>6,50 €</b>
Cours au 19/01/2021 (c)		5,30 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	ALOSM.PA / ALOSM.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,5%	-1,9%	5,0%	-36,1%
Perf CAC small	6,7%	9,5%	31,6%	14,1%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)		11,3
Nb de titres (en millions)		2,1
Volume 12 mois (titres)		1011
Extrêmes 12 mois		3,16 € / 8,45 €

### Actionnariat

Gérard Tremblay	22,8%
Yves Boulot	21,5%
Rémi Soulage	1,2%
Soridec	2,5%
Osmozis	3,1%
Flottant	49,0%

### Données financières (en M €)

#### Closure au 31/08 2019/20 2020/21e 2021/22e 2022/23e

CA	8,0	10,1	11,9	13,5
var %	-5,5%	26,1%	17,8%	13,4%
EBE	0,4	2,3	3,1	3,9
%CA	4,8%	23,1%	26,3%	28,6%
ROC	-1,5	0,3	0,9	1,4
%CA	-18,8%	3,1%	7,5%	10,6%
RN pdg	-2,0	0,0	0,4	0,8
%CA	-24,8%	0,0%	3,4%	5,9%
Bnpa (€)	-0,93	0,00	0,19	0,37
ROCE (%)	-12%	2%	6%	10%
ROE (%)	-33%	0%	6%	11%
Dette nette	7,6	8,7	8,7	8,7
Gearing (%)	126%	143%	135%	120%
Dividende n	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### Ratios

	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
VE/CA (x)	1,4	1,1	1,0	0,8
VE/EBE (x)	29,4	4,8	3,6	2,9
VE/ROC (x)	ns	36,0	12,8	7,9
PE (x)	ns	ns	28,0	14,3

- Osmozis est le premier opérateur de réseaux et de Services connectés dédié aux résidences de tourisme en Europe. Il capitalise sur ses investissements en R&D (12% du CA en moyenne) pour proposer des réseaux wifi, des objets connectés et un logiciel de gestion aux résidences de tourisme, notamment de plein air.
- Le groupe s'est construit par croissance organique et croissance externe (EWI-Mediawifi en 2019, Logmis en 2017) afin d'augmenter la taille de son parc clients et d'étoffer son offre de services.
- Alors que l'exercice 2019/20 devait concrétiser les efforts commerciaux et de R&D du groupe, la crise sanitaire est venue entamer l'activité du S2 (mars-août 2020) malgré une excellente dynamique sur les Services connectés (+35% sur l'exercice). Le CA est ainsi ressorti à 8,0 M€ (-5,5% dont -20% hors EWI-Mediawifi selon nous). La stratégie de développement des services "Premium" a néanmoins porté ses fruits avec 55% du chiffre total généré par les offres à l'abonnement (vs 40% en 2018/19).
- L'ambition d'accélérer sur les Services connectés marque un tournant dans l'activité du groupe se positionnant désormais comme le « One-stop-shopping » de la transformation numérique des résidences de vacances.
- Le groupe se concentre également sur l'optimisation des coûts afin d'assurer la génération de cash sur les exercices à venir malgré des investissements importants destinés à construire le revenu futur.
- Pour l'exercice 2020/21, nous attendons un CA en hausse de 26,1% à 10,1 M€ compte tenu de synergies de chiffre d'affaires avec le réseau de EWI-Mediawifi et d'un effet de base favorable. Nous attendons un EBE 2020/21 de 2,3 M€. A horizon 2023, nous attendons un EBE de 3,9 M€.

**Nous initions la couverture de Osmozis avec une opinion Achat et un objectif de cours à 6,50 € issu de la moyenne des valorisations par DCF (6,40 €) et par comparables (6,60 €).**



## **Sommaire**

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>5</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>7</b>
<b>FICHE FLASH</b>	<b>8</b>
<b>HISTORIQUE</b>	<b>9</b>
<b>HISTOIRE BOURSIERE</b>	<b>10</b>
<b>PRESENTATION DES ACTIVITES</b>	<b>11</b>
<b>UNE OFFRE D'ACCES AU WIFI INCONTOURNABLE</b>	<b>12</b>
<b>DANS UN MARCHE TRES CONCENTRE</b>	<b>15</b>
<b>UNE OFFRE DE SERVICES PROFESSIONNELS A FORTE VALEUR AJOUTEE</b>	<b>16</b>
<b>LE BUSINESS MODEL DE OSMOZIS</b>	<b>20</b>
<b>LA TECHNOLOGIE EN RESIDENCE DE PLEIN AIR, UN MARCHE PORTEUR</b>	<b>24</b>
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES</b>	<b>27</b>
<b>VALORISATION</b>	<b>29</b>
<b>VALORISATION PAR LES DCF</b>	<b>30</b>
<b>VALORISATION PAR COMPARABLES</b>	<b>31</b>
<b>CONCLUSION</b>	<b>32</b>
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>33</b>



## Argumentaire d'investissement

- **Une capacité d'innovation importante**

Depuis sa création Osmozis a déployé des ressources en R&D importantes afin de mettre sur le marché des solutions d'accès wifi et des Services connectés utiles aux propriétaires de résidences de vacances et à leurs clients. La société a ainsi investi environ 12% de son chiffre d'affaires chaque année pour optimiser les produits existants et enrichir son offre de Services connectés. A ce jour, Osmozis peut ainsi capitaliser sur une dizaine de Services connectés dont deux ont vu le jour sur l'exercice 2019/20.

- **Croissance des Services connectés...**

Osmozis entend accélérer la mutation de son offre vers les Services connectés avec un objectif de part de chiffre d'affaires généré par ces services de 50% à horizon 2025 (vs 5% aujourd'hui). Trois drivers de croissance sont identifiés: la croissance du portefeuille clients d'Osmozis (2 000 résidences de tourisme, 294 100 emplacements), l'amélioration du taux de pénétration des services sur le portefeuille clients (18% des emplacements sont aujourd'hui dotés de Services connectés sur le périmètre historique et moins de 5% sur celui de EWI-Mediawifi) et l'enrichissement de l'offre services d'Osmozis.

- **... Et récurrence du chiffre d'affaires sont à l'ordre du jour**

Avec 35% de son chiffre d'affaires wifi (95% du total) générés par des abonnements de l'Offre "Premium" (vs 8% en 2015/16), Osmozis a rapidement réorienté la génération de son chiffre d'affaires vers du chiffre d'affaires récurrent. Avec des contrats de 5 ans sur les offres "Premium" et sur les Services connectés, Osmozis bénéficie aujourd'hui d'une bonne visibilité sur son chiffre d'affaires (55% en 2019/20 et 40% en 2018/19) qui va croître, en lien avec la croissance des Services connectés.

- **Sur un marché des campings en forte croissance**

Avec plus de 90% de son chiffre d'affaires généré par l'hôtellerie en plein air, Osmozis est exposé au premier mode d'hébergement touristique en France (54% de la capacité d'accueil total). Les campings se sont distingués ces dernières années par la hausse plus rapide de leur fréquentation face aux autres solutions d'hébergement avec 129 millions de nuitées (+18 millions vs 2011).

- **Un business model à fort levier opérationnel**

En restant propriétaire de l'ensemble de son matériel, Osmozis immobilise l'ensemble des coûts d'achat, de production de ses systèmes. L'investissement nécessaire à la génération de chiffre d'affaires devrait être rapidement largement couvert par les marges générées par le groupe.

La valeur ajoutée de ses services et son positionnement de leader sur le segment des campings lui permet effectivement de disposer d'un pricing power important et de dégager une marge opérationnelle supérieure à 10% d'ici trois ans (vs négative en 2019/20).

• **Un momentum favorable**

Compte tenu de la récente mise sur le marché de nouveaux services à forte valeur ajoutée (OsmoKey, OsmoWater ...), la valorisation de la société n'a pas parfaitement intégré les perspectives de croissance du groupe. Nous estimons que le niveau de cours actuel de Osmozis représente une opportunité pour se positionner sur un titre voué à se développer rapidement sur des activités à forte visibilité et génératrices de cash.

## Matrice SWOT

### Forces

- Force d'innovation importante (~12% du chiffre d'affaires investis en R&D)
- Barrières à l'entrée
- Pure player de l'exploitation de produits outdoor
- Leader dans les solutions wifi auprès des résidences de plein air
- Capacité à procéder à de la croissance externe
- Génération de chiffre d'affaires récurrent
- Réseau de 294 100 emplacements sur lequel Osmozis peut proposer ses Services connectés

### Opportunités

- Croissance externe
- Dynamique de l'hôtellerie en plein air
- Développement des usages de Services connectés

### Faiblesses

- Niveau d'endettement
- Historique de génération de cash

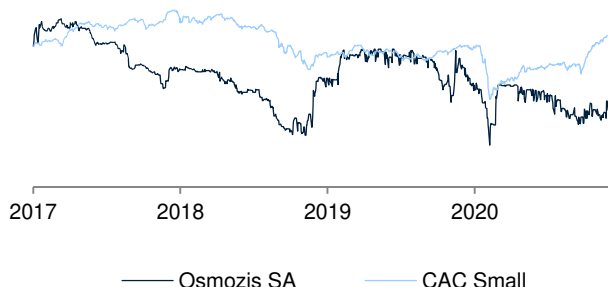
### Menaces

- Aléas venant grever l'activité des résidences de plein air (sanitaire, climatique, politique)
- Amélioration de la couverture 4G/5G dans les campings



Une activité soutenue par la hausse du nombre d'emplacements couverts, des acquisitions ciblées et des efforts en R&D continus. L'accélération du déploiement des abonnements (wifi et services) devrait rapidement consolider la hausse de la récurrence du chiffre d'affaires constatée en 2019/20 et renforcer la rentabilité du Groupe.

### Cours de bourse vs CAC small



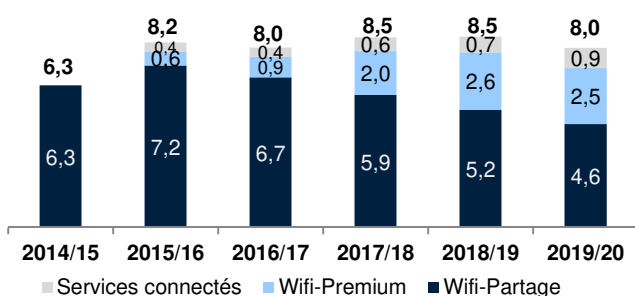
source: Factset / Euroland Corporate

### Evolution EV/CA depuis 2017



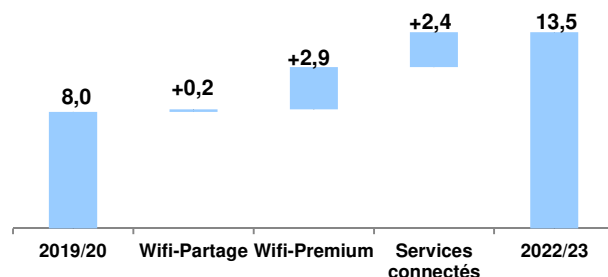
source: Factset / Euroland Corporate

### Evolution du chiffre d'affaires 2015-2020 (en M€)



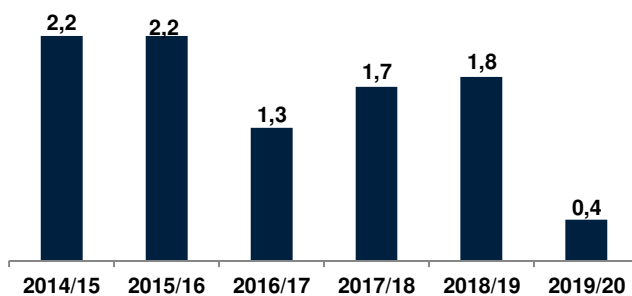
source: Osmozis / Euroland Corporate

### Bridge chiffre d'affaires 2020-2023e (en M€)



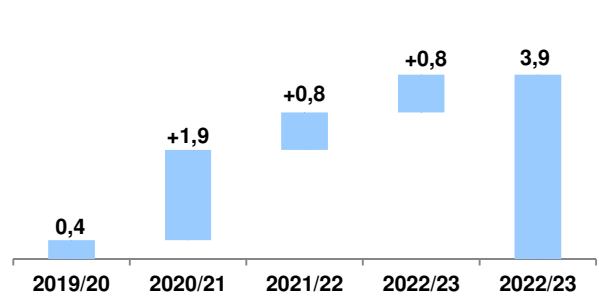
source: Euroland Corporate

### Evolution de l'EBE société 2015-2020 (en M€)



source: Osmozis / Euroland Corporate

### Bridge EBE 2020-2023e (en M€)



source: Euroland Corporate



## Historique

**2005-2012** : C'est en 2005 que débute l'aventure de la technologie wifi maillé. Le temps de développement a duré trois ans pendant lesquels Osmozis a eu recours à de la technologie externe hollandaise. Moins de 7 ans après la première année de commercialisation de son produit, Osmozis franchissait le pallier des 400 sites équipés (sans avoir constitué d'équipe commerciale).

**2013-2016** : Au cours de cette période, une équipe commerciale est mise en place, et des filiales sont créées en Italie et en Espagne. En 2014, une nouvelle activité « services connectés » est proposée par Osmozis. Depuis ses débuts, la société a levé 3,2 M€ afin de soutenir son BFR. Jusqu'à la fin de l'exercice 2015-16, la croissance du chiffre d'affaires est particulièrement dynamique et ressort à deux chiffres en moyenne avec un CA 2015/16 de 8,2 M€ (+29,3%) pour un EBE de 2,1 M€. Le pallier des 900 sites équipés est dépassé.

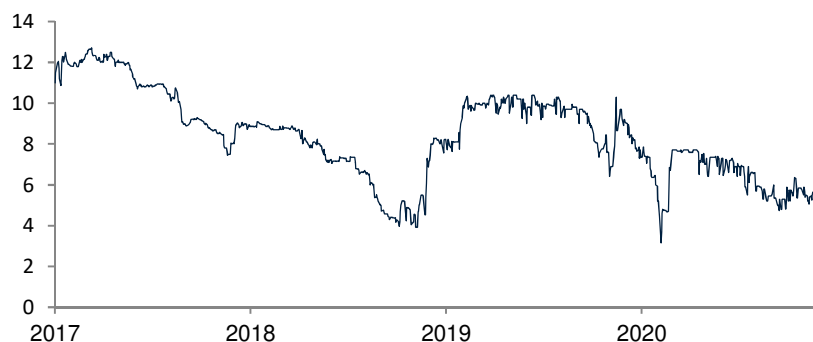
**2017-2018** : L'année 2017 est marquée par le succès de l'IPO en février qui a permis de lever 8,2 M€, d'assainir le bilan et de procéder à des acquisitions. Le gearing passe ainsi de 211% au 31 août 2016 à 21% au 31 août 2017. L'exercice 2016/17 est marqué par le fléchissement de la croissance organique avec un CA de 8,0 M€ pour un EBE de 1,3 M€ puis une légère amélioration des performances en 2017/18 avec un CA de 8,4 M€ pour un EBE de 1,7 M€. En décembre 2017, Osmozis procède à l'acquisition de Logmis, un éditeur de logiciels spécialisé dans la gestion des centres de vacances qui génère 0,3 M€ de chiffre d'affaires en année pleine, pour 0,7 M€ en numéraire.

**2019** : En mai 2019, Osmozis procède à l'acquisition de 100% des titres de EWI-Mediawifi (fournisseur d'infrastructures WiFi destinées à la mise en place de services d'accès Internet haut débit, de télévision mobile et de vidéosurveillance) pour 1,4 M€ en numéraire et 48 780 actions. La société se dote ainsi d'un chiffre d'affaires supplémentaire de 1,7 M€ environ en année pleine. L'exercice 2018/19 ressort à 8,5 M€ (dont 0,8 M€ de EWI-Mediawifi), soit une baisse de 7% en organique. En décembre 2019, le Groupe réalise une levée de 4,0 M€ par placement privé d'OCA avec suppression du DPS auprès de Eiffel Investment Group et de Vatel Capital, dans le but de poursuivre son développement, notamment en Europe.

**2020** : L'activité 2019/20 a été fortement grevée par la crise de la Covid-19 en s'établissant à 8,0 M€ (-5,5%). Son principal levier de croissance réside dans les Services connectés (OsmoKey, OsmoWater, OsmoPower, OsmoGestion) qui ont affiché une hausse de 35,1% sur l'exercice (vs -8,9% sur le wifi) Aujourd'hui, le pallier des 2 000 sites équipés est dépassé et le groupe continue son développement en Europe (France, Allemagne, Hollande, Italie, Espagne et Angleterre).

## Histoire boursière

### Evolution du cours de bourse depuis l'IPO



source: Factset / Euroland Corporate

- Après une introduction en bourse réussie, le 8 février 2017, à 10,90 € le titre, ce dernier atteint déjà son plus haut historique à 12,65 € seulement deux mois plus tard.
- Mais l'activité, fortement marquée par la démission du directeur commercial, est en perte de vitesse et en-dessous des prévisions annoncées au marché. Le titre passe sous la barre des 4,00 € en fin d'exercice 2017-18.
- Le cours repart à la hausse au début de l'exercice 2018-19 suite à la reprise de l'activité, avec notamment l'annonce de l'acquisition de son concurrent EWI-Mediawifi. Il se stabilise par la suite.
- En mars 2020, la crise sanitaire engendrée par la Covid-19 vient fortement grever la valeur du titre qui atteint alors son plus bas historique à 3,16 €. Si l'activité est maîtrisée dans un premier temps du fait de la saisonnalité avec un titre qui voit sa valeur plus que doubler, la fin de l'exercice 2019-20 est quant à elle marquée par une activité en repli et un cours en baisse. Depuis le dernier jour 2020, le titre reprend des couleurs.

## Présentation de l'activité

Créé en 2005, Osmozis est le premier opérateur de réseaux et de Services connectés dédié aux résidences de tourisme en Europe. Disposant d'une technologie brevetée (4 brevets européens), Osmozis maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur, de la conception à l'installation en passant par la production. Il capitalise sur ses investissements en R&D pour proposer des réseaux internet haut débit, des objets connectés et un logiciel de gestion aux lieux de villégiatures (conjuguant grandes surfaces et forte concentration d'utilisateurs saisonniers). S'appuyant sur les réseaux ADSL existants ou sur la fibre optique, Osmozis a mis au point une infrastructure réseau basée sur la technologie du wifi «maillé».

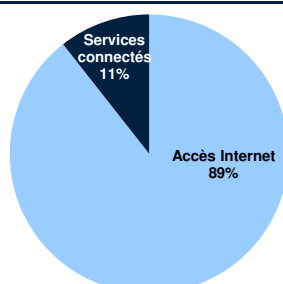
Sur l'ensemble de son activité, Osmozis génère 89% de son chiffre d'affaires 2019/20 (clôture exercice fiscal fin août) via ses bornes wifi (vs 95% en 2016) et 11% sur ses Services connectés (vs 5% en 2016). De 2016 à 2019, la croissance globale de Osmozis a été relativement stable (+1%) mais le recours à une croissance externe en 2019 (EWI-Mediawifi en mai 2019) lui a permis de s'adjoindre 1,7 M€ de chiffre d'affaires supplémentaires sur la partie wifi en année pleine. En pro forma, le CA 2018/19 est ainsi ressorti à 9,6 M€ (TCAM 2016/2019pf de 5,2%).

L'exercice 2019/20 a lui été grevé par les répercussions de la crise sanitaire avec des résidences de tourisme fermées du 17 mars au 2 juin 2020, et par une baisse de leurs investissements (préservation de la trésorerie au vu de la faible visibilité tout au long de 2020). A ce titre, le CA 2019/20 s'est inscrit en baisse de 5,5% (-16,3% vs 2019pf) à 8,0 M€.

**Le chiffre d'affaires wifi, " Accès Internet ",** composé à 65% du chiffre d'affaires généré par des formules "Partage" et à 35% par des formules « "Premium" », est exposé au niveau de consommation du wifi par les résidents des centres de vacances. Il a affiché une baisse de 10% (-21% vs 2019 pf). Avec un business model basé sur l'abonnement, les **Services connectés** ont, eux particulièrement bien résisté et se sont inscrits en hausse de 35%.

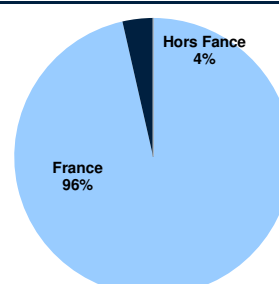
**A fin août 2020, Osmozis proposait ses services wifi sur 2 000 sites en Europe à travers un parc de 29 000 bornes installées. Environ 18% de ces sites étaient également pourvus de Services connectés. La forte complémentarité des produits d'Osmozis lui permet d'adresser l'ensemble de besoins en technologies des résidences de tourisme.**

### Répartition du chiffre d'affaires 2019/20 par segment



source: Osmozis/ Euroland Corporate

### Répartition du chiffre d'affaires 2019/20 par géographie



source: Osmozis/ Euroland Corporate

### Un opérateur-fabricant qui se distingue

Osmozis dispose d'un site de production à Clapiers sur lequel il assemble les composants des bornes wifi (boîtier étanche, carte mère, carte wifi, antenne omnidirectionnelle ou directionnelle, connecteur ethernet...). Ce site peut produire 10 000 bornes par an (2 780 en sont sortis en moyenne ces trois dernières années). La technologie de wifi maillé permet aux équipements sans fil (smartphones, tablettes, ordinateurs...) de se connecter avec le meilleur débit disponible selon la situation à l'entrée du réseau: lignes ADSL ou fibre optique.

Osmozis a la particularité d'être l'unique opérateur-fabricant sur le marché. En effet, la société a développé sa propre technologie 100% wifi contrairement à ses concurrents qui mixent différentes technologies. Possédant totalement les équipements et infrastructures déployés, et maîtrisant parfaitement sa technologie, la société est en capacité d'ajouter de nouveaux services (objets connectés) afin de renforcer son offre. Pour les campings cela représente une réelle opportunité en termes de qualité de prestation reçue, mais également en termes d'investissement puisque ce dernier reste peu élevé avec un retour sur l'investissement en 2 ans au plus.

### Couverture de l'offre Osmozis en Europe



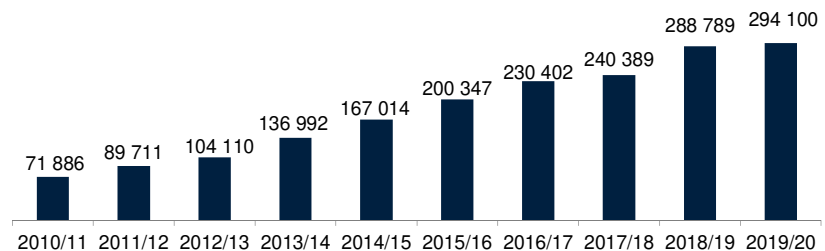
source : Euroland Corporate / Osmozis

## Une offre d'accès au wifi incontournable

En concevant et en fabriquant son propre matériel, le groupe maîtrise la fiabilité de ses solutions et peut en garantir la qualité. Il reste propriétaire du matériel et signe des contrats exclusifs de 5 ans avec les exploitants des résidences de tourisme.

Il a développé sa propre technologie de wifi maillé en choisissant composants, cartes électroniques et firmware (logiciels interne de fonctionnement) mais également ses propres outils de gestion des produits et des services. Son matériel est parfaitement adapté à l'utilisation outdoor (forte température, corrosion, salinité).

### Evolution du nombre d'emplacements couverts par l'offre wifi



source : Osmozis / Euroland Corporate

Le nombre de bornes installées évolue au gré des emplacements ouverts par les équipes commerciales et des acquisitions. Avec une moyenne d'une borne installée pour 10 emplacements, ces trois dernières années, Osmozis couvre, avec ses 29 000 bornes, 294 100 emplacements.

**Dans un camping moyen de 150 emplacements, Osmozis génère un CA annuel moyen de 3 500 € sur le wifi. Le coût d'installation moyen est de 7 000 €.**

Sur sa partie wifi, le business model de Osmozis est construit autour de deux formules principales qui sont celles du "Partage" et du "Premium".

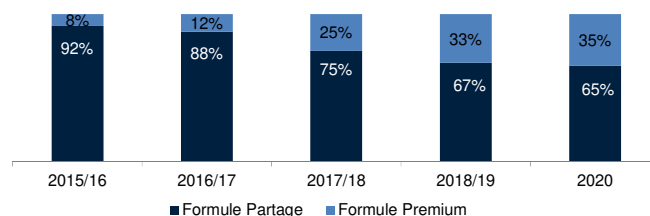
**Formule "Partage"**: elle génère deux sources de revenus complémentaires avec des frais d'installation / de mise en œuvre et des revenus liés à l'utilisation du service payé par les utilisateurs finaux. Le Groupe commercialise des accès wifi auprès des vacanciers sur les campings et les résidences de vacances. Les utilisateurs achètent soit une carte d'accès sur les sites soit un forfait sur le portail internet d'Osmozis. Les accès wifi sont facturés aux vacanciers soit sous forme de forfaits en nombre de jours de connexion illimitée, soit sous forme de forfaits pour un nombre d'heures de connexion.

**+ Avantage pour le gérant du camping/de la résidence**: le vacancier peut acheter une carte d'accès à l'accueil ou payer en ligne avec sa carte bancaire. Dans les deux cas, Osmozis partage les revenus des connexions avec la résidence de vacances (65% pour Osmozis / 35% pour la résidence). Cette solution permet d'avoir une solution d'accès internet payant au prix du marché.

**Formule "Premium"**: lorsque les centres de vacances optent pour la formule « "Premium" », le Groupe facture aux sites un loyer de mise à disposition des installations wifi. Le centre de vacances facture alors lui-même l'accès au wifi à l'utilisateur final sur la base d'un tarif qu'il définit librement. Le forfait est déterminé par le nombre d'emplacements ou de logements.

**+ Avantage pour le gérant du camping/de la résidence**: ils sont de plus en plus nombreux à souhaiter bénéficier d'un service wifi de qualité pour les vacanciers avec une formule de tarification totalement déterminée par eux. Certains souhaitent offrir l'accès wifi gratuitement en basse saison et en mode payant en moyenne et haute saison. D'autres préfèrent offrir le premier accès par emplacement et faire payer les accès suivants. Toutes ces solutions sont possibles avec la solution "Premium" proposée par Osmozis. A noter que depuis juillet 2019, Osmozis reconnaît le CA premium à 100% avec 35% de commissions pour la résidence de vacances (vs 65% préalablement).

### Evolution de la répartition des forfaits wifi "Premium" et "Partage"



source : Osmozis / Euroland Corporate

## Dans un marché français très concentré

On compte des opérateurs modestes à rayonnement local, mais le paysage concurrentiel reste dominé en France par deux acteurs de réseaux wifi :



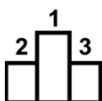
**Wifirst** (CA 2018 de 49,0 M€) : Fournisseur de services de connexion internet qui propose des réseaux internet haut-débit dans les résidences étudiantes, les hôtels, les résidences de vacances mais également les campings. Présent dans 26 pays, elle couvre 10 000 sites. Après avoir été accompagné pendant plus de 10 ans par le groupe Bolloré, ce dernier a vendu sa participation de 55% à en 2019 à Amundi Private Equity Funds, Bpifrance, Socadif Capital Investissement et ses dirigeants.

**Passman** (CA 2019 de 20,5 M€) : entreprise qui propose des réseaux internet haut-débit dans les hôtels et les campings. Elle couvre 7 000 sites dont 700 campings en wifi.

Le groupe Osmozis se distingue par son offre qui est tournée vers l'outdoor contrairement à ses deux concurrents qui proposent une offre vers l'indoor principalement (souvent les équipements pour hôtels).

## Dans un marché Européen atomisé

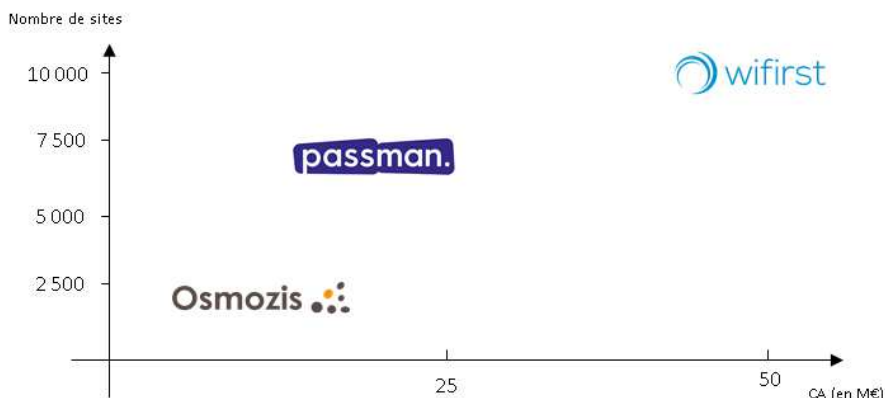
L'environnement concurrentiel européen est quant à lui très atomisé avec de nombreux acteurs indépendants dont les chiffres d'affaires ne dépassent pas les 1,5 M€. L'Europe est donc un marché à fort potentiel pour Osmozis.



## Pour finalement s'imposer face à la concurrence

**En 2016, Osmozis estimait détenir 20% des emplacements de campings en France. En 2019/20, la société détient 294 100 des 893 305 emplacements de camping en France, soit 33% de parts de marché (+12,9% en 3 ans).**

## Nombre de sites couverts et chiffre d'affaires (M€)



source : Euroland Corporate / sociétés

## Une offre de services professionnels à forte valeur ajoutée

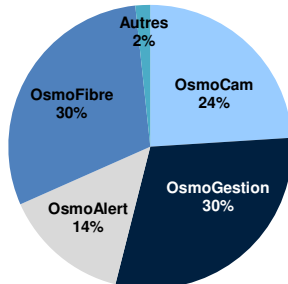
Grace à un investissement annuel d'environ 12% de son chiffre d'affaires en R&D, Osmozis est parvenu à proposer une offre riche de services destinés à faciliter la gestion quotidienne des responsables des résidences de tourisme. Les clients peuvent ainsi être équipés du système de maillage wifi d'Osmozis et avoir accès aux services (ou avoir directement et indépendamment du système wifi, accès aux services). Le matériel est loué par la résidence de tourisme et Osmozis en garde la propriété. Il adjoint des prestations de service et de maintenance sous forme d'abonnement dans le cadre de contrat de 5 ans (10% de revenus supplémentaires au contrat en moyenne).

### Panorama de l'offre de Services connectés Osmozis à fin 2020



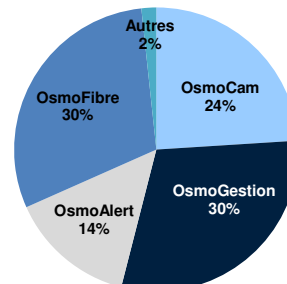
Les principaux services contributeurs au chiffre d'affaires sont OsmoCam (systèmes de vidéosurveillance), OsmoGestion (logiciel PMS) et OsmoAlert (système d'alarmes sonores outdoor).

### Chiffre d'affaires par services (2019/20) (est)



source : Osmozis / Euroland Corporate

### Nombre d'emplacements par services (2019/20) (est)



source : Osmozis / Euroland Corporate





**OsmoCam:** Les caméras de vidéosurveillance s'appuient sur le réseau multi-services sans fil Osmozis en place. La solution OsmoCam entièrement développée par les ingénieurs en interne permet la consultation en temps réel ou en différé des images depuis le site ou de n'importe quel endroit, à partir d'un accès internet sécurisé. Les caméras intérieures ou extérieures fournissent une excellente d'images avec des possibilités de très haute résolution pour la reconnaissance et l'identification des personnes de jour comme de nuit.

Les résidences de tourisme de taille importante font quasiment systématiquement appel à un système de vidéo surveillance pour surveiller les entrées, entrées secondaires et piscines.

**Pour un site, le recours à un système de 7/8 caméras (+ serveur) équivaut à un abonnement mensuel de 300 € par mois avec une durée de 5 ans du contrat. Les caméras ont une durée de vie de 10 ans en moyenne (marque Axis) et sont immobilisées au bilan d'Osmozis puis amorties sur 10 ans (vs 5 ans avant 2018/19). Le coût d'installation est compris entre 3 000 € et 4 000 € (achat du matériel + assemblage). Retour sur investissement moyen en un peu moins d'un an.**

**OsmoCam affiche une bonne dynamique de 10%/15% par an en moyenne dans un marché où la concurrence est très éclatée avec des prestataires petits et locaux.**

**OsmoAlert** est un dispositif d'alerte sonore sans fil pour assurer la sécurité du site et alerter tous les vacanciers en cas de danger (incendie, inondation, tempête, pollution...).

En réponse à l'évolution de la réglementation et aux normes en matière de sécurité sur les sites de vacances, OSMOZIS propose sa solution intégrée sécurisée en énergie électrique et facile à mettre en oeuvre.

En quelques secondes, des messages d'alerte multilingues pré-enregistrés peuvent être diffusés sur certaines zones du site ou sur l'ensemble du site. Des messages vocaux peuvent aussi être diffusés en temps réel.

OsmoAlert répond aux exigences de la loi de certaines régions en matière de sécurité dans l'hôtellerie de plein air. Par exemple, un arrêté de 2013 oblige les établissements de plein air situés dans le département de l'Hérault d'être dotés d'un équipement d'alarme ayant pour but de prévenir les occupants de la nécessité d'évacuer les lieux.



**Une installation globale sur un site permet de générer 250/300 € par mois en moyenne. Le coût d'installation est également compris entre 3 000 € et 4000 € (achat du matériel + assemblage + installation). Retour sur investissement moyen en un peu plus d'un an.**

**Osmozis bénéficie d'une part de marché prépondérante mais le marché est déflationniste avec, contrairement au marché de la caméra de surveillance, une course aux prix bas. Peu de croissance à attendre sur ce segment mature.**



**Osmo Gestion:** le logiciel de gestion OsmoGestion a été entièrement développé pour faire gagner les résidences de loisirs en productivité et en satisfaction client. En plus de la gestion commerciale classique, le logiciel propose la gestion des groupes (séminaires, fête de famille...), des salles, des ménages, des repas en fonction des régimes et/ou allergies, des séjours à thèmes, des âges pour les club-enfant et, tout dernièrement un module de yield management pour les réservations des vacanciers. Ces logiciels certifiés NF203 facilitent la gestion de toutes les obligations administratives (statistiques INSEE, taxes de séjour, TVA...) et permettent l'export de données vers de nombreux logiciels de comptabilité (Sage, EBP, Ciel...).

**La solution logicielle d'Osmozis permet également d'intégrer les nombreux services qui vont être les relais de croissance organique de la société.**

**La valeur ajoutée de ces différents services devrait permettre à Osmozis de faire face à la concurrence de Sequoia Soft et Inaxel.**

#### De nouveaux relais de croissance



**OsmoKey:** système qui supprime la clé traditionnelle en inscrivant un droit d'accès limité dans le temps sur un bracelet RFID ou via un code personnalisé. OsmoKey réduit la gestion contraignante des clés pour l'exploitant lors des arrivées/départs et apporte un confort aux vacanciers durant leur séjour. Notamment en permettant la gestion des arrivées tardives en envoyant au client à l'avance son code d'accès à son hébergement, par SMS ou email.

OsmoKey™ enregistre l'ensemble des entrées/sorties (identité du détenteur, date et heure) permettant un traitement statistique ou de comptage et de mieux gérer les litiges (vol sans effraction, par exemple).

**La solution a été lancée au printemps 2020 et rencontre un très beau succès avec quelques centaines de serrures installées et des retours très positifs de la part des clients.**

Par ailleurs, le bracelet fourni avec les serrures permet d'accueillir d'autres Services connectés comme les services *OsmoPay* (porte-monnaie électronique) et *OsmoTransat* (gestion des transats).

**Osmozis met en location ses serrures avec des contrats sur 5 ans sur lesquels il devient rentable au bout de deux ans. Le coût de location est d'environ, 80 €/emplacement/an alors que le coût de revient est de 160 € (matériel + installation).**

**Sur ce segment, Osmozis n'a pas de concurrent direct car les Assa abloy et Salto ne proposent pas de solutions pour les portes de mobile home et n'ont pas de réseau.**



**OsmoPowerWater:** La solution OsmoPowerWater est un dispositif de contrôle des installations électriques et des réseaux d'alimentation en eau permettant d'optimiser la sécurité des équipements et la gestion énergétique des sites (hébergements, sanitaires, piscines, quartiers...). OsmoPowerWater permet le suivi des consommations et avertit en cas de coupures électriques ou de fuites d'eau.

**Une installation globale sur un site permet de générer 200/300 € par mois en moyenne. Le coût d'installation avoisine les 4 000 € (achat du matériel + assemblage). Le retour sur investissement moyen est de 18 mois environ.**

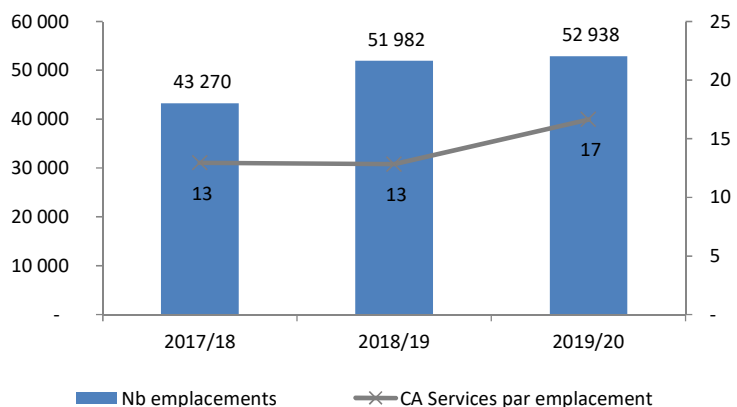
**Osmozis n'a pas de concurrence sur le segment.**

**Point OsmoFibre :** La solution OsmoFibre est une offre de raccordement à la fibre optique permettant d'augmenter le débit internet sur l'ensemble du site et d'améliorer la satisfaction client. OsmoFibre est une solution développée en partenariat avec un leader de l'offre Fibre optique et disponible sur la majeure partie du territoire français.

**Osmozis propose plusieurs offres de raccordement à la fibre optique ainsi que des abonnements. Compte tenu de son portefeuille clients, Osmozis est bien positionné pour proposer ce service. Le potentiel de hausse avoisine ainsi les 15% par an.**

A date, Osmozis couvre 18% de ses emplacements wifi avec une offre de Services connectés. Le potentiel de déploiement demeure ainsi important avec un levier sur le panier moyen par emplacement compte tenu de la diversité et de la complémentarité des services proposés.

**Nombre d'emplacements couverts par les services et CA services par emplacement (€)**



Source : Osmozis / Euroland Corporate

## Le business model d'Osmozis

Le chiffre d'affaires comprend des recettes variables liées à la vente d'accès wifi directement aux vacanciers (45% du CA 2019/20 vs 60% en 2018/19). La part récurrente du chiffre d'affaires est générée par les abonnements souscrits par les centres de vacances aux accès wifi (forfait "Premium"), aux Services connectés et à son logiciel de gestion. Osmozis enregistre également des prestations d'installation et de SAV liées aux bornes wifi et aux objets connectés.

**1/ Les recettes liées à la vente de wifi avec le Forfait "Partage"** sont reconnues :

- A la réception des installations par les centres de vacances pour la prestation d'installation des équipements;
- Au moment de la consommation des heures et des jours de connexion par les utilisateurs.

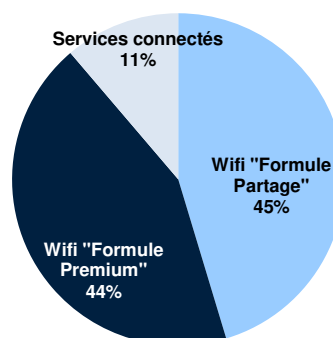
Elles représentent 65% du chiffre d'affaires 2019/20 wifi (vs 92% en 2015/16) et sont destinées à être progressivement remplacées par les revenus à forte visibilité des formules "Premium".

**2/ Les recettes liées à la vente de wifi Forfait "Premium" sont reconnues** à travers des loyers de mise à disposition des installations wifi, lorsque le service est rendu.

La formule "Premium" reconnaît, à partir de juillet 2019, un CA à 100% et un reversement de 35% au lieu d'un CA enregistré directement à 65% préalablement. Cela est neutre sur la marge mais joue favorablement sur le chiffre d'affaires des contrats Premium.

**3/ Les recettes liées à la commercialisation de Services connectés** (OsmoAlert, OsmoCam...). Ces prestations sont reconnues en chiffre d'affaires lorsque le service a été rendu. Le Groupe reste propriétaire des installations réalisées sur les sites (puis les loue).

### Répartition du chiffre d'affaires 2019/20



source : Osmozis / Euroland Corporate

Avec 18% des emplacements couverts par ses Services connectés et l'enrichissement de l'offre, le CA par emplacement des services est en hausse. La baisse du CA wifi par emplacement vient du mix entre les formules "Premium" et "Partage".

Le groupe adresse principalement des campings en France. 4% de son chiffre d'affaires est généré hors de France, en zone euro. Il est très faiblement exposé à la livre sterling avec une filiale, Osmozis LTD, non consolidé au vu de sa taille.

La saisonnalité du chiffre d'affaires est très marquée sur le T4 (juin/août) compte tenu de la part encore prépondérante des formules "Partage" dans le chiffre d'affaires (dont une partie est liée à la consommation wifi des vacanciers). Compte tenu de l'activité des résidences de tourisme l'été, entre 40% et 50% du chiffre d'affaires est généré traditionnellement sur cette période (41% en 2019/20).

Le principal poste de charges est celui des « **Autres charges externes** » (52% du CA en moyenne ces trois dernières années). Il est constitué, à près de 50%, par les reversements qu'Osmozis fait aux propriétaires des résidences de tourisme proposant le wifi à leur vacanciers sous forme de paiement à la consommation (formule "Partage") et désormais (depuis juillet 2019), également à l'abonnement (formule " Premium "). Le reversement est historiquement de 35% de la somme touchée par Osmozis mais il tend à baisser avec des formules de reversement à 25%

Près de 10% du chiffre d'affaires est couvert par les frais de déplacement des installateurs et responsables de la maintenance en France et en Europe. Osmozis internalise toutes ces fonctions afin de garder la main sur la qualité de service.

**Les charges de personnel** pèsent en moyenne 50% du chiffre d'affaires des trois dernières années. Les principaux postes, en volume, sont les suivants: 21% des effectifs sont en support (SAV par téléphone), 17% en installation, 16% en R&D, 16% en commercial.

#### Evolution des effectifs depuis 2015/16

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Effectifs fin de période	61	68	68	85	75

source : Osmozis / Euroland Corporate

## Compte de résultat depuis 2015/16 (M€)

En M€	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,1</b>
Achats consommés	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
%CA	0%	0%	0%	2%	1%
Autres achats et charges externes	3,8	4,2	4,3	4,1	4,5
%CA	47%	52%	51%	48%	55%
dont commissions sur ventes	1,8	1,9	2,0	2,0	1,6
%CA	22%	23%	24%	23%	20%
dont autres	2,0	2,3	2,3	2,1	2,8
%CA	24%	29%	28%	25%	35%
Charges de personnel	3,1	3,7	3,8	3,8	4,2
%CA	38%	47%	45%	45%	52%
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>
%CA	27%	16%	20%	21%	5%
DAP	1,9	2,4	2,3	1,4	1,9
%CA	24%	29%	27%	16%	23%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,5</b>
%CA	3%	-13%	-6%	5%	-18%
<b>Résultat net</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,9</b>
%CA	2%	-15%	-8%	3%	-24%

source : Osmozis / Euroland Corporate

Principalement composé des reversements aux résidences de camping selon la consommation wifi des vacances dans le cadre des forfaits "Partage" et des forfaits "Premium" depuis 2019/20.

Hausse des charges externes liée à l'intégration de EWI-Mediawifi.

Changement de méthode comptable sur 2018/19 avec l'amortissement du matériel wifi et Services connectés sur 10 ans au lieu de 5 ans précédemment au vu de leur durée de vie réelle. En 2019/20: la hausse des DAP reflète les efforts de R&D et la croissance des installations sur sites.

Le bas du compte de résultat intègre des charges financières en hausse de 100k€ environ sur la dernière année à 270 k€ compte tenu de la contraction de nouvelles dettes financières sur l'exercice clôturé en août 2020. Fin 2019, Osmozis a procédé à un placement privé d'obligations convertibles en actions (OCA) de 4,0 M€ auprès de Eiffel Investment et Vatel Capital. Le prix de conversion est fixé à 11,30 €. Deux nouveaux emprunts ont été également souscrits fin 2019 auprès de la Société Générale pour 0,7 M€. Osmozis a également obtenu des PGE pour 2,0 M€ environ.

Sur l'exercice 2020, la génération de cash-flow opérationnel a été grevée par le net ralentissement de l'activité du groupe en organique (-20% estimée hors Mediawifi) et la poursuite des installations qui feront la croissance du groupe dans le futur. Compte tenu des financements levés, la dette nette ressort, en fin d'exercice fiscal, à 7,6 M€ (gearing de 126%). Cette situation temporairement tendue, devrait se redresser sur l'exercice en-cours avec la croissance sur chaque pôle et l'amélioration significative attendue sur la rentabilité

**A noter que la production des systèmes est immobilisée dans la mesure où l'actif reste détenu par Osmozis puis loué. Ces actifs demeurant à l'actif du bilan, Osmozis présente un profil capitalistique élevé. Il se doit alors d'afficher une marge opérationnelle également élevée pour financer ses investissements qui, chaque année, représente environ 25/30% du chiffre d'affaires.**

**Focus 2020 – T1 2021**

Avant la crise sanitaire, Osmozis affichait une belle croissance et avait renouvelé son intention de générer du cash et consolider sa trésorerie via la hausse des revenus par emplacement et l'ouverture de nouveaux emplacements en Europe (par croissance externe). A ce titre le S1 2019/20 (septembre 2019-février 2020) est ressorti en forte croissance (+30,4% dont +7% en organique), porté par l'intégration d'EWI-Mediawifi depuis juin 2019 et par une accélération de la croissance organique. La société a effectivement bénéficié de la hausse des formules "Premium" sur le wifi et de l'attrait pour les services OsmoCam, OsmoAlert qui ont été complétés par OsmoWater et OsmoKey.

La crise sanitaire, avec la fermeture des centres de vacances (du 17 mars au 2 juin), a entraîné une baisse de 34% du CA T3 (mars-mai 2020) avec un impact immédiat sur les formules "Partage", intimement liées à la consommation de wifi par les vacanciers (-570 k€ estimé). Ainsi le CA « Accès Internet » est ressorti à 1,2 M€ (-41,6%). Les Services connectés sont, eux, ressortis en hausse de 21% à 0,3 M€, porté par l'enrichissement de l'offre. Le CA T4 de 3,3 M€ s'est légèrement repris (-19,4%) dans un contexte où les centres de vacances ont manqué de vacanciers étrangers (consommateurs de wifi) mais ont continué à investir dans les services d'Osmozis (+25%).

Lors de son CA T1, Osmozis a communiqué sur la très nette accélération de la vente de ses services à l'abonnement, incluant ses forfaits wifi "Premium" et ses services connectés, avec un CA de 0,4 M€ (+49,6%). La décroissance s'est poursuivie sur les forfaits "Partage", avec un CA de 0,4 M€ (-28%). Au global, le CA est ressorti environ stable à 0,8 M€.

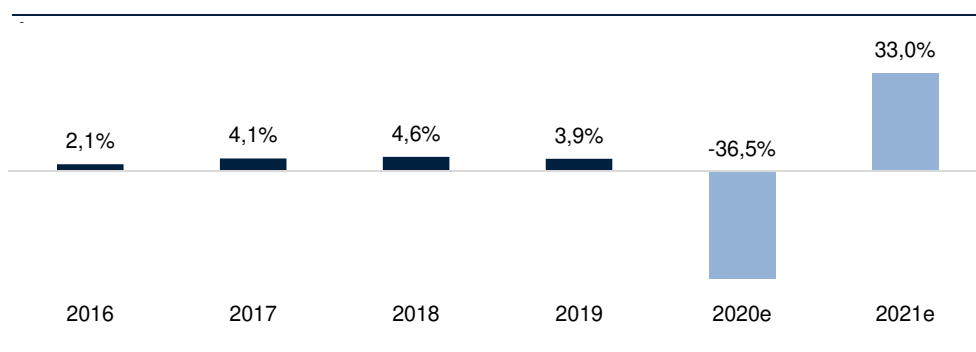
Sous réserve d'une stabilisation des conditions au printemps 2021, Osmozis devrait renouer avec de la croissance rentable.

## La technologie en résidence de plein air, un marché porteur

### L'hôtellerie de plein air se distingue

#### L'hébergement touristique français en hausse

Jusqu'en 2019 on constatait une tendance à la hausse de l'activité de l'hébergement touristique français. L'année 2020 a été fortement impacté par la crise de la Covid-19. L'activité devrait reprendre de manière assez forte en 2021, mais ce rebond (+33,0%) ne sera pas suffisant pour compenser les pertes subies en 2020. Cela s'explique par la prolongation des restrictions sanitaires et la stagnation attendue des revenus des consommateurs, pesant alors sur les départs en vacances et les déplacements professionnels en 2021.



source : Insee / Euroland Corporate

#### Des taux d'occupation des principaux hébergement marchands en hausse...

	2012	2019	Var.
<b>Campings</b>	32,4%	36,4%	+ 4,0 pts
<b>AHCT</b>	57,5%	61,6%	+ 4,1 pts
<b>Hôtellerie</b>	59,7%	62,0%	+ 2,3 pts

source : Insee / Euroland Corporate

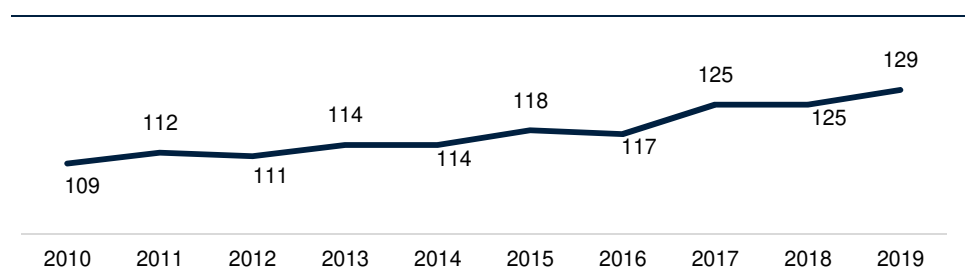
On observe une hausse du taux d'occupation depuis 2012 à mettre en lien avec une demande plus forte que la hausse du nombre d'emplacements.

#### Dans lequel se démarque l'hôtellerie de plein air



En 2020, l'hôtellerie de plein air est le 1<sup>er</sup> mode d'hébergement touristique de France avec 54% de la capacité d'accueil total, et le 2<sup>nd</sup> en nombre de nuitées derrière l'hôtellerie du fait de sa saisonnalité. Néanmoins les campings se sont distingués ces dernières années, notamment par la hausse plus rapide de leur fréquentation. En effet, le nombre de nuitées est passé de 112 millions en 2011 à 129 millions en 2019. Aujourd'hui, 50,0% de l'offre marchande d'hébergement touristique en France provient de l'hôtellerie de plein air.



**Évolution de la fréquentation des campings en France (en M de nuitées) :**

source : Insee / Euroland Corporate

**Quelques chiffres clés liés à l'activité française (FNHPA) :****Données clés**

8 312 campings en 2020	893 305 emplacements en 2019 (-0,5%)
Chiffre d'affaires de 2,5 Mds€ en 2018 (0,8 Mds€ en 2000)	2 campeurs sur 3 sont français
1er camping européen et 2 <sup>ème</sup> mondial après les USA	20% du CA consacré à l'investissement
Accès WIFI dans 4 625 établissements (60%) en 2019	Fréquentation des français en hausse de +3,7%
129 M de nuitées en 2019 (+2,9%)	Fréquentation des étrangers en hausse de +1,1%
22 M de touristes en 2018	

**Face à des vacanciers se tournant vers le haut de gamme**

On observe une montée en qualité et en gamme du parc de campings en France du fait de l'augmentation des attentes des vacanciers. L'écart se creuse donc entre les campings non classés, 1 et 2 étoiles (classe économique) et les campings 4 et 5 étoiles (haut de gamme).

**Quelques chiffres clés liés à cette dynamique :****Données clés**

18% des campings sont 4 ou 5 étoiles en 2019
1/3 des emplacements proviennent de campings 4 et 5 étoiles en 2015 (contre 28% en 2012)
Le nombre de campings 5 étoiles en hausse de +3,1% en 2019
Le nombre de campings 4 étoiles en hausse de +2,3% en 2019
Hausse de +7,0% de la fréquentation des emplacements équipés
55% des nuitées en camping effectuées sur des emplacements équipés en 2019 (contre 44% en 2011)

## Avec un réseau wifi toujours très attractif

### Une technologie Wifi préférée à la 4G/5G

Dans le cadre de l'hôtellerie de plein air, notamment sur le haut de gamme, la demande en accès wifi reste élevée pour plusieurs raisons :



1. Un abonnement 4G/5G est souvent annuel et coûteux contrairement à un forfait wifi de courte durée dans un camping
2. Les campings sont majoritairement positionnés sur le territoire rural et littoral, zones à plus faible débit pour le réseau 4G/5G que pour le réseau wifi.
3. Un tiers des campeurs sont des étrangers et le réseau 4G/5G est rarement accessible à la population étrangère
4. Pour les campings, l'accès wifi est rendu obligatoire afin d'obtenir au moins deux étoiles.



### Un déploiement toujours actif

On constate, une accélération du déploiement de l'Internet très haut débit (THD) qui portera l'activité des installateurs de réseaux de télécommunications, dont les réseaux Wifi haute intensité. Avant la crise de la Covid-19, l'Etat réaffirmait son objectif de couvrir 80% du territoire national d'ici 2022, et débloquait 242 M€ pour soutenir les réseaux d'initiatives publiques (RIP) des collectivités territoriales de 10 départements ruraux. Ce projet se concentrera donc majoritairement sur le déploiement de la fibre optique dans les territoires ruraux (où se positionne Osmosis), permettant d'accroître la qualité et la portée du réseau wifi.

## Perspectives stratégiques et financières

**La diversification des activités vers les Services connectés constitue la pierre angulaire de la stratégie de Osmozis.**

L'ambition d'Osmozis est de passer d'une part de 10% du chiffre d'affaires généré par les Services connectés à 50% d'ici 5 ans. Dans ce cadre, d'ici fin août 2023, nous anticipons une hausse annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 19% intégrant une hausse de 12,7% des offres wifi (« Accès internet ») et de 54,4% des Services connectés. Pour ce faire, le principal levier est de capitaliser sur le nombre d'emplacements couverts par la société et en hausse moyenne de 10% par an depuis 2016, notamment celui de EWI-Mediawifi de 50 000 emplacements (très peu couverts par les Services connectés)

### Les drivers de croissance de l'offre wifi sont:

- Le nombre d'emplacements couverts que nous attendons en hausse moyenne de 6,6% par an sur les trois prochaines années
- Une stabilisation sur les prix des offres que nous attendons à 28,50 € par emplacement sur les trois prochaines années.
- Un mix qui va jouer en faveur de la visibilité et de la récurrence avec des formules "Premium" qui devraient dépasser les formules "Partage" d'ici 2021/22.

### Les drivers de croissance de l'offre Services connectés sont :

- Le cross-selling des offres auprès des résidences de tourisme déjà clientes (notamment du réseau de EWI-Mediawifi, très peu exploité à date). A ce titre, nous attendons une hausse du taux de pénétration du réseau (30% en 2023 vs 18% en 2019/20).
- Les prix des Services connectés par emplacement sont également amenés à fortement augmenter compte tenu de l'enrichissement de l'offre d'Osmozis avec de nouveaux services. En 2020, la société a ainsi lancé OsmoKey, OsmoTransat et accéléré sur son logiciel PMS (OsmoGestion), pièce maîtresse de l'ensemble des services. Nous attendons ainsi un CA par emplacement en hausse annuel moyen de 22% à 31€ d'ici août 2023.

### Répartition du chiffre d'affaires par activité 2020/2023e (M€)

	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
<b>Accès Internet</b>	7,1	8,7	9,7	10,2
<i>Formule Partage</i>	3,6	4,1	4,1	3,8
<i>Formule Premium</i>	3,5	4,6	5,6	6,4
<b>Services connectés</b>	0,9	1,4	2,2	3,3
<b>Total chiffre d'affaires</b>	<b>8,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,5</b>

source : Euroland Corporate

## Nombre d'emplacements et CA par emplacement Wifi

	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
<b>nb emplacements couverts par offre wifi</b>	294 100	323 510	339 686	356 670
<b>dont Forfait Partage</b>	141 168	152 050	142 668	131 968
<b>dont Forfait Premium</b>	152 932	171 460	197 018	224 702
<b>CA wifi par emplacement (€)</b>	24,2	27,0	28,5	28,5

source : Euroland Corporate

## Nombre d'emplacements et CA par emplacement Services connectés

	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
<b>nb emplacements couverts par s.connectés</b>	52 938	64 702	84 921	107 001
<i>% emplacement couvert par un service connecté</i>	18%	20%	25%	30%
<b>CA services connectés (M€)</b>	0,9	1,4	2,2	3,3
<b>CA services connectés par emplacement (€)</b>	17,0	21,0	26,0	31,0

Compte tenu d'un meilleur mix-produit et d'une bonne maîtrise des charges, nous attendons une amélioration de l'EBE à 3,9 M€ à horizon 2023 (vs 0,4 M€ en 2019/20).

## Compte de résultat prospectif

En M€	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>8,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,5</b>
Achats consommés	0,1	0,1	0,1	0,2
%CA	1%	1%	1%	1%
Autres achats et charges externes	4,5	4,6	5,0	5,3
%CA	56%	46%	42%	39%
dont commissions sur ventes	1,6	2,0	2,2	2,3
%CA	20%	20%	19%	17%
dont autres	2,8	2,6	2,8	3,0
%CA	35%	26%	24%	22%
Charges de personnel	4,2	4,2	4,7	5,3
%CA	53%	42%	40%	39%
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>
%CA	5%	23%	26%	29%
DAP	1,9	2,0	2,2	2,4
%CA	24%	20%	19%	18%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
%CA	-19%	3%	7%	11%
<b>Résultat net</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>
%CA	-25%	0%	3%	6%

Les reversements aux résidences de tourisme évoluent au gré du nombre de formules "Partage" et des formules "Premium", comptabilisant, toutes deux, une commission de 35%

Fort levier opérationnel sur la marge avec une base de coûts fixes relativement stable et des frais variables en baisse

Sur les trois prochaines années, compte tenu du poids de la dette, nous attendons des charges financières de 0,3 M€. Le taux d'imposition estimé est de 26,50% compte tenu de la principale exposition à la France (96% du CA 2019/20).

En terme de génération de trésorerie, nous estimons que le BFR devrait être particulièrement bien tenu avec un niveau de 13,3% pour générer de la trésorerie sur la base de nos attentes de croissance.

Compte tenu de son intensité capitalistique, la société devrait maintenir un niveau d'investissement élevé que nous projetons à environ 23,0% du chiffre d'affaires.

## Valorisation

Nous valorisons Osmozis par la méthode des DCF et par comparables.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Evolution du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 19% de 2019/20 à 2022/23 compte tenu de la montée en puissance des Services connectés et des formules Premium structurelle. De 2023 à 2031, nous retenons un TCAM du CA de 8,5% puis un taux à l'infini de 1,5 %.

- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2023 en raison de l'effet mix et du contrôle des coûts. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 10,6% en 2022/23. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 13,5% en 2031.

- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement R&D et de développement de l'ordre de 20,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2031.

- **BFR** : nous retenons un niveau de BFR de près de 13,0% du chiffre d'affaires hors taxe.

- **Dettes financières nettes** : prise en compte de celle du 31/08/2020 (7,6 M€)

### Synthèse des hypothèses de calcul du cmprc

---

Taux sans risque (OAT 10 ans)	-0,3%
Prime de risque	6,5%
Bêta sans dette	1,6
Bêta endetté	2,3
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>14,7%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>3,0%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>9,9%</b>
Taux de croissance à l'infini	1,5%

---

source : Euroland Corporate

## Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

En M€	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>CA</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,5</b>	<b>14,8</b>	<b>16,3</b>	<b>17,9</b>	<b>19,6</b>	<b>21,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,6</b>	<b>25,9</b>
Croissance		18%	13%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%	5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
Marge opérationnelle courante	3,1%	7,5%	10,6%	11,6%	12,1%	12,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Taux d'impôt	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Impôts sur les sociétés corrigé	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Dotations amortissements et provisions	2,0	2,2	2,4	2,8	3,2	3,6	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6
<b>Cash flow</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>
Variation de BFR	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investissements	-2,2	-2,5	-2,8	-2,8	-3,3	-3,6	-3,9	-4,2	-4,6	-4,9	-5,2
Capex en % du CA	-21,9%	-21,2%	-20,7%	-18,9%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
<b>Free cash flow</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Free cash flow actualisé</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>

## Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
C M P C	8,9%	7,2	7,6	8,1	8,7	9,4
	9,4%	6,4	6,8	7,2	7,7	8,2
	9,9%	5,7	6,0	<b>6,4</b>	6,8	7,2
	10,4%	5,1	5,3	5,6	6,0	6,4
	10,9%	4,5	4,7	5,0	5,3	5,6

Notre valorisation de Osmozis par DCF ressort à 6,40 € par action avec un cmc à 9,90% et une croissance à l'infini de 1,5%.

## Valorisation par comparables

**Compte tenu du profil de Osmozis, nous avons retenu un échantillon d'opérateurs télécoms qui figurent dans l'univers du métier des solutions wifi et de Services connectés de Osmozis**

**Ekinops** : La société est spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de solutions de télécommunication, ouvertes et interopérables, destinées aux fournisseurs de services (opérateurs de télécommunications et entreprises) à travers le monde. Les solutions Ekinops, hautement programmables et évolutives, permettent le déploiement rapide et de manière flexible de nouveaux services de transport optique, haut débit et haute vitesse, ainsi que des services d'entreprise, notamment à travers la virtualisation des réseaux.

**Kerlink** : La société est spécialisée dans la fourniture de solutions d'infrastructures réseaux dédiées à l'Internet des Objets (IoT). Son offre est constituée de solutions (logicielles, matérielles et services) à destination des opérateurs publics, des entreprises et des collectivités. Les services proposés par Kerlink couvrent les besoins clients parmi lesquels : planification réseau, optimisation de la performance du réseau, gestion à distance du réseau et localisation sans GPS.

**Vogo** : La société est spécialisée dans le développement, la commercialisation et la distribution d'une solution technologique live de contenus audiovisuels dans les enceintes sportives qui offre une nouvelle expérience aux spectateurs. Sa solution VOGO SPORT permet aux spectateurs, au sein d'une enceinte sportive ou lors d'un événement outdoor, d'accéder instantanément et en temps réel, via leurs terminaux (smartphones, tablettes, etc.) aux flux des caméras filmant l'événement. Son application offre de nombreuses fonctionnalités telles que le live multicam, le replay, le zoom ou encore le ralenti. Une version est dédiée aux professionnels (médecins, arbitres, entraîneurs ou journalistes) en leur donnant accès à un outil mobile et autonome d'aide à la décision, utilisé pour le suivi médical, l'arbitrage ou l'analyse des performances des sportifs.

## Principaux agrégats de l'échantillon

Capitalisation	Dette nette	VE	CA				EBITDA				EBIT				RN				
			2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	
185	-1,3	184	93	103	116	125	13	16	20	20	20	3	7	10	11	3	6	9	10
29	-0,7	28	12	18								-5	-2			-4	-2		
49	-1,1	48	8	17	22	33	-2	2	4	8		-3	1	2	4	-3	1	1	2
11,3	4,3	15,6	8,6	10,6	12,3	13,8	1,0	2,6	3,3	4,0	-0,9	0,5	1,1	1,5	-1,3	0,1	0,5	0,8	

source: FactSet / Euroland Corporate

## Multiples de valorisation de l'échantillon

	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT			PER		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Ekinops SA	1,8	1,6	1,5	11,2	9,1	9,3	26,9	18,2	17,2	31,1	20,4	19,3
Kerlink SA	1,6	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc
Vogo SA	2,9	2,3	1,5	19,4	12,3	6,3	58,3	28,4	13,3	95,2	44,9	20,6
<b>Moyenne</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>15,3</b>	<b>10,7</b>	<b>7,8</b>	<b>42,6</b>	<b>23,3</b>	<b>15,3</b>	<b>63,2</b>	<b>32,7</b>	<b>19,9</b>
<b>Mediane</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>15,3</b>	<b>10,7</b>	<b>7,8</b>	<b>42,6</b>	<b>23,3</b>	<b>15,3</b>	<b>63,2</b>	<b>32,7</b>	<b>19,9</b>

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous appliquons la moyenne des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBE de Osmozis sur les années 2021, 2022 et 2023 (« re-basés » au 31/12).

**A ce titre, la valeur des capitaux propres de Osmozis ressort à 14,2 M€ (décote de taille de 20%), soit 6,60 € par action.**

## Conclusion

**Pour conclure, nous initions la couverture de Osmozis avec une opinion Achat et un objectif de cours de 6,50 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (6,40 €) et par comparables (6,60 €).**



Compte de résultat (M€)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Chiffre d'affaires	8,4	8,5	8,0	10,1	11,9	13,5
Excédent brut d'exploitation	1,8	1,8	0,4	2,3	3,1	3,9
Résultat opérationnel courant	0,4	0,4	-1,5	0,3	0,9	1,4
Résultat opérationnel	0,4	0,4	-1,5	0,3	0,9	1,4
Résultat financier	0,0	0,0	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	0,1	0,1	-0,5	0,0	0,1	0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,3	0,3	-2,0	0,0	0,4	0,8
Bilan (M€)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Actifs non courants	9,0	13,1	12,6	13,1	13,6	14,2
<i>dont goodwill</i>	0,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	3,2	2,2	1,3	1,7	1,6	1,8
Disponibilités + VMP	4,8	2,8	5,1	4,1	4,1	4,1
Capitaux propres	7,8	8,0	6,1	6,1	6,5	7,3
Emprunts et dettes financières	9,1	9,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Total Bilan	19,2	22,1	22,8	22,9	24,4	25,9
Tableau de flux (M€)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Marge Brute d'autofinancement	1,4	1,8	-0,6	2,0	2,6	3,2
Variation de BFR	0,3	-0,1	-2,1	0,4	-0,1	0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,2	1,9	1,5	1,6	2,7	3,0
Investissements opérationnels nets	-3,5	-2,2	-2,2	-2,5	-2,8	-3,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,1	-4,0	-2,2	-2,5	-2,8	-3,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	0,2	3,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	-0,3	0,2	3,0	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	-3,3	-2,0	2,3	-0,9	-0,1	0,0
Ratios (%)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Variation chiffre d'affaires	5,0%	0,6%	-5,5%	26,1%	17,8%	13,4%
Marge EBE	21,3%	21,1%	4,8%	23,1%	26,3%	28,6%
Marge opérationnelle courante	5,0%	5,0%	-18,8%	3,1%	7,5%	10,6%
Marge opérationnelle	5,0%	5,0%	-18,8%	3,1%	7,5%	10,6%
Marge nette	3,1%	3,1%	-24,8%	0,0%	3,4%	5,9%
Capex/CA	-41,8%	-25,5%	-27,6%	-25,0%	-23,5%	-22,5%
BFR/CA	37,7%	25,5%	15,8%	16,7%	13,5%	13,3%
ROCE	-4,9%	3,1%	-11,8%	2,3%	6,3%	9,5%
ROCE hors GW	-5,2%	3,8%	-14,6%	2,8%	7,6%	11,4%
ROE	3,4%	3,3%	-32,7%	0,0%	6,3%	10,9%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Gearing (%)	55%	87%	126%	143%	135%	120%
Dettes nette/EBE	2,4	3,9	19,9	3,7	2,8	2,3
EBE/charges financières	104,4	104,4	0,5	7,4	9,3	11,0
Valorisation	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Nombre d'actions (en millions)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,51	7,95	7,72	5,75	5,75	5,75
(1) Capitalisation boursière moyenne	18,2	17,0	16,5	12,3	12,3	12,3
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	4,3	7,0	7,6	8,7	8,7	8,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	22,5	24,0	24,2	20,9	21,0	21,0
PER	68,6	64,1	-8,3	10 979,5	30,4	15,5
VE/ EBE	12,5	13,4	62,7	9,0	6,7	5,5
VE/ROC	52,9	56,4	-16,1	66,5	23,7	14,7
VE/CA	2,7	2,8	3,0	2,1	1,8	1,6
P/B	2,3	2,1	2,7	2,0	1,9	1,7
Données par action (€)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Bnpa	0,1	0,1	-0,9	0,0	0,2	0,4
Book value/action	3,6	3,8	2,8	2,8	3,0	3,4
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat** : Depuis le 19/01/2021

**Accumuler** : (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :****Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

**Disclaimer / Avertissement**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude. 3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80