



Crowe HAF

16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

contact@crowe-haf.fr

www.crowe-haf.fr

Fiducial Office Solutions

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Fiducial Office Solutions initiée par la société Fiducial SC

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation de la société initiatrice de l'Offre.....	2
1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.3 - Contexte et opération envisagée	18
2 - Présentation de l'expert indépendant.....	20
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	20
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	21
2.3 - Déclaration d'indépendance	22
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	22
2.5 - Rémunération.....	22
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	23
3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre	27
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	27
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	30
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	32
4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	46
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées	46
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues	46
5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre.....	52
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires.....	53
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	53
6.2 - Analyse et appréciation des observations	53
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	54
8 - Annexe – Lettre de mission.....	56

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Fiducial Office Solutions SA le 18 juin 2026 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN
RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE FIDUCIAL
OFFICE SOLUTIONS INITIEE PAR LA SOCIETE FIDUCIAL SC**

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« Offre » ou l'« OPR-RO ») portant sur les actions de la société Fiducial Office Solutions SA (ci-après « FOS » ou la « Société » ou le « Groupe »), initiée par la société Fiducial SC (ci-après l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 18 juin 2026 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant, sous réserve de la décision de non opposition de l'AMF qui a été rendue le 1^{er} juillet 2026, pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1^o et II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application (i) de l'article 261-1 I, 1^o du règlement général de l'AMF, la société visée étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce avant le lancement de l'Offre par l'Initiateur, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de FOS dans le cadre de l'Offre s'établit à 36,00€ par action.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation de la société initiatrice de l'Offre

Fiducial SC est une société civile au capital de 30.000.000 euros, dont le siège social est situé 41 rue du Capitaine Guynemer, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 328 084 074 RCS Nanterre (l'« Initiateur » ou « Fiducial SC »). A la date de l'Opération, Fiducial SC détient 99,8% du capital de Fiducial Office Solutions, société objet de l'Offre, présentée ci-après.

1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

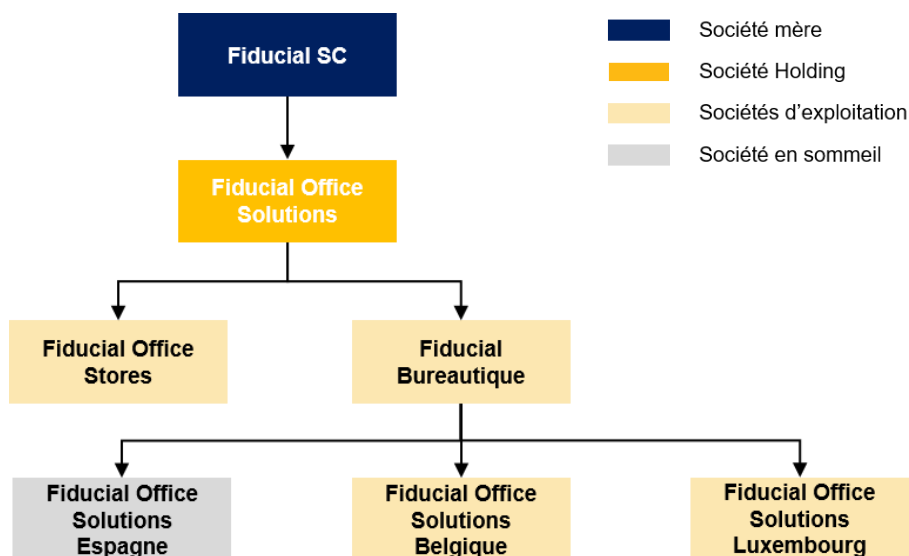
Fiducial Office Solutions est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 41 Rue du Capitaine Guynemer, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 969.504.133, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000061418 et sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg sous le code ISIN FR0000061418, mnémonique « SACI ».

1.2.1 - Activité du groupe Fiducial Office Solutions

Fiducial Office Solutions, filiale du groupe Fiducial SC, est un acteur majeur de la distribution de fournitures et solutions professionnelles pour les entreprises et les collectivités. Spécialisée dans l'équipement des espaces de travail, le Groupe accompagne ses clients dans leurs besoins en fournitures de bureau, mobilier, consommables informatiques, solutions d'hygiène et entretien, EPI, produits pour les services généraux, alimentation, offre de services logistiques, impression et produits personnalisés.

Son positionnement repose sur une approche globale de l'environnement de travail, avec une offre diversifiée couvrant l'ensemble des besoins de ses clients, de la TPE à la grande entreprise.

À travers son appartenance au groupe Fiducial, acteur majeur des services aux entreprises, FOS bénéficie d'un savoir-faire reconnu et d'une capacité à accompagner durablement les professionnels dans l'évolution de leurs besoins.



Fiducial Office Solutions s'inscrit au sein du groupe Fiducial, au travers de sa société mère Fiducial SC.

La Société exerce ses activités au travers de cinq filiales : Fiducial Office Stores, Fiducial Bureautique qui détient elle-même Fiducial Office Solutions Belgique, Fiducial Office Solutions Luxembourg et Fiducial Office Solutions Espagne, cette dernière étant actuellement en sommeil. Parmi ces entités, Fiducial Bureautique constitue la principale filiale opérationnelle du Groupe, représentant 94% du chiffre d'affaires annuel 2025 du Groupe.

Présentation des gammes de produits et services

Fiducial Office Solutions structure son activité selon quatre catégories de produits et services majeurs :

- La gamme Fournitures de bureau constitue le cœur de l'offre de Fiducial Office Solutions. Elle comprend un large choix de fournitures de bureau à travers un catalogue de près de 14.000 références stockées, dont environ 1.500 références commercialisées sous la marque propre Fiducial Office Solutions. Cette gamme intègre également une offre d'impression et de produits personnalisables (brochures, catalogues, papeterie, PLV, signalétique, objets publicitaires personnalisables etc ...).
- La gamme Mobilier professionnel permet l'aménagement des espaces de travail grâce à une offre de plus de 100.000 références comprenant notamment bureaux, sièges, rangements, tables de réunion et mobilier collaboratif. Le Groupe accompagne également ses clients dans la conception et l'optimisation de leurs espaces de travail grâce à des spécialistes dédiés.
- La gamme Consommables informatiques regroupe les équipements et consommables nécessaires au fonctionnement des environnements informatiques, notamment les cartouches d'impression, toners, supports de stockage, périphériques et accessoires.
- La gamme Services généraux rassemble les produits destinés au fonctionnement quotidien des entreprises, incluant notamment les produits d'hygiène et d'entretien, les solutions d'emballage et d'expédition, les équipements de protection individuelle (EPI), ainsi qu'une offre de produits alimentaires. Cette gamme est régulièrement enrichie afin d'accompagner la diversification des besoins des entreprises et comprend une part croissante de produits éco-responsables.

Le Groupe propose également un ensemble de services à valeur ajoutée destinés à simplifier la gestion des achats de ses clients. Ceux-ci comprennent notamment des solutions de dématérialisation des commandes et de la facturation (EDI, Punch-Out, cartes d'achat, facturation électronique), des prestations logistiques personnalisées, la reprise de déchets, un service d'approvisionnement hors catalogue ainsi qu'un accompagnement commercial dédié.

Par ailleurs, FOS s'adresse principalement à une clientèle professionnelle composée de TPE, PME, grands comptes, administrations, collectivités, établissements scolaires, associations et professions réglementées. Il accompagne également des secteurs spécifiques tels que l'industrie, la santé, l'éducation ou encore les services, en proposant des solutions adaptées aux contraintes et usages de chaque environnement professionnel. Avec près de 60.000 clients, Fiducial Office Solutions dispose d'un portefeuille particulièrement diversifié et équilibré. Cette diversité limite la dépendance commerciale du Groupe, son principal client représentant seulement 2% du chiffre d'affaires.

Un modèle de distribution reposant sur une approche multicanale

Le modèle économique de FOS repose principalement sur une distribution directe auprès d'une clientèle professionnelle diversifiée. Le Groupe adapte son approche commerciale en fonction du profil et de la taille de ses clients, en s'appuyant sur une organisation de proximité combinant une force de vente terrain, des équipes spécialisées par domaine d'expertise ainsi qu'une plateforme logistique performante.

Plus précisément, les petites entreprises passent principalement leurs commandes via la plateforme de commerce en ligne du Groupe, tandis que les entreprises de taille plus importante, notamment celles comptant plus d'une vingtaine de salariés, sont suivies par une force commerciale dédiée. Une fois la relation commerciale établie, les commandes sont ensuite majoritairement réalisées via les outils digitaux du Groupe. Cette organisation permet d'associer proximité commerciale, fidélisation de la clientèle et efficacité opérationnelle.

Le Groupe s'appuie par ailleurs sur une organisation logistique intégrée comprenant 28 plateformes de livraison et une flotte de 180 chauffeurs-livreurs, lui permettant d'assurer des délais de livraison rapides sur l'ensemble du territoire. Les équipes logistiques traitent quotidiennement près de 4.000 commandes, représentant environ 20.000 colis et 500 palettes, avec un objectif de disponibilité des produits et de qualité de service élevé. Cette qualité se traduit par un objectif de disponibilité des produits de 99,5%, un taux d'erreur de préparation des commandes inférieur à 0,9% et un niveau de satisfaction client supérieur à 98%.

Une chaîne d'approvisionnement largement diversifiée

Le Groupe FOS s'appuie sur un portefeuille d'environ 2.500 fournisseurs, parmi lesquels figurent des fabricants de référence du secteur des fournitures et équipements de bureau. Ses approvisionnements proviennent principalement d'Europe et d'Asie, lui permettant de proposer un catalogue particulièrement étendu. Cette diversité de fournisseurs permet au Groupe de maintenir un taux élevé de disponibilité de ses produits et d'offrir un catalogue particulièrement large à sa clientèle.

Les relations avec les principaux fournisseurs reposent généralement sur des contrats annuels renouvelables, renégociés chaque année, intégrant notamment les conditions commerciales et les éventuels mécanismes de remises de fin d'année.

Une activité principalement réalisée en France

FOS réalise l'essentiel de son activité en France (environ 93% de son chiffre d'affaires consolidé). Cette activité repose principalement sur Fiducial Bureautique, entité opérationnelle historique du Groupe, qui assure la distribution de fournitures, équipements et solutions professionnelles auprès d'une clientèle BtoB. Le Groupe s'appuie également sur Fiducial Office Stores, qui complète cette activité à travers son point de vente de commerce de détail situé à Lyon, et destiné aux clients recherchant une offre de proximité.

À l'international, le Groupe est implanté en Belgique, et au Luxembourg via deux filiales spécialisées dans la distribution de fournitures et d'équipements de bureau auprès d'une clientèle professionnelle.

Une démarche RSE

Enfin, le Groupe inscrit son développement dans une démarche de responsabilité sociétale. Il est notamment certifié ISO 9001 et ISO 14001 et a obtenu la médaille Silver EcoVadis en 2025. Près de 50% de son offre est aujourd'hui constituée de produits écoresponsables, avec des objectifs de développement de cette gamme et de réduction de son empreinte environnementale.

1.2.2 - Historique de Fiducial Office Solutions

Fiducial Office Solutions trouve son origine dans la société SACI (Société Auxiliaire pour le Commerce et l'Industrie), créée en 1949. À l'origine, SACI est spécialisée dans l'impression de documents administratifs pour les professionnels de la comptabilité.

En 1990, Fiducial SC acquiert SACI, marquant l'intégration de l'activité bureautique au sein du groupe Fiducial et le développement d'une offre dédiée à l'équipement des environnements de travail.

En 1992, SACI acquiert Brun Passot, acteur spécialisé dans la distribution de fournitures de bureau à destination d'une clientèle professionnelle. Cette acquisition marque un tournant dans le développement de SACI, qui étend alors son activité à la distribution de fournitures de bureau.

En 1998, SACI amorce son développement international avec l'acquisition des sociétés belges DynaBuro et Buro Look, marquant sa première implantation en Belgique.

En 2001, SACI renforce son savoir-faire dans le mobilier de bureau avec l'acquisition de la société OMB, spécialisée dans l'aménagement des espaces de travail. Cette opération lui permet de compléter son offre historique de fournitures par des solutions d'aménagement adaptées aux besoins des professionnels.

En 2003, SACI devient Fiducial Office Solutions, affirmant son appartenance au groupe Fiducial et son positionnement comme fournisseur global de solutions pour l'environnement de travail.

En 2009, Fiducial Office Solutions renforce sa présence en Belgique avec l'acquisition de Ganda, consolidant ainsi son positionnement sur ce marché.

En 2010, Fiducial Office Solutions poursuit sa stratégie de croissance externe avec l'acquisition de Liogier-Roux, alors 7^e distributeur français de fournitures de bureau, renforçant ainsi sa présence sur le marché national.

En 2012, Fiducial Office Solutions acquiert Véoprint, acteur reconnu de l'impression BtoB sur internet. Cette acquisition permet au Groupe d'intégrer une nouvelle expertise dans les supports de communication personnalisés et les solutions d'impression en ligne, venant compléter son offre historique de fournitures de bureau.

En 2015, Fiducial Office Solutions étend sa présence internationale avec une implantation au Luxembourg, à travers l'acquisition du fonds de commerce de fournitures de bureau et de mobilier de la société SBM.

En 2021, Fiducial Office Solutions poursuit son développement en Belgique avec l'acquisition de la société IPL Business, dernière opération de croissance externe réalisée par le Groupe à ce jour.

Depuis, Fiducial Office Solutions poursuit le développement d'une offre globale dédiée aux professionnels, couvrant l'ensemble des besoins liés à l'environnement de travail. Cette stratégie permet au Groupe de se positionner comme un interlocuteur unique pour les entreprises, collectivités et organisations souhaitant centraliser leurs achats professionnels.

À la date du présent rapport, le Conseil d'administration de Fiducial Office Solutions est présidé par M. Jean-Claude CARQUILLAT.

1.2.3 - Actionnariat du Groupe FOS

Préalablement à l'opération envisagée, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Fiducial Office Solutions - Détail des actions en circulation						
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote double	Total Droits de vote	% droit de votes
Fiducial SC	2 164 930	99,80%	40 093	2 124 837	4 289 767	99,82%
Flottant	4 302	0,20%	4 302	1 755	7 812	0,18%
Total des actions	2 169 232	100,0%	44 395	2 126 592	4 297 579	100,0%

Source : *Projet de note d'information*

1.2.4 - Description du marché

1.2.4.1 - Analyse du contexte économique et sectoriel

Le marché de la distribution d'articles de papeterie et de fournitures de bureau à destination des entreprises et des particuliers regroupe notamment les papiers reprographiques, les articles d'écriture et de traçage, les cahiers, registres et agendas, les solutions de classement ainsi que les articles de correspondance et les fournitures de bureau courantes.

En 2025, le secteur de la distribution d'articles de papeterie et de fourniture de bureau français représente environ 4,7Md€, répartis entre les articles d'écriture et de traçage (572m€), les papiers façonnés (447m€), le papier reprographique (370m€), les adhésifs (192m€), les outils de classement (242m€), les machines de bureau (329m€), les consommables (762m€), les piles (21m€) et les produits IT-mobilier-etc (1,8m€) (*source : GFK / UFIPA – Le Baromètre papeterie office*, données à fin septembre 2025).

Le marché se caractérise par une grande diversité de circuits de distribution, pouvant être regroupés en trois grandes catégories :

- Les distributeurs spécialisés BtoB : ils s'adressent principalement aux entreprises, et regroupent les fournisseuristes, les véadistes ainsi que les acteurs spécialisés de la vente en ligne.
- Les distributeurs généralistes BtoC : ils ciblent principalement les ménages, les grandes surfaces alimentaires, les grandes surfaces culturelles, les librairies-papeteries, les réseaux de tabac-presse ainsi que les plateformes de commerce en ligne généralistes.
- Les distributeurs hybrides, tels que les superstores (Bureau Vallée, Hyperburo, etc.) : ils proposent une offre destinée à la fois aux professionnels, notamment les TPE/PME et travailleurs indépendants, et aux particuliers.

1.2.4.2 - Les déterminants du marché

Le marché français de la distribution d'articles de papeterie et de fournitures de bureau évolue dans un environnement marqué par des tendances structurellement défavorables.

Le principal déterminant est la digitalisation croissante des usages professionnels et administratifs, qui entraîne une baisse continue des volumes consommés. La généralisation de la facturation électronique, de la gestion documentaire numérique, des outils collaboratifs et des échanges dématérialisés réduit durablement les besoins en papier reprographique, enveloppes, cahiers, agendas et autres consommables traditionnels. Cette évolution affecte principalement les achats des entreprises et des administrations, tandis que le segment scolaire demeure, à ce stade, plus résilient.

Aussi, le marché demeure étroitement corrélé à la conjoncture économique. La demande professionnelle dépend du dynamisme du tissu entrepreneurial, de l'évolution de l'emploi tertiaire et des budgets consacrés aux achats de fournitures de bureau. Si les créations d'entreprises soutiennent le renouvellement de la clientèle, l'année 2025 est également marquée par un niveau de défaillances proche des records historiques, conséquence notamment de l'érosion des marges, du durcissement des conditions de financement et du remboursement progressif des prêts garantis par l'État. Ainsi, dans un contexte économique plus incertain, les entreprises rationalisent leurs dépenses et optimisent leurs achats, tandis que les administrations poursuivent leurs politiques de dématérialisation et de maîtrise des coûts. Cette évolution se reflète dans les indicateurs sectoriels, le marché français des fournitures de bureau en BtoB (fournisseuristes et vente à distance) affichant un recul de 8,6% à fin septembre 2025 en moyenne mobile sur douze mois, après -9,7% un an plus tôt (*source : GFK / UFIPA – Le Baromètre papeterie office*, données à fin septembre 2025).

Le segment scolaire constitue un autre déterminant important. Si les achats liés à la rentrée continuent de soutenir certaines catégories de produits, la diminution progressive du nombre d'élèves et d'étudiants limite les perspectives de croissance à moyen terme.

Par ailleurs, l'évolution du pouvoir d'achat des ménages influence directement les ventes destinées aux particuliers. Malgré une progression limitée du pouvoir d'achat en 2025, les ventes de fournitures scolaires ont fait preuve d'une certaine résilience, soutenues par la revalorisation de 1,7% de l'allocation de rentrée scolaire et par un recul des prix moyens sur plusieurs catégories de produits. Les ventes réalisées durant la campagne de rentrée ont progressé de 1,3% en valeur et de 2,8% en volume, atteignant 337m€, tandis que près de 110 millions de fournitures scolaires ont été écoulées sur la période (*source : Xerfi – Distribution d'articles de papeterie et de fourniture de bureau, décembre 2025*). À plus long terme, cette dynamique demeure toutefois pénalisée par la baisse progressive du nombre d'élèves liée au recul de la natalité.

Enfin, les prix des fournitures de bureau constituent un facteur déterminant de l'activité. Après les fortes hausses enregistrées entre 2022 et 2024 sous l'effet du renchérissement du papier, de l'énergie et des coûts logistiques, les prix se sont stabilisés en 2025 grâce à la détente sur les matières premières et à l'intensification de la concurrence. En 2026, les prix devraient enregistrer un léger recul de 1%, avant de renouer avec une progression modérée en 2027.

1.2.4.3 - Les acteurs du marché

Le marché français de la distribution d'articles de papeterie et de fournitures de bureau est animé par plusieurs catégories d'acteurs aux positionnements complémentaires.

Les fournisseuristes et véadistes BtoB constituent les principaux spécialistes du marché professionnel, avec notamment Lyreco, Manutan, Raja, Bruneau et Fiducial Office Solutions. Ces acteurs proposent des catalogues très étendus, une forte présence en e-commerce ainsi que des services logistiques intégrés destinés aux entreprises et aux collectivités. Lyreco est le *leader* du segment avec un chiffre d'affaires de 2,7Md€ en 2023, devant Raja (1,7Md€ en 2024), Manutan (1,01Md€ en 2024) et Bruneau (500m€ en 2023) (*source : Xerfi – Distribution d'articles de papeterie et de fourniture de bureau, décembre 2025*).

Les distributeurs généralistes BtoC interviennent principalement sur les achats de fournitures scolaires et de papeterie à destination des particuliers. Ils regroupent les grandes surfaces alimentaires (notamment E. Leclerc, avec 757 magasins et 230 Espaces Culturels en France), les enseignes culturelles, les librairies-papeteries ainsi que les plateformes de commerce en ligne (*source : Xerfi – Distribution d'articles de papeterie et de fourniture de bureau, décembre 2025*).

Les distributeurs hybrides, représentés principalement par les réseaux de superstores spécialisés tels que Bureau Vallée et Alkor (enseignes Majuscule, Burolike, iOBURO et Office Depot) s'adressent simultanément aux professionnels et aux particuliers grâce à un réseau de magasins physiques complété par une offre digitale. Bureau Vallée exploite 349 magasins en France et réalise un chiffre d'affaires sous enseigne de 634m€ en 2024 dans le monde, dont 70% auprès de la clientèle professionnelle (*source : Xerfi – Distribution d'articles de papeterie et de fourniture de bureau, décembre 2025*).

1.2.4.4 - Les tendances et perspectives

Dans un contexte de contraction structurelle des volumes, les distributeurs sont conduits à adapter leur modèle économique afin de préserver leur croissance et leur rentabilité.

La principale évolution du secteur réside dans la diversification progressive des offres. Les acteurs enrichissent leurs catalogues avec du mobilier de bureau, des produits d'hygiène, des équipements professionnels, des emballages ou encore des solutions relevant de l'économie circulaire. Ils développent également des services à valeur ajoutée, tels que le *click & collect*, les

solutions d'e-procurement, l'impression, la personnalisation ou encore les prestations logistiques, afin d'accroître le panier moyen et de fidéliser leur clientèle.

Parallèlement, la digitalisation de la relation commerciale constitue un enjeu majeur. Les clients professionnels attendent désormais des plateformes d'achat performantes, intégrées à leurs processus d'approvisionnement et offrant une expérience fluide, un large choix de références ainsi qu'une logistique rapide et fiable. Les investissements réalisés par les principaux acteurs dans les outils digitaux, l'intelligence artificielle, l'automatisation des catalogues produits et les solutions d'e-procurement illustrent cette transformation.

L'intensification de la concurrence constitue également une tendance structurante. Les fournisseurs spécialisés font face à la montée en puissance des plateformes de e-commerce généralistes, notamment Amazon Business, ainsi que des distributeurs omnicanaux et des enseignes à bas prix, qui exercent une pression accrue sur les prix des produits standardisés.

Dans ce contexte, le secteur poursuit un mouvement de concentration. Les difficultés rencontrées récemment par certains acteurs, tels qu'Office Depot ou Adveo, illustrent les tensions pesant sur les modèles les moins différenciés. À l'inverse, les groupes disposant d'une taille critique, d'une logistique performante, d'une offre diversifiée et d'une capacité d'investissement élevée apparaissent mieux positionnés pour absorber la baisse structurelle des volumes.

Enfin, les enjeux environnementaux prennent une place croissante dans les stratégies des distributeurs. Les attentes des entreprises clientes en matière de responsabilité sociétale favorisent le développement de gammes écoresponsables, de solutions de recyclage et d'initiatives visant à réduire l'empreinte carbone des chaînes logistiques.

Dans l'ensemble, les perspectives du secteur demeurent contrastées. Si le marché historique des fournitures de bureau devait poursuivre son recul sous l'effet de la dématérialisation, les acteurs capables de proposer une offre globale combinant produits, services et solutions digitales devraient être les mieux placés pour préserver leurs positions concurrentielles.

1.2.4.5 - Positionnement sur le marché

Fiducial Office Solutions figure parmi les principaux distributeurs français spécialisés dans les fournitures de bureau destinées aux professionnels. Avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 205m€ en 2024, le Groupe appartient au cercle des principaux fournisseurs nationaux aux côtés notamment de Lyreco, Bruneau, Manutan et Raja/JPG.

Le modèle de FOS repose sur un positionnement historiquement orienté vers une clientèle professionnelle composée principalement de PME, TPE, professions libérales, collectivités et administrations. La société propose une offre étendue de fournitures de bureau, complétée par des gammes de mobilier, de consommables informatiques, de produits pour les services généraux, d'une offre d'impression, de services personnalisés et d'équipements destinés à l'environnement de travail.

Face aux plateformes généralistes, Fiducial Office Solutions se différencie par la qualité de son accompagnement commercial, la richesse de son catalogue, sa proximité avec ses clients ainsi que sa capacité à assurer des livraisons rapides sur l'ensemble du territoire. Son modèle de distribution hybride, combinant vente à distance, site e-commerce et réseau d'agences commerciales, lui permet de répondre à l'évolution des modes d'achat de sa clientèle.

Le Groupe évolue toutefois sur un marché confronté à une baisse structurelle des consommations de fournitures traditionnelles et à une concurrence croissante des plateformes de commerce électronique, notamment Amazon Business, ainsi que des grands distributeurs spécialisés (Bruneau).

Dans ce contexte, la capacité de Fiducial Office Solutions à poursuivre la diversification de son offre, à développer des services à valeur ajoutée et à renforcer ses outils numériques constitue un levier essentiel pour maintenir sa compétitivité. Son appartenance au groupe Fiducial, qui lui

permet de bénéficier d'une marque reconnue, d'une clientèle professionnelle existante et de synergies commerciales avec les autres métiers du groupe, constitue un avantage concurrentiel significatif dans un secteur en phase de consolidation.

1.2.5 - Comptes consolidés annuels du Groupe

Le Groupe établit et clôture ses comptes annuels et consolidés au 30 septembre de chaque année, conformément aux dispositions légales et réglementaires françaises (règlement ANC n°2020-01) et européennes (IFRS).

Les comptes consolidés annuels du Groupe ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans nos analyses.

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société de tête du groupe est la société Fiducial Office Solutions, comprend 5 sociétés (Fiducial Bureautique, Fiducial Office Stores, FOS Luxembourg, FOS Belgique et FOS Espagne, l'activité de cette dernière étant actuellement en sommeil) consolidées par intégration globale et détenues à 100% par la Société.

Performance financière annuelle 2022-2025

Le compte de résultat consolidé des quatre derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Fiducial Office Solutions - Compte de résultat consolidé annuel post-IFRS 16				
En k€	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
Chiffre d'affaires total	215 039	222 076	205 066	182 790
<i>Croissance (%)</i>	<i>12,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>-10,9%</i>
Achats consommés	-139 741	-143 556	-128 695	-117 749
<i>En % du CA</i>	<i>-65,0%</i>	<i>-64,6%</i>	<i>-62,8%</i>	<i>-64,4%</i>
Charges externes	-35 184	-34 775	-36 130	-34 157
<i>En % du CA</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Charges de personnel	-33 080	-32 961	-33 056	-31 059
<i>En % du CA</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-14,8%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-17,0%</i>
Autres charges et produits d'exploitation	1 232	450	544	1 625
<i>En % du CA</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,9%</i>
Impôts taxes	-1 805	-1 457	-1 645	-1 505
<i>En % du CA</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,8%</i>
Dépréciations nettes	600	-680	264	840
<i>En % du CA</i>	<i>0,3%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,5%</i>
Charges opérationnelles	-207 978	-212 979	-198 718	-182 005
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-96,7%</i>	<i>-95,9%</i>	<i>-96,9%</i>	<i>-99,6%</i>
EBITDA	7 061	9 097	6 348	785
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>0,4%</i>
Dotations aux amortissements	-3 818	-3 785	-3 468	-3 258
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,8%</i>
Résultat opérationnel courant	3 243	5 312	2 880	-2 473
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-1,4%</i>
Autres produits et charges opérationnels	-1 156	-2 464	-966	-393
<i>En % du CA</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,2%</i>
Résultat opérationnel	2 087	2 848	1 914	-2 866
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-1,6%</i>
Résultat financier	-182	-206	522	-49
Impôt sur le résultat	-19	-19	-20	-16
Résultat net	1 886	2 623	2 416	-2 931
Charges en % des charges opérationnelles				
Charges opérationnelles	-207 978	-212 979	-198 718	-182 005
Achats consommés	67%	67%	65%	65%
Autres charges externes	17%	16%	18%	19%
Charges de personnel	16%	15%	17%	17%
Autres charges et produits d'exploitation	-1%	0%	0%	-1%
Impôts et Taxes	1%	1%	1%	1%

Source : Comptes consolidés annuels au 30 septembre, 2022, 2023, 2024 et 2025 de FOS

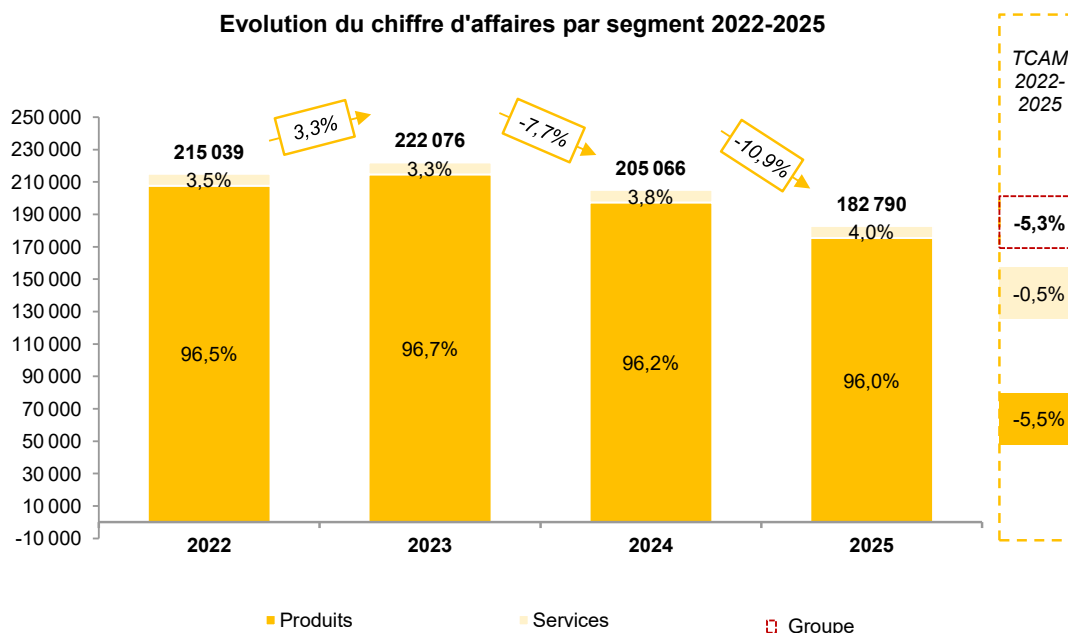
A des fins de comparaison des marges d'EBITDA entre les éléments historiques et les éléments prévisionnels du plan d'affaires, nous présentons ci-dessous l'impact sur l'EBITDA des retraitements IFRS 16 (le plan d'affaires présentant un EBITDA pré-IFRS 16) :

Fiducial Office Solutions - EBITDA pré-IFRS 16				
En k€	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
EBITDA issu des comptes historiques	7 061	9 097	6 348	785
Charges de loyer IFRS 16	-3 057	-2 994	-3 054	-3 032
EBITDA pré-IFRS 16	4 004	6 103	3 294	-2 247
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,6%</i>	<i>-1,2%</i>

Source : Management

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires annuel par segment sur la période 2022-2025 se présente comme suit :



Entre 2022 et 2025, le chiffre d'affaires du groupe FOS est passé de 215.039k€ à fin septembre 2022 à 182.790k€ à fin septembre 2025, correspondant à un taux de décroissance annuel moyen de 5,3%. Après une progression de 3,3% en 2023, l'activité s'est progressivement retournée pour atteindre une baisse de 10,9% en 2025, comme l'illustre le graphique ci-dessus.

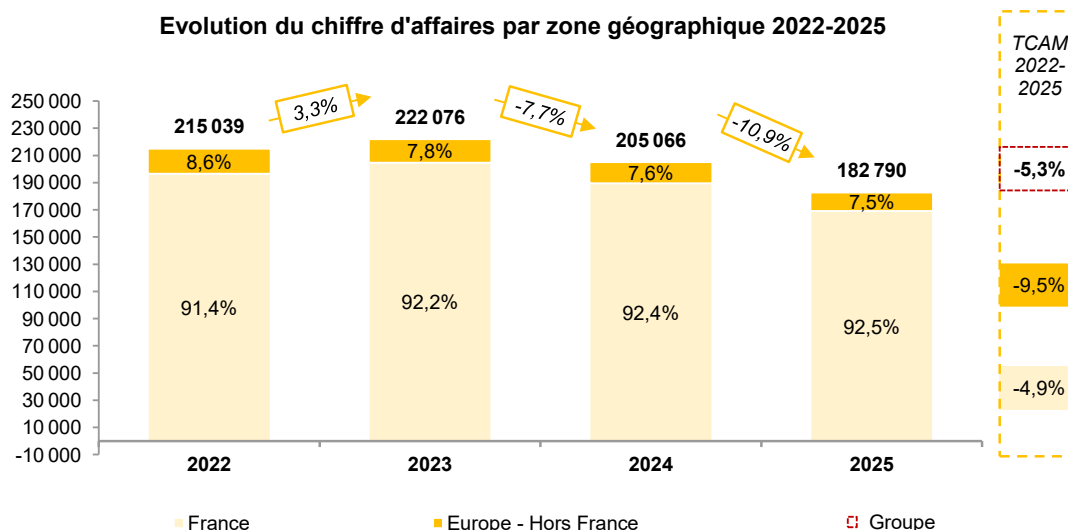
La croissance enregistrée en 2023 s'explique principalement par les hausses tarifaires mises en œuvre afin de compenser l'augmentation du coût des matières premières et de l'énergie consécutive au conflit russo-ukrainien. La progression du chiffre d'affaires s'explique principalement par un effet prix (+14%) qui a plus que compensé un effet volume négatif (-10%).

Entre 2023 et 2024, le chiffre d'affaires consolidé recule de 7,7%. Cette baisse résulte principalement de la contraction des volumes de ventes, dans un contexte de ralentissement de l'inflation qui ne permet plus de compenser l'érosion des volumes. Le Groupe a notamment enregistré une baisse des prix sur certaines familles de produits, en particulier le papier reprographique.

La décroissance de l'activité s'est accentuée en 2025, avec un recul du chiffre d'affaires de 10,9% par rapport à l'exercice précédent. Cette évolution s'explique à la fois par la poursuite de la baisse des volumes vendus et par la diminution des prix sur certaines catégories de produits, notamment le papier reprographique. Par ailleurs, la mise en production du nouveau logiciel de gestion de l'entrepôt à la fin du mois de juin 2025 s'est accompagnée de dysfonctionnements ayant entraîné des retards de livraison au cours des trois derniers mois de l'exercice, pénalisant ainsi le niveau d'activité.

Cette baisse est par ailleurs en ligne avec celle observée sur le marché présenté ci-avant.

La répartition du chiffre d'affaires annuel par zone géographique sur la période 2022-2025 se présente comme suit :

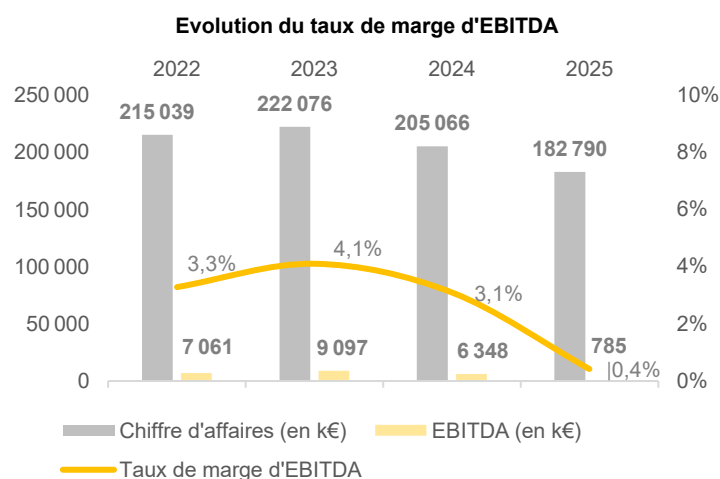


L'activité du Groupe est majoritairement réalisée en France au travers de Fiducial Bureautique, principale société opérationnelle, ainsi que de Fiducial Office Stores. Le chiffre d'affaires réalisé en Europe hors France provient exclusivement des filiales FOS Belgique et FOS Luxembourg.

Sur la période 2022-2025, les activités françaises affichent un TCAM de -4,9%, contre -9,5% pour les activités en Belgique et au Luxembourg, traduisant un recul plus marqué de l'activité sur ces deux marchés.

L'EBITDA

Entre 2022 et 2025, l'EBITDA annuel consolidé du Groupe est passé de 7.061k€ à fin septembre 2022 à 785k€ à fin septembre 2025, avec une évolution croissante sur l'exercice 2023, puis décroissante de 2023 à 2025, tel que présenté ci-dessous :



Sur la période 2022-2024, le taux de marge d'EBITDA du Groupe s'établit en moyenne à 3,5%, dans une fourchette comprise entre 3,1% et 4,1%. Par ailleurs, sur l'exercice 2025, le taux de marge d'EBITDA connaît une décroissance, passant de 3,1% en 2024 à 0,4% en 2025.

En 2022, le taux de marge d'EBITDA ressort à 3,3% dans un contexte de croissance de l'activité. Les achats consommés constituent le principal poste de charges opérationnelles et représentent 65% du chiffre d'affaires. Ils sont composés principalement des achats de marchandises, des frais d'approvisionnement, de la sous-traitance liée au mobilier, des emballages ainsi que des

coûts d'énergie. Ces charges étant majoritairement variables, elles évoluent globalement en fonction du niveau d'activité.

En 2023, le taux de marge d'EBITDA atteint 4,1%, son niveau le plus élevé sur la période d'analyse. Cette amélioration s'explique par la progression du chiffre d'affaires (+3,3%), tandis que les charges externes reculent de 1,2% par rapport à l'exercice précédent, notamment dans un contexte de baisse des volumes entraînant une réduction de certains coûts variables liés à l'activité, tels que les frais de transport et de logistique. Par ailleurs, les charges de personnel diminuent de 0,4% par rapport à l'exercice précédent, en lien avec la baisse des effectifs (de 681 en 2022 à 658 en 2023).

En 2024, le taux de marge d'EBITDA recule à 3,1%, en raison de la baisse du chiffre d'affaires (-7,7%). Les achats consommés diminuent de 10,4%, en lien avec le recul de l'activité, ce qui permet au Groupe d'améliorer sa marge brute. En revanche, cette amélioration ne compense pas le poids des charges fixes, qui sont moins bien absorbées dans un contexte de baisse des volumes. Les charges externes progressent ainsi de 3,9%, tandis que les charges de personnel restent globalement stables (+0,3%). La rentabilité opérationnelle du Groupe se dégrade ainsi en 2024.

En 2025, le taux de marge d'EBITDA chute à 0,4%, sous l'effet de la poursuite de la baisse de l'activité (-10,9%). Les achats consommés, considérés comme entièrement variables, reculent de 8,5% en lien avec la diminution du chiffre d'affaires. En parallèle, le Groupe réduit ses principaux coûts fixes, avec une baisse des charges externes (-5,5%) et des charges de personnel (-6,0%). Malgré ces efforts, ces postes représentent encore 35,7% du chiffre d'affaires, dont 18,7% de charges externes et 17,0% de charges de personnel, ce qui pèse sur la rentabilité opérationnelle dans un contexte de recul de l'activité.

La baisse des charges de personnel en 2025, de l'ordre de 2,0m€, résulte principalement de la réduction des effectifs, passés de 660 à 627 collaborateurs, ainsi que du recul de l'activité, qui a entraîné une baisse des rémunérations variables versées aux équipes commerciales.

Dotations aux amortissements et résultat opérationnel courant

Les dotations aux amortissements s'élèvent à 3.258k€ en 2025, soit 1,8% du chiffre d'affaires, contre 3.818k€ en 2022, représentant également 1,8% du chiffre d'affaires. Le Groupe établissant ses comptes consolidés selon les normes IFRS, ce montant intègre les amortissements des droits d'utilisation liés aux contrats de location, qui représentent 2.792 k€ en 2025.

Le résultat opérationnel courant passe quant à lui de 3.243k€ en 2022 (1,5% du chiffre d'affaires) à une perte de 2.473k€ en 2025 (-1,4% du chiffre d'affaires). Cette dégradation s'explique principalement par la contraction de l'activité dans un marché structurellement baissier, qui conduit à une moindre absorption des charges fixes malgré les mesures d'adaptation engagées par le Groupe.

Résultat opérationnel

Le résultat opérationnel passe ainsi d'un bénéfice de 2.087k€ en 2022 (1,0% du chiffre d'affaires) à une perte de 2.866k€ en 2025 (-1,6% du chiffre d'affaires). Il demeure globalement stable entre 2023 (2.848k€) et 2024 (1.914k€), avant de se dégrader nettement en 2025 du fait des surcoûts liés aux dysfonctionnements sur les trois derniers mois de l'exercice du nouveau logiciel de gestion de l'entrepôt.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe est passé de -182k€ en 2022 à -49k€ en 2025.

Le résultat net

La charge d'impôt sur le résultat demeure limitée au regard du résultat avant impôt. Cette situation s'explique par le fait que le Groupe FOS est fiscalement intégré au sein du groupe Fiducial SC. Cette convention d'intégration fiscale prévoit que la charge d'impôt ou l'économie d'impôt résultant de ce régime incombe à la société tête de groupe d'intégration.

Après prise en compte de cette charge d'impôt, le résultat net suit la dégradation de la performance opérationnelle du Groupe, passant d'un bénéfice de 1.886k€ en 2022 à une perte de 2.931k€ en 2025.

1.2.5.1 - Performance financière semestrielle 2024-2026

Le compte de résultat consolidé semestriel synthétique des cinq derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous (clôture semestrielle du 31 mars de chaque année) :

Fiducial Office Solutions - Compte de résultat consolidé semestriel					
En k€	S1 22	S1 23	S1 24	S1 25	S1 26
Chiffre d'affaires total	111 035	117 253	108 891	99 045	93 430
<i>Croissance (%)</i>	15,2%	5,6%	-7,1%	-9,0%	-5,7%
Achats consommés	-71 452	-76 572	-68 301	-64 235	-57 808
<i>En % du CA</i>	-64,4%	-65,3%	-62,7%	-64,9%	-61,9%
Charges externes	-17 646	-18 229	-18 061	-16 972	-18 841
<i>En % du CA</i>	-15,9%	-15,5%	-16,6%	-17,1%	-20,2%
Charges de personnel	-17 262	-17 183	-16 955	-16 113	-15 735
<i>En % du CA</i>	-15,5%	-14,7%	-15,6%	-16,3%	-16,8%
Autres charges et produits d'exploitation	413	141	208	462	63
<i>En % du CA</i>	0,4%	0,1%	0,2%	0,5%	0,1%
Impôts taxes	-960	-877	-733	-776	-866
<i>En % du CA</i>	-0,9%	-0,7%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
Dépréciations nettes	459	-44	694	663	803
<i>En % du CA</i>	0,4%	0,0%	0,6%	0,7%	0,9%
Charges opérationnelles	-106 448	-112 764	-103 148	-96 971	-92 384
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-95,9%	-96,2%	-94,7%	-97,9%	-98,9%
EBITDA	4 587	4 489	5 743	2 074	1 046
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	4,1%	3,8%	5,3%	2,1%	1,1%
Dotations aux amortissements	-1 954	-1 822	-1 800	-1 613	-1 797
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-1,8%	-1,6%	-1,7%	-1,6%	-1,9%
Résultat opérationnel courant	2 633	2 667	3 943	461	-751
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	2,4%	2,3%	3,6%	0,5%	-0,8%
Autres produits et charges opérationnels	-627	-293	-1412	-158	247
<i>En % du CA</i>	-0,6%	-0,2%	-1,3%	-0,2%	0,3%
Résultat opérationnel	2 006	2 374	2 531	303	-504
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	1,8%	2,0%	2,3%	0,3%	-0,5%
Résultat financier	-82	-80	428	-60	50
Impôt sur le résultat	-21	-14	-9	-13	6
Résultat net	1 903	2 280	2 950	230	-448
Charges en % des charges opérationnelles					
Charges opérationnelles	-106 448	-112 764	-103 148	-96 971	-92 384
Achats consommés	67,1%	67,9%	66,2%	66,2%	62,6%
Autres charges externes	16,6%	16,2%	17,5%	17,5%	20,4%
Charges de personnel	16,2%	15,2%	16,4%	16,6%	17,0%
Autres charges et produits d'exploitation	-0,4%	-0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,1%
Impôts et Taxes	0,9%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%

Source : Comptes consolidés semestriels au 31 mars, 2022 , 2023, 2024, 2025 et 2026 de FOS

Chiffre d'affaires

Sur la période 2022-2023, le chiffre d'affaires progresse de 5,6% au premier semestre 2023, sous l'effet des facteurs présentés ci-dessus dans l'analyse annuelle (principalement les hausses de prix mises en œuvre dans un contexte inflationniste).

À l'inverse, les premiers semestres 2024 et 2025 enregistrent une baisse respective de 7,1% et 9,0%. Cette évolution s'explique par la contraction des volumes de ventes, tandis que le ralentissement de l'inflation ne permet plus de compenser cette baisse par des effets prix.

Enfin, le recul du chiffre d'affaires se poursuit au premier semestre 2026 (-5,7%), mais à un rythme moins soutenu que lors des exercices précédents, traduisant un ralentissement de la décroissance de l'activité.

L'EBITDA

La marge d'EBITDA s'établit à 1,1% au 31 mars 2026, contre 2,1% au 31 mars 2025. Cette baisse s'explique principalement par le recul de l'activité, auquel s'ajoute une hausse des charges externes de 11,0%. Les achats consommés ont certes diminué de 10,0%, en lien avec la baisse du chiffre d'affaires, et les charges de personnel ont reculé de 2,3%, mais ces évolutions n'ont pas suffi à compenser la moindre absorption des coûts fixes.

Résultat opérationnel

Sur la période 2022-2024, la marge de résultat opérationnel du premier semestre progresse de 1,8% à 2,3% du chiffre d'affaires, tandis que la marge annuelle cesse de progresser dès 2024.

Le résultat net

Le résultat net ressort à -448k€ au premier semestre 2026, contre un bénéfice de 230k€ au premier semestre 2025. Comme sur les exercices annuels, la charge d'impôt demeure limitée en raison de l'intégration fiscale du Groupe avec sa société mère Fiducial SC.

1.2.5.2 - Equilibre bilancier et trésorerie

Le bilan économique du Groupe, au titre des quatre derniers exercices clos ainsi que du premier semestre 2026, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Fiducial Office Solutions - Bilan économique					
En k€	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25	S1 26
Immobilisations incorporelles	56 469	56 308	56 149	55 989	55 910
Immobilisations corporelles	8 404	6 330	6 629	7 971	9 465
Immobilisations financières	3 146	3 276	3 406	3 217	3 422
Actif immobilisé	68 019	65 914	66 184	67 177	68 797
Actif courant	78 026	71 472	63 823	56 955	58 784
Passif courant	-57 065	-49 008	-39 974	-38 107	-41 221
Besoin en Fonds de Roulement	20 961	22 464	23 849	18 848	17 563
Impôts différés (nets)	-274	-286	-296	-301	-284
Capitaux Employés	88 706	88 092	89 737	85 724	86 077
Capital social	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000
Réserves consolidées	55 385	56 325	57 310	58 274	55 375
Résultat de l'exercice	1 886	2 623	2 416	-2 931	-448
Capitaux Propres	79 271	80 948	81 726	77 343	76 927
Provisions avantages au personnel - IFC*	1 452	1 408	1 525	1 461	1 503
Provisions pour litiges et risques	1 217	1 403	1 670	1 550	1 230
Provisions non courantes	2 669	2 811	3 195	3 011	2 733
Dette financière	7 801	8 118	5 958	7 277	8 928
Trésorerie et équivalents	-1 036	-3 785	-1 143	-1 909	-2 511
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	6 765	4 333	4 815	5 368	6 417
Capitaux Investis	88 706	88 092	89 737	85 724	86 077

Source : Comptes annuels et semestriel de Fiducial Office Solutions

* Indemnité de Fin de Carrière

Au 31 mars 2026, l'actif économique de Fiducial Office Solutions s'élève à 86.077k€. Il est principalement constitué d'immobilisations incorporelles, qui représentent 55.910k€, essentiellement composées de *goodwill*. Ce dernier résulte principalement (i) des écarts d'acquisition comptabilisés sous l'ancien référentiel CRC 99-02, pour une valeur nette de 10,3m€ au titre de l'activité Distribution et de 0,5m€ au titre des Autres activités, ainsi que (ii) du reclassement en goodwill des anciennes parts de marché relatives à ces deux branches d'activité, pour un montant de 45,0m€, à la suite de l'évolution du référentiel comptable.

Les immobilisations corporelles s'élèvent à 9.465k€ et correspondent principalement aux droits d'utilisation comptabilisés au titre de la norme IFRS 16.

Les immobilisations financières, d'un montant de 3.422k€, sont essentiellement composées de dépôts et cautionnements ainsi que de prêts accordés aux organismes collecteurs du 1% logement.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux propres s'établissent à 76.927k€ au 31 mars 2026, contre 77.343k€ au 30 septembre 2025. Leur diminution s'explique principalement par les pertes enregistrées au cours du premier semestre 2026.

Les provisions s'élèvent à 2.733k€ et comprennent principalement des provisions pour indemnités de fin de carrière (1.503k€) ainsi que des provisions pour litiges et risques (1.230k€).

La dette financière ressort à 8.928k€ au 31 mars 2026, contre 7.277k€ au 30 septembre 2025. Elle est principalement constituée de passifs financiers issus du retraitement des contrats de locations en application de la norme IFRS 16.

La trésorerie disponible s'élève à 2.511k€ au 31 mars 2026, contre 1.909k€ au 30 septembre 2025. La dette financière nette ressort ainsi à 6.417k€ à cette date.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des quatre derniers exercices clos ainsi que du premier semestre de 2026, tel que ressortant dans les comptes puis ajusté par nos soins, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Fiducial Office Solutions - Besoin en Fonds de Roulement					
En k€	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25	S1 26
Stocks	18 966	18 517	16 467	19 315	18 578
en jours de CA	32 jours	30 jours	29 jours	39 jours	36 jours
Créances clients	46 125	44 093	24 804	22 381	40 206
en jours de CA	78 jours	72 jours	44 jours	45 jours	79 jours
Charges constatées d'avance (CCA)	1 404	2 119	2 670	1 260	0*
en jours de CA	2 jours	3 jours	5 jours	3 jours	n.d
Avances et acomptes	177	941	2 365	4 247	0*
en jours de CA	0 jours	2 jours	4 jours	8 jours	n.d
Autres créances	11 354	5 802	17 517	9 752	0*
en jours de CA	19 jours	10 jours	31 jours	19 jours	n.d
Actif courant	78 026	71 472	63 823	56 955	58 784
en jours de CA	132 jours	117 jours	114 jours	114 jours	
Dettes fournisseurs	-30 469	-31 331	-27 928	-25 955	-41 221
en jours de CA	-52 jours	-51 jours	-50 jours	-52 jours	-81 jours
Dettes fiscales et sociales	-10 087	-7 733	-7 757	-7 115	0**
en jours de CA	-17 jours	-13 jours	-14 jours	-14 jours	n.d
Autres dettes/passifs courants	-16 509	-9 944	-4 289	-5 037	0**
en jours de CA	-28 jours	-16 jours	-8 jours	-10 jours	n.d
Passif courant	-57 065	-49 008	-39 974	-38 107	-41 221
en jours de CA	-97 jours	-81 jours	-71 jours	-76 jours	-81 jours
BFR	20 961	22 464	23 849	18 848	17 563
Chiffre d'affaires	215 039	222 076	205 066	182 790	93 430
BFR en jours de CA	36 jours	37 jours	42 jours	38 jours	34 jours
BFR en % de CA	9,7%	10,1%	11,6%	10,3%	9,4%
Affacturage déconsolidant	0	0	15 166	10 963	11 267
Compte courant Fiducial SC	0	0	-13 372	-5 071	-5 004
BFR ajusté	20 961	22 464	25 643	24 740	23 826
Chiffre d'affaires	215 039	222 076	205 066	182 790	93 430
BFR en jours de CA	36 jours	37 jours	46 jours	49 jours	47 jours
BFR en % de CA	9,7%	10,1%	12,5%	13,5%	12,8%

Source : Rapports financiers annuels et semestriels consolidés

* Les CCA, avances et acomptes et autres créances sont intégrés dans les créances clients dans les comptes publiés au S1 26.

** Les dettes fiscales et sociales ainsi que les autres dettes/passifs courants sont intégrés dans les dettes fournisseurs dans les comptes publiés au S1 26.

Le BFR de Fiducial Office Solutions se compose des stocks, des créances clients des dettes fournisseurs et des dettes fiscales et sociales, et dans une moindre mesure, des avances et acomptes reçus, des charges constatées d'avance, et d'autres créances et dettes.

Le Groupe présente un BFR positif sur l'ensemble de la période analysée.

Pendant l'exercice 2024, le groupe a mis en place un contrat d'affacturage déconsolidant, ce qui explique l'essentiel de la variation des créances clients entre 2023 et 2024.

Entre fin septembre 2022 et le 31 mars 2026, le BFR est relativement stable, passant de 36 jours de chiffre d'affaires à fin septembre 2022 à 34 jours de chiffre d'affaires à fin mars 2026, malgré la mise en place du contrat d'affacturage déconsolidant.

Dans le cadre de notre analyse, nous avons retraité le BFR afin de neutraliser les effets de l'opération d'affacturage déconsolidant. Ce retraitement se traduit par les deux ajustements suivants :

- (i) la réintégration des créances clients cédées et décomptabilisées dans le cadre du contrat d'affacturage, et
- (ii) le retraitement du compte courant avec Fiducial SC, initialement intégré dans les « Autres créances », et lié à la remontée vers Fiducial SC du cash généré par le tirage des créances cédées dans le cadre du contrat d'affacturage.

Après retraitement de ces deux éléments, entre fin septembre 2022 et le 31 mars 2026, le BFR augmente de manière plus prononcée, passant de 36 jours de chiffre d'affaires à fin septembre 2022 à 47 jours de chiffre d'affaires au 31 mars 2026.

Ainsi, le BFR ajusté s'établit à 23.826k€ au 31 mars 2026, soit 47 jours de chiffre d'affaires (12,8% du chiffre d'affaires). Ce retraitement correspond à la réintégration de 11.267k€ de créances cédées dans le cadre de l'affacturage et à la déduction du compte courant envers Fiducial SC de 5.004k€.

Nous comprenons du Management que le niveau de BFR normatif du Groupe est de 40 jours de chiffre d'affaires, soit 11,1% du chiffre d'affaires (après retraitements). Ce niveau apparaît cohérent avec l'historique observé, le BFR ajusté des effets de l'affacturage déconsolidant ayant représenté en moyenne un niveau proche de 40 jours de chiffre d'affaires sur la période d'analyse. Le taux de 11,1% correspond à la moyenne des niveaux observés du BFR ajusté sur la période d'analyse.

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 8 juillet 2026, la Société a publié un communiqué de presse annonçant le dépôt auprès de l'AMF d'un projet de note d'information relatif à une OPR suivie d'un retrait obligatoire.

L'Offre s'inscrit dans un contexte de faible liquidité du titre Fiducial Office Solutions. En effet, compte tenu du faible flottant de la Société, elle vise à offrir aux actionnaires minoritaires une opportunité de liquidité immédiate en leur permettant de céder leurs actions. Le retrait obligatoire permettra par ailleurs de mettre fin à la double cotation de la Société, et donc de réduire les coûts ainsi que les contraintes réglementaires qui y sont associés et de concentrer ses moyens financiers et humains sur la poursuite de son activité et de sa croissance interne.

Détenant déjà 99,8% du capital de Fiducial Office Solutions, Fiducial SC (l'Initiateur) met en œuvre une offre publique de retrait portant sur les actions restantes détenues par les actionnaires minoritaires, les conditions d'application du retrait obligatoire étant d'ores et déjà réunies.

L'Initiateur entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. L'Initiateur n'envisage pas, du fait de l'Offre, de modification de la politique industrielle, commerciale et financière ni des principales orientations stratégiques du Groupe, hors évolution normale de l'activité.

La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Fiducial Office Solutions du compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris et du marché réglementé de la Bourse de Luxembourg.

S'agissant d'une OPR-RO, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique avec une société tierce, hormis les économies liées à la radiation de la cotation des titres de la Société. En outre, aucune fusion n'est envisagée liée à la mise en œuvre de l'Offre.

1.3.2 - Termes de l'Offre

A la date du projet de Note d'Information, l'Initiateur détient directement 2.164.930 actions de la Société, représentant 99,80% du capital et 99,82% des droits de vote et la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Fiducial Office Solutions - Détail des actions en circulation						
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Actions à droits de vote simple	Actions à droits de vote double	Total Droits de vote	% droit de votes
Fiducial SC	2 164 930	99,80%	40 093	2 124 837	4 289 767	99,82%
Flottant	4 302	0,20%	4 302	1 755	7 812	0,18%
Total des actions	2 169 232	100,0%	44 395	2 126 592	4 297 579	100,0%

Source : *Projet de Note d'information*

L'Offre porte sur la totalité des actions Fiducial Office Solutions en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information. L'Offre porte donc sur un nombre total maximum de 4.302 actions, représentant 0,20% du capital et 0,18% des droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions en circulation.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions de la Société au prix de 36,00€ par action.

A la date du projet de la Note d'information, nous n'avons pas connaissance d'engagement d'apport d'actions à l'Offre.

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est l'un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 46.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de plus de 800 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

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

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de sa filiale spécialisée, Crowe Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

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

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

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

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

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

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

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

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

- Stéphane Legrand, Directeur, diplômé de l'IECS Strasbourg (DESS Audit interne) et titulaire de la certification d'expert en évaluation d'entreprise auprès de la CCEF. Il dispose de plus de 20 ans d'expérience dont 9 ans au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Elsa Roché, Analyste, diplômée du Master Investment Banking and Corporate Finance d'Audencia. Elle a rejoint Crowe HAF en septembre 2025 où elle effectue des missions d'évaluation financière ; et
- Tom Piveteau, Analyste, diplômé de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (Master Ingénierie Financière) en partenariat avec le MiM de l'ESCP.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, directeur général du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 30 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF. Il est par ailleurs membre de l'APEI.

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

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

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Pizzorno Environnement initiée par Paprec Group (juillet 2026, Etablissement présentateur : Natixis)
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Lexibook SA initiée par la société Doodle (juillet 2026, Etablissement présentateur : CM-CIC)
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Poulaillon SA initiée par la société Eugénie SAS (juin 2026, Etablissement présentateur : All Invest Securities) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Vinpai initiée par la société Camlin Fine Sciences Limited (avril 2026, Etablissement présentateur : All Invest Securities) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société UV GERMI (décembre 2025, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Tayninh S.A. initiée par la société Quatre-Vingt-Dix (décembre 2025, Etablissements présentateurs : Alantra et SwissLife) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Cogelec S.A. initiée par la société Legrand France S.A. (octobre 2025, Etablissement présentateur : Société Générale) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société ETPO initiée par la société Spie Batignolles (juin 2025, Etablissement présentateur : Oddo BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging initiée par la société PBRM Industries (novembre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Orapi SA initiée par Groupe Paredes Orapi (octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Galimmo SCA initiée par la société Carmila SA (septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;

2.3 - Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

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

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 64.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passées par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 265 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe et Etablissement Présentateur) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des états financiers annuels historiques consolidés au 30 septembre 2022, 2023, 2024, et 2025 et semestriels au 31 mars 2022, 2023, 2024, 2025 et 2026 ;
- analyse du cours de bourse de la Société ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

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

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

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

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation ;
- évaluation de l'action de la Société ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

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

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

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement des dettes financières nettes par soucis de comparabilité avec le Groupe ;
- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;

- retraitements des normes IFRS 16 des agrégats ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence à l'actif net comptable (référence à titre indicatif)

Référence aux opérations récentes sur le capital (référence écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (référence écartée)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions de la Société ;
- appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éventuels éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le Management du Groupe sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la Société objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de la Société

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de la Société a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, le 18 juin 2026.

Notre mission s'est déroulée du 18 juin 2026 au 29 juillet 2026. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 18 juin au 25 juin 2026 : Prise de connaissance et analyse du contexte.
 - o Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation,
 - o Analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Echanges avec l'Etablissement Présentateur.
- Du 25 juin au 17 juillet 2026 : Travaux d'évaluation.
 - o Mise en œuvre du DCF, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse,
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur.

- Du 17 juillet au 29 juillet 2026 :
 - o Présentation des travaux et échanges avec le management du Groupe
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Présentation du rapport au Conseil d'Administration de la Société.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Fiducial Office Solutions SA (Société objet de l'Offre)

- Mme. Anne Brémond, Directrice Administrative et Financière

Jeantet (avocat conseil)

- M. Cyril Deniaud, Avocat

CIC (Etablissement Présentateur)

- M. Bruno Gaheri, Head of Equity Capital Markets
- M. Paul Lorentz, Analyste financier

2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude relative au marché de la distribution d'articles de papeterie et de fournitures de bureau réalisée par Xerfi (publiée en décembre 2025) ainsi que le « baromètre papeterie office » réalisé par GFK – Ufipa (publiée en septembre 2025) ;
- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation de la Société et de son activité, communiqués de presse, etc...) ;
- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques du 30 septembre 2022 à 2025 ;
- les rapports financiers semestriels du 31 mars 2022 à 2026 ;
- les rapports des commissaires aux comptes au titre des exercices clos du 30 septembre 2022 à 2025 ;
- les informations fournies par le Groupe relatives aux éléments prévisionnels, notamment l'atterrissage 2026, ainsi que le plan d'affaires 2026-2031 du Groupe établis par le Management ;
- les informations relatives au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote au 1^{er} juillet 2026 ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers ;
- les informations mises à disposition par les sociétés, intervenant dans le secteur d'activité du Groupe, sur leur site internet ;
- les PV des conseils d'administration des exercices 2024 et 2025 ainsi que l'organigramme juridique du Groupe ;

- le Projet de Note d'Information relatif à la présente Offre ;
- le rapport d'évaluation de CIC (établissement présentateur de la présente Offre) intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre.

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

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

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

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

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

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

3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital est présentée comme suit :

Fiducial Office Solutions - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Total des actions	% du capital social
Fiducial SC	2 164 930	99,80%
Flottant	4 302	0,20%
Total des actions	2 169 232	100,0%

Source : *Projet de Note d'information*

Le nombre d'actions total composant le capital de Fiducial Office Solutions s'élève à 2.169.232 actions. Ce nombre d'actions correspond au nombre d'actions en circulation.

La Société n'ayant pas d'actions auto-détenues, aucun retraitement n'a été effectué.

A notre connaissance et à la date du Projet de Note d'Information, la Société n'a pas émis d'instruments ayant vocation de donner accès, directement ou indirectement, au capital de la Société (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc...). Ainsi, il n'existe aucun instrument financier à caractère dilutif.

Sur cette base, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 2.169.232 actions.

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

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de dette financière nette de FOS au 31 mars 2026, ajustée d'éléments encaissables et décaissables et d'éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

La dette financière nette issue des comptes historiques s'élève à 6.417k€ au 31 mars 2026, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Fiducial Office Solutions - Dette financière nette ajustée	
En k€	31/03/2026
+ Passif sur contrat IFRS 16	8 450
+ Emprunts auprès des établissements de crédit	471
+ Concours bancaires courants	7
= Dettes financières	8 928
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-2 511
= Dette financière nette issue des comptes historiques	6 417
- Passif sur contrat IFRS 16	-8 450
- Compte courant Fiducial SC	-5 004
+ Engagements pour indemnités de fin de carrière (IFC)*	1 012
+ Médailles du travail*	115
+ Provisions pour litiges	1 230
+ Affacturage déconsolidant	11 267
= Dette financière nette ajustée	6 587

Source : Comptes consolidés semestriels au 31 mars 2026 de Fiducial Office Solutions

* Nets d'impôts

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter le montant de la dette financière nette du Groupe :

- les passifs sur contrat IFRS 16 pour un montant de -8.450k€,
- les comptes courants Fiducial SC pour un montant de -5.004k€,
- les engagements pour indemnités de départ à la retraite nets d'impôts pour un montant de 1.012k€,
- les provisions médailles du travail nettes d'impôts pour un montant de 115k€,
- les provisions pour litiges pour un montant de 1.230k€, et
- le montant de l'affacturage déconsolidant de 11.267k€.

La dette financière nette ajustée au 31 mars 2026 s'élève ainsi à 6.587k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 6.587k€. En ce qui concerne le montant retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, il a été ajusté du montant des reports déficitaires actualisés imputables tel que présenté en section 3.3.1.7.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par le Management en suivant une approche *top-down*, initiée par la direction du budget, notamment pour l'élaboration des hypothèses opérationnelles et des besoins en CAPEX.

Le plan d'affaires du Groupe repose sur le plan stratégique 5 ans 2027-2031, construit sur la base du prévisionnel 2026 ajusté des éléments non récurrents ayant impactés les données historiques de base, d'hypothèses de projections des activités ainsi que de la mise en place de plusieurs actions (développement de l'offre élargie, développement du chiffre d'affaires internet, développement des grands comptes, réorganisation commerciale, digitalisation des process et des outils, optimisation de la logistique en France et dans les filiales).

Par ailleurs, le plan d'affaires établi par le Management et utilisé dans nos travaux est pré-IFRS 16, et ne tient pas compte du retraitement des contrats de location selon la norme IFRS 16.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une validation dans son ensemble par le Conseil d'Administration en date du 18 juin 2026.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré sur une durée de 5 ans et tient compte du périmètre actuel du Groupe. Par ailleurs, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, qui repose sur des facteurs opérationnels (capacité opérationnelle du Groupe à capter de la croissance via le développement de l'offre élargie, de l'offre internet, du renouvellement des contrats existants et de la conquête de nouveaux contrats) ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires) tenant compte notamment de l'évolution du mix d'activité, des objectifs des commerciaux, de la rationalisation et l'absorption des coûts variables et fixes ;
- au niveau d'investissements nécessaires au maintien et à la croissance du dispositif de commercialisation et au niveau de dotations aux amortissements associés ; et
- au niveau de besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le Management.

Nous avons, par ailleurs, extrapolé le plan d'affaires au-delà des prévisions réalisées par le Management sur deux exercices.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Méthode des transactions comparables,
- Référence aux objectifs de cours des analystes, et
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

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

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

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Fiducial Office Solutions. Elle reflète en effet uniquement la valeur comptable historique des actifs et passifs de la Société.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (capitaux propres) au 31 mars 2026 s'élève à 76.927k€, soit une valeur de 35,46€ par action. Le Prix d'Offre proposé de 36,00€ extériorise une prime de 1,5% sur cette valeur. Cette valeur sera présentée en synthèse à titre indicatif au regard de la nature de l'opération (OPR-RO).

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

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à en déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers du Groupe.

Cette approche est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers. Elle est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette approche est dès lors peu adaptée à l'évaluation de FOS dans une optique de continuité d'exploitation.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

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

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

Nous avons identifié deux transactions récentes portant sur des acteurs de la distribution BtoB :

- Acquisition de 100% de The ODP Corporation par ACR Ocean Resources LLC (États-Unis), finalisée en décembre 2025, pour une valeur d'entreprise de 1.347,9m€.
- Acquisition de 65% de MOHD – Mollura & C. par Dexelance S.p.A. (Italie), réalisée en septembre 2025, pour une valeur d'entreprise de 68,2m€.

Cependant, il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et le Groupe est particulièrement limitée, en raison d'importantes divergences en termes de nature, de diversification des activités, ou de taille. Aussi, seules deux transactions pertinentes ont pu être identifiées sur la période récente, ce qui ne constitue pas un échantillon suffisamment représentatif pour en tirer des multiples de marché fiables.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de l'ensemble des informations de nature opérationnelle et financière qui permettraient d'extérioriser les multiples implicites ressortant de certaines de ces transactions, et ainsi d'obtenir une taille d'échantillon satisfaisante.

La méthode des transactions comparables a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes

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

Au cas d'espèce, le Groupe ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers, ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de son action.

Du fait de l'absence de suivi du Groupe par des analystes financiers, la référence aux objectifs de cours des analystes a été exclue de notre analyse.

3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

La mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse. Par ailleurs, nous comprenons qu'il n'a pas été défini de politique de distribution future récurrente et prévisible.

3.2.6 - Référence aux transactions récentes sur le capital

Cette approche consiste à analyser les valeurs par action extériorisées lors des transactions récentes sur le capital de la Société évaluée.

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

Cette méthode n'a donc pas été retenue.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Référence au cours de bourse (à titre secondaire), et
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).

3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)

3.3.1.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » croissant constamment à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en 2033 après extrapolation de deux ans du plan d'affaires construit sur 2026-2031 par le Management du Groupe.

3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires

La mise en œuvre de la méthode DCF est fondée sur le plan d'affaires élaboré par le *Management*, pris en compte en l'état, sur la période explicite de 2026 à 2031, avec pour seul ajustement son extrapolation sur deux exercices supplémentaires.

Chiffre d'affaires

L'analyse de la trajectoire du chiffre d'affaires doit être replacée dans le contexte spécifique du Groupe, et de l'évolution différenciée de ses principales familles de produits. En effet, le chiffre d'affaires s'inscrit dans une tendance baissière depuis 2024, avec des variations annuelles comprises entre -7,7% et -10,9% sur la période. Cette évolution s'explique principalement par le recul structurel de l'activité historique du Groupe, telles que les fournitures, le papier et les consommables informatiques en lien avec les tendances observées sur le secteur.

Afin de compenser le recul des catégories historiques, le Groupe prévoit dans son plan d'affaires de faire évoluer progressivement son mix d'activité au travers d'une stratégie d'élargissement de l'offre proposée aux clients, en renforçant le poids des familles de produits présentant davantage de potentiel de développement, notamment le mobilier, les équipements de protection individuelle (EPI), l'alimentaire, l'hygiène et le scolaire.

Le plan d'affaires intègre également le développement des ventes via son site, soutenu par une progression attendue des volumes de commandes et du panier moyen, du développement d'une offre élargie, ainsi que de la croissance des grands comptes.

Ainsi, le plan d'affaires présente un taux de croissance annuel moyen de 5,3% sur la période 2026-2031.

Au regard de l'ensemble de ces éléments, les hypothèses de chiffre d'affaires du plan d'affaires nous semblent volontaristes. Le plan d'affaires intègre des leviers de croissance (élargissement de l'offre proposée aux clients, développement de nouvelles familles de produits, accélération des ventes digitales et poursuite du développement des grands comptes) bien identifiés.

Marge d'EBITDA

L'EBITDA du plan d'affaires, tel que présenté par le Management, correspond au chiffre d'affaires du Groupe minoré des achats de matières premières, autres approvisionnements et variations de stocks, des charges de personnel, des charges externes, d'impôts et taxes, d'autres charges et produits d'exploitation et de dotations et reprises aux provisions et aux dépréciations.

La marge d'EBITDA pré-IFRS 16 du Groupe se situe historiquement dans une fourchette comprise entre -1,2% et 2,7% du chiffre d'affaires (voir section 1.2.5.1). Les données du plan d'affaires font état d'une marge d'EBITDA en progression jusqu'à 4,3% à l'horizon du plan d'affaires. Cette amélioration progressive repose sur plusieurs leviers identifiés.

La progression attendue de la marge d'EBITDA sur la période du plan d'affaires s'explique principalement par les éléments suivants :

- Le développement de l'offre élargie, à travers l'enrichissement des gammes de produits (principalement autour des produits d'hygiène, EPI, scolaire et mobilier), afin de répondre à une part croissante des besoins quotidiens des entreprises et d'accroître les ventes auprès de la clientèle existante.
- La rationalisation des charges de personnel liée à l'évolution de l'organisation commerciale, avec la réorganisation progressive des équipes terrain et sédentaires ainsi que l'optimisation de l'encadrement commercial, permettant une meilleure adéquation des ressources aux besoins opérationnels.
- Les gains de productivité attendus, résultant du déploiement d'outils d'intelligence artificielle visant à automatiser certaines tâches et à améliorer l'efficacité des équipes, permettant une réduction progressive des coûts associés.

Ainsi, l'évolution anticipée de la marge d'EBITDA nous paraît globalement cohérente, dans la mesure où les hypothèses d'amélioration reposent sur des leviers opérationnels identifiés et partiellement déjà en cours de matérialisation, même s'il existe un risque d'exécution.

Le niveau de marge projetée dans le plan d'affaires progresse sur l'ensemble de la période de projection et demeure cohérent mais reste volontariste au regard des performances historiques observés entre 2022 et 2025.

Marge d'EBIT

Les dotations aux amortissements prévues sur l'horizon du plan d'affaires représentent en moyenne 0,2% du chiffre d'affaires, soit un niveau légèrement plus faible que le niveau moyen observé sur les trois derniers exercices (2023-2025), lequel s'établit en moyenne à 0,3% du chiffre d'affaires.

En conséquence, la marge du résultat d'exploitation suit une évolution en ligne avec celle de la marge d'EBITDA, et s'établit autour de 4,1% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires à un niveau supérieur aux performances récentes observées historiquement.

Impôt sur les sociétés

À titre de rappel, la charge d'impôt observée sur la période historique est restée limitée en raison du régime d'intégration fiscale dont bénéficie le Groupe avec sa société mère, Fiducial SC. Dans le cadre de notre valorisation, nous retenons toutefois une charge d'impôt normative reflétant la fiscalité applicable au Groupe sur une base autonome.

À ce jour, le Groupe réalise déjà l'essentiel de son activité en France, qui représente environ 93% de son chiffre d'affaires. Dans ce contexte, la quasi-totalité du résultat imposable sera soumise à l'impôt sur les sociétés en France, dont le taux est de 25,0%.

Les calculs de base imposable tiennent également compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices¹.

Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle est compris entre 25,0% et 25,5% sur la période explicite.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur des capitaux propres par la méthode des DCF, de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables qui s'élèvent à 692k€ au 31 mars 2026.

Le calcul de l'économie a été approché en projetant les flux d'EBIT prévisionnels sur la période explicite ainsi que sur la période d'extrapolation, au moyen du taux de croissance à l'infini. L'économie d'impôt ainsi déterminée a ensuite été actualisée au coût moyen pondéré du capital et s'établit à 692k€.

Plan d'investissements

Le plan d'investissement prévoit des dépenses annuelles d'environ 100k€, représentant 0,1% du chiffre d'affaires, contre un niveau historiquement aux alentours de 0,2% du chiffre d'affaires.

Ce niveau d'investissement limité est cohérent avec le profil faiblement capitalistique du Groupe. En effet, la majorité des équipements nécessaires à l'exploitation est mise à disposition dans le cadre de contrats de location ou de leasing, les loyers correspondants étant enregistrés en charges d'exploitation (dans la mesure où les contrats de location ne sont pas retraités selon la norme IFRS 16 dans le plan d'affaires).

Besoin en fonds de roulement

Dans la mesure où le Groupe n'a pas procédé à la modélisation du BFR dans le plan d'affaires, des hypothèses de niveaux de BFR ont été retenues par nos soins et une rationalisation de ces derniers a été conduite en concertation avec le Management.

L'analyse du BFR ajusté sur la période 2022-2025 a été développée en section 1.2.5.3 du présent rapport. Ce dernier est en augmentation sur cette période, passant de 36 jours de chiffre d'affaires (9,7%) au 30 septembre 2022 à 49 jours de chiffre d'affaires (13,5%) au 30 septembre 2025.

Nous comprenons par ailleurs du Management que le Groupe envisage une optimisation du BFR à ce stade, celui-ci devant s'établir à 40 jours de chiffre d'affaires (soit 11,1% du chiffre d'affaires) sur l'ensemble de la période de prévision, soit un niveau proche et cohérent avec la moyenne de jours observée historiquement.

A ce titre, un niveau de BFR représentant 11,1% de chiffre d'affaires du Groupe a été retenu sur l'ensemble de la période explicite du plan d'affaires ainsi que sur la période d'extrapolation.

Conclusion

Au regard de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires du groupe Fiducial Office Solutions semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires.

Dans un contexte marqué par le recul structurel des catégories historiques, telles que les fournitures de bureau, le papier et les consommables informatiques, le plan d'affaires repose sur

¹ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

une stratégie de transformation progressive du mix produits, fondée sur le développement de nouvelles familles à plus fort potentiel, le développement d'une offre élargie et l'accélération des ventes digitales. Dans ce contexte, le taux de croissance annuel moyen de 5,3% retenu sur la période de projection nous paraît raisonnablement atteignable.

Par ailleurs, l'évolution anticipée de la marge d'EBITDA apparaît également relativement cohérente, dans la mesure où les hypothèses d'amélioration reposent sur des leviers opérationnels clairement identifiés et, pour certains, déjà engagés. Il s'agit notamment de la rationalisation de l'organisation commerciale, des gains de productivité attendus grâce au déploiement d'outils d'intelligence artificielle. Pour autant, l'évolution de la marge d'EBITDA reste volontariste au regard des performances historiques et du risque d'exécution.

La trajectoire projetée par le Management traduit ainsi une amélioration progressive de la rentabilité opérationnelle, soutenue par des actions concrètes de transformation de l'activité et d'optimisation des coûts.

Les hypothèses du plan d'affaires nous semblent en synthèse vraisemblables et cohérentes, mais restent volontaristes au regard des performances historiques.

3.3.1.3 - Période d'extrapolation

La croissance du chiffre d'affaires apparaissant relativement soutenue à l'horizon explicite du plan d'affaires (2031), nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires sur deux exercices supplémentaires (2032-2033) afin de calculer notre flux normatif, sur la base des hypothèses suivantes :

- un ralentissement linéaire de la croissance du chiffre d'affaires du Groupe vers le taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- une convergence des dotations aux amortissements vers le niveau d'investissements normatif ;
- une convergence vers un taux de marge d'EBIT d'environ 5,0%, correspondant au taux normatif retenu ;
- un taux d'impôt de 25,6%, correspondant au taux d'imposition en vigueur en France auquel est ajouté la contribution additionnelle ;
- un niveau d'investissements équivalent au niveau d'investissement de 2031 ; et
- un niveau de BFR correspondant à celui observé en 2031, soit 11,1% du chiffre d'affaires.

3.3.1.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

A partir des éléments fournis au niveau du plan d'affaires de Fiducial Office Solutions sur la période 2026-2031 et de son extrapolation jusqu'en 2033, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Fiducial Office Solutions - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT*	<i>Résultat Opérationnel</i>
- Charge d'intérêt IFRS 16	<i>Permettant d'obtenir le flux de loyer opérationnel</i>
= Résultat Opérationnel retraité d'IFRS 16	
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat opérationnel (sur EBIT, à dette nulle)**</i>
= NOPAT retraité d'IFRS 16	
	Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16
+ Amortissements	<i>Hors amortissements liés à IFRS 16</i>
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)	

*Intégrant les effets de la norme IFRS 16 (incluant les amortissements relatifs aux contrats de location)

**Tenant compte des taux d'impôts sur les sociétés par pays et de la contribution additionnelle en France

Les flux de trésorerie disponibles ont été actualisés à une date proche de l’émission de notre rapport.

3.3.1.5 - Détermination du taux d’actualisation

Le coût moyen pondéré du capital utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles du Groupe est présenté dans le tableau ci-dessous :

Calcul du CMPC		Fiducial Office Solutions
Taux sans risque	(1)	3,73%
Prime de risque du marché	(2)	5,89%
Beta désendetté	(3)	0,49
Gearing	(4)	30,7%
Beta endetté	(5)	0,61
Prime de taille	(6)	4,47%
Coût des capitaux propres	(7)	11,78%
Coût de la dette	(8)	5,0%
Taux d'IS	(9)	25,0%
Coût de la dette après impôts		3,8%
D/(D+CP)	(10)	24%
CP/(D+CP)		76%
Coût moyen pondéré du capital		9,89%

- (1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois au 17/07/2026 pour Crowe HAF

(2) Fairness Finance - Moyenne 3 mois au 30/06/2026 pour Crowe HAF

(3) Beta Damodaran du secteur "Office equipment & Services"

(4) Gearing Damodaran du secteur "Office equipment & Services" - $g=D/E$

(5) Formule de Hamada
- (6) Moyenne Ibbotson

(7) Formule du MEDAF

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

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

Le taux d’actualisation résultant de notre approche s’élève à 9,89% sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,73% correspondant à la moyenne 3 mois au 17 juillet 2026 du taux de rendement des OAT françaises d’échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,89% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance à fin juin 2026 ;
- un *gearing* de 30,7%, correspondant au *gearing* Damodaran du secteur *Office equipment & Services* ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d’une action et les fluctuations du marché. Il s’obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l’ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,49 retenu correspond au bêta Damodaran du secteur *Office equipment & Services* ;
- une prime de taille de 4,47%, déterminée à partir de l’étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps) en 2024, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l’écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,0% correspondant au taux d’endettement estimé par le Management ; et
- un taux d’imposition de 25,0% correspondant au taux d’imposition en France.

3.3.1.6 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires extrapolé (2033) à partir d'un flux de trésorerie disponible normatif, et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, cohérent avec le taux de croissance anticipé du secteur et de l'économie française sur le long terme ;
- un taux de marge d'EBIT de 5,0% pour le Groupe, proche de la marge moyenne observée auprès des sociétés comparables et supérieur aux taux observés historiquement ainsi que sur le plan d'affaires ;
- un niveau d'amortissements équivalent à celui des investissements à l'infini, et correspondant à celui observé pour les investissements sur la dernière année du plan d'affaires ; et
- un besoin en fonds de roulement fixé à 40 jours de chiffre d'affaires (soit 11,1% du chiffre d'affaires) en ligne avec le niveau observé sur la période prévisionnelle, et une variation de BFR calculée sur le taux de croissance à l'infini.

3.3.1.7 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de 73,3m€.

Après prise en compte de la dette financière nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables de FOS, la valeur des fonds propres ressort à 67,4m€, soit une valeur par action ordinaire du Groupe de 31,07€, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	En m€
Flux de trésorerie actualisés cumulés	18,3
Valeur terminale actualisée	55,0
Valeur d'entreprise	73,3
Dette financière nette ajustée	-6,6
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux rep	0,7
Valeur des capitaux propres	67,4
Nombre d'actions (en milliers)	2 169
Valeur par action (€)	31,07 €
Prix d'Offre (€)	36,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>15,9 %</i>

Le Prix d'Offre de 36,00€ fait ressortir une prime de 15,9% sur la valeur obtenue par la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés.

3.3.1.8 - Analyse de la sensibilité

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 28,61€ (taux de croissance à l'infini de 2,00% et taux d'actualisation de 10,39%) et 33,88€ (taux de croissance à l'infini de 2,00% et taux d'actualisation de 9,39%) tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
CMPC	9,39%	€ 32,27	€ 33,88	€ 35,73
	9,89%	€ 29,71	€ 31,07	€ 32,62
	10,39%	€ 27,45	€ 28,61	€ 29,92

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 28,18€ (taux de marge normatif de 4,50% et taux d'actualisation de 9,89%) et 33,97€ (taux de marge normatif de 5,50% et taux d'actualisation de 9,89%) tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
CMPC		EBIT margin normatif (%)		
		4,5%	5,00%	5,50%
	9,39%	€ 30,70	€ 33,88	€ 37,06
	9,89%	€ 28,18	€ 31,07	€ 33,97
	10,39%	€ 25,96	€ 28,61	€ 31,26

3.3.2 - Référence au cours de bourse (à titre secondaire)

La Société a été introduite sur le Second Marché de la Bourse de Lyon en 1990. À la suite de la consolidation des bourses régionales françaises en 1992, ses actions sont désormais admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris. Depuis 2012, elles sont également admises aux négociations sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg. Les actions sont cotées sous le code ISIN FR0000061418 et le code mnémonique SACI.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du projet d'OPR (le 8 juillet 2026) s'élevait à environ 58,1m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *Micro Caps* ».

A notre connaissance, le Groupe ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers.

3.3.2.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat de FOS se présentait comme suit :

Fiducial Office Solutions - Détail des actions en circulation		
Actionnaires	Nombre de titre	% du capital social (non dilué)
Fiducial SC	2 164 930	99,8%
Flottant	4 302	0,2%
Total des actions	2 169 232	100,0%

Le capital flottant représentait 0,2% du capital de FOS, soit 4.302 actions ordinaires. L'analyse a été réalisée sur le titre coté sur Euronext Paris, celui coté à la Bourse de Luxembourg ayant été écarté en raison de sa liquidité encore plus limitée, le rendant moins représentatif de la valeur de marché du titre (le cours de bourse se situant à 26,80€ et n'évoluant pas sur l'année).

Cette analyse de la liquidité du titre est résumée ci-dessous :

Fiducial Office Solutions - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	1	27	0,00%	0,63%
Moyenne 3 mois	2	134	0,01%	3,11%
Moyenne 6 mois	2	230	0,01%	5,35%
Moyenne 9 mois	2	307	0,01%	7,14%
Moyenne 12 mois	2	472	0,02%	10,97%

Source : Capital IQ, Euronext au 07/07/2026

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

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre un titre (moyenne 1 mois) et 2 titres (moyenne 3, 6, 9 et 12 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 472, soit 0,02% du nombre total de titres et 10,97% du flottant.

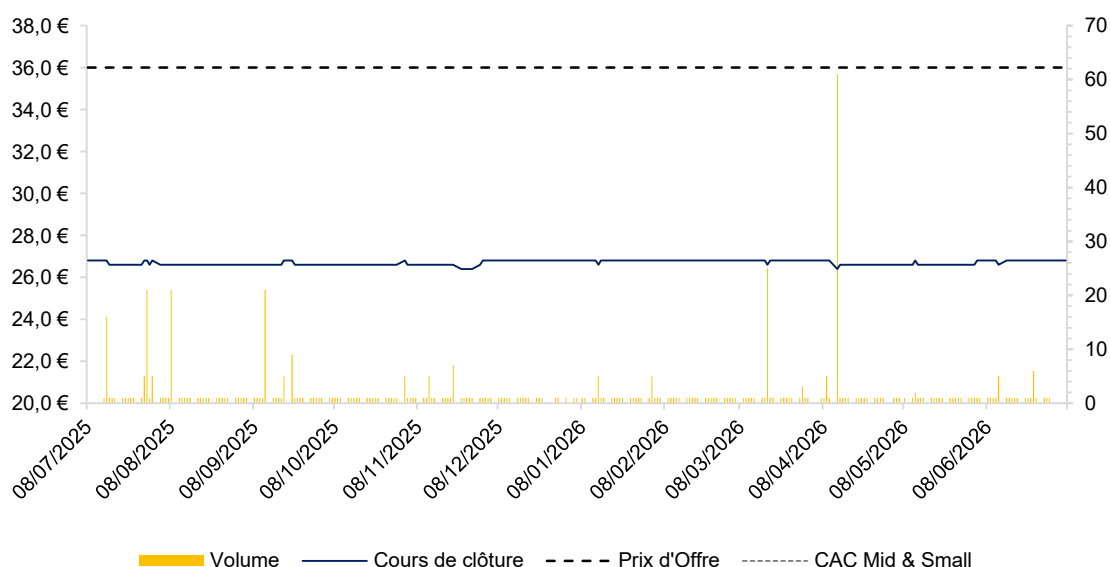
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'Offre, le nombre total de titres échangés représente moins de 0,00% du nombre total de titres et 0,63% du flottant.

Bien que la liquidité du cours apparaisse très limitée, le cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire. Nous avons donc retenu cette référence à titre secondaire sans l'exclure totalement de notre analyse.

3.3.2.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse sur le marché réglementé d'Euronext à Paris de l'action Fiducial Office Solutions sur la dernière année écoulée avant l'annonce de l'Opération est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Fiducial Office Solutions



Entre le 8 juillet 2025 et le 7 juillet 2026, le cours de l'action Fiducial Office Solutions est stable sur la période, fluctuant entre 26,4€ et 26,8€.

L'analyse de l'évolution du cours de bourse au cours de la période considérée ne met pas en évidence de corrélation significative entre les dates de publication des résultats financiers (annuels, semestriels) et les variations du cours de l'action. Les fluctuations observées demeurent limitées et ne traduisent pas de réaction particulière du marché à ces publications.

En dehors des communications relatives aux résultats financiers et des annonces publiées dans le cadre de l'OPR-RO, la Société n'a diffusé aucune autre information susceptible d'avoir influencé de manière significative l'évolution du cours de son action au cours de la période examinée.

Par ailleurs, le titre a continué de présenter une liquidité limitée, caractérisée par des volumes d'échanges structurellement faibles (en moyenne deux titres échangés par jour).

Le 7 juillet 2026, jour précédant la suspension du cours sur la demande de l'Etablissement Présentateur, le cours de FOS s'établissait à 26,80€.

3.3.2.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-après présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 7 juillet 2026, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'OPR du 8 juillet 2026.

Fiducial Office Solutions - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 7 juillet 2026)	26,80	34,3%
CMPV* 20 jours	26,88	33,9%
CMPV* 60 jours	26,95	33,6%
CMPV* 120 jours	26,76	34,5%
CMPV* 180 jours	26,78	34,4%
<i>Maximum - 1 an</i>	<i>26,80</i>	<i>34,3%</i>
<i>Minimum - 1 an</i>	<i>26,40</i>	<i>36,4%</i>

¹ Pour un prix d'Offre de 36,00 € par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext au 07/07/2026

Le cours de bourse de FOS s'établit à 26,80€ à la clôture au 7 juillet 2026, à 26,88€ en cours moyen pondéré par les volumes (« CMPV ») sur une période de 20 jours de bourse et à 26,95€ en CMPV sur une période de 60 jours de bourse.

Nous retiendrons la référence aux périodes de 20 et 60 jours, qui intègrent l'ensemble des dernières informations disponibles par le Groupe au marché et permettent de lisser l'impact d'éventuels épiphénomènes sur le cours de clôture.

Le Prix d'Offre de 36,00€ par action présente une prime de 33,9% sur le CMPV sur une période de 20 jours de bourse, et 33,6% sur le CMPV sur une période de 60 jours de bourse. Pour information, le Prix d'Offre de 36,00€ par action extériorise une prime de 34,3% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (26,80€ le 7 juillet 2026).

3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, à titre secondaire dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des profils activités relativement éloignées de celles du Groupe.

3.3.3.1 - Echantillon de sociétés comparables retenues

Au titre de la mise en œuvre de la méthode, nous avons procédé à l'analyse d'une multitude d'acteurs cotés en bourse sur la base notamment de critères sectoriels, opérationnels et géographiques, ainsi que des informations communiquées par le Management, des études de marché retenues par nos soins, des rapports annuels des différentes sociétés et de notes d'analystes. Nous avons ainsi constitué un échantillon de sociétés comparables cotées dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode.

Dans le cadre de la détermination de notre échantillon, nous avons retenu les critères suivants :

- une cotation en Europe,
- un modèle d'affaires couvrant la distribution de produits,
- une clientèle composée principalement d'entreprises et de professionnels, et
- un suivi de la société par au moins un analyste.

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont notamment conduit à écarter les sociétés suivantes :

- MSC Industrial Direct Co, Fastenal Company, et Grainger, en raison de leur implantation géographique aux États-Unis ;
- Thermador Groupe (distributeur spécialisé dans les équipements et accessoires destinés à la circulation des fluides) et Exel Industries (groupe industriel français spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de biens d'équipement destinés aux secteurs de l'agriculture, de l'industrie et des loisirs) qui présentent des activités trop éloignées ; et
- Takkt qui n'est suivi par aucun analyste, et qui par conséquent ne dispose pas d'agréats prévisionnels.

Au terme de notre analyse, l'échantillon des sociétés comparables retenues inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2025 (en m€)
Rexel S.A.	France	9 257	16 937
Bunzl plc	United Kingdom	7 780	11 845
Esprinet S.p.A.	Italy	297	3 744
AB S.A.	Poland	441	3 081
RS Group plc	United Kingdom	3 024	2 887
Moyenne		4 160	7 699
Médiane		3 024	3 744

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 17/07/2026

Nous avons retenu cinq sociétés plutôt comparables à FOS et opérant principalement sur le marché de la distribution en BtoB.

- Rexel S.A. est un groupe français spécialisé dans la distribution de matériels électriques, de solutions d'automatisation et de produits destinés à l'efficacité énergétique. Le groupe s'adresse principalement à une clientèle professionnelle composée d'installateurs, d'industriels et de gestionnaires d'infrastructures. Présent dans une vingtaine de pays, Rexel bénéficie d'un réseau de distribution étendu, principalement en Europe, en Amérique du Nord et en Asie-Pacifique. La société est cotée sur Euronext Paris et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 16,9 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 26.000 collaborateurs.
- Bunzl plc est un groupe britannique spécialisé dans la distribution de produits non alimentaires destinés aux professionnels. Son offre couvre notamment les consommables, les équipements de protection individuelle, les produits d'hygiène, les emballages et les fournitures destinées aux secteurs de la restauration, de la santé, de la grande distribution et de l'industrie. Présent dans plus de 30 pays, Bunzl exerce principalement une activité de distribution à valeur ajoutée. La société est cotée à la London Stock Exchange et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 11,8 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 27.000 collaborateurs.
- Esprinet S.p.A. est un groupe italien spécialisé dans la distribution de produits informatiques, électroniques et de technologies de l'information à destination d'une

clientèle de revendeurs et de professionnels. Son portefeuille comprend notamment des ordinateurs, périphériques, logiciels, équipements réseaux, produits d'électronique grand public et solutions de mobilité. Principalement implanté en Italie, en Espagne et au Portugal, le groupe est coté à la Borsa Italiana et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 3,7 milliards d'euros en 2025 et emploie environ 1.800 collaborateurs.

- AB S.A. est un distributeur polonais de produits informatiques, électroniques grand public et solutions numériques destiné principalement aux revendeurs, intégrateurs et entreprises. Le groupe commercialise une large gamme de matériels informatiques, d'équipements de télécommunications, d'électronique grand public ainsi que des logiciels et services associés. Principalement actif en Pologne, en République tchèque et en Slovaquie, AB S.A. est cotée à la Bourse de Varsovie et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 3,1 milliards d'euros en 2025.
- RS Group plc est un groupe britannique spécialisé dans la distribution multicanale de produits industriels, de composants électroniques, de solutions d'automatisation et de maintenance. Le groupe s'adresse principalement à une clientèle d'entreprises industrielles et de maintenance, en proposant une offre de produits complétée par des services techniques et digitaux. Présent à l'échelle internationale, notamment en Europe, en Amérique du Nord et en Asie-Pacifique, RS Group est coté à la London Stock Exchange et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 2,9 milliards d'euros en 2025 et emploie environ 8.700 collaborateurs.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Afin d'assurer la comparabilité des données financières, les chiffres d'affaires et marges d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables ont été recalculés, lorsque nécessaire, sur une base calendaire annuelle correspondant à la date de clôture de l'exercice de FOS, soit le 30 septembre. Cette approche permet d'aligner les périodes d'observation et de limiter les biais liés aux différences de dates de clôture entre les sociétés de l'échantillon et Fiducial Office Solutions.

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2027 et 2028 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables		
Comparables boursiers	Croissance du CA*	
	26/27	27/28
Bunzl plc	2,5%	2,3%
Esprinet S.p.A.	3,3%	2,9%
AB S.A.	0,4%	1,5%
Rexel S.A.	5,2%	4,7%
RS Group plc	4,4%	4,6%
Moyenne	3,2%	3,2%
Médiane	3,3%	2,9%
Fiducial Office Solutions	3,5%	

Source : Capital IQ au 17/07/2026

*sur la base d'agrégats calendarisés à une date de clôture au 30 septembre

Entre 2027 et 2028, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont décroissants et s'établissent en moyenne à 3,1%. Par ailleurs, le taux de croissance du Groupe s'établit en moyenne entre 2027 et 2028 à 3,5%. Il est légèrement supérieur aux taux de croissance médians des comparables boursiers.

La différence de taux de croissance entre l'échantillon de comparables et FOS s'explique principalement par des écarts de taille, de diversification et d'exposition géographique. Les sociétés comparables retenues dans notre échantillon présentent des profils assez hétérogènes, allant de leaders internationaux de la distribution BtoB à des distributeurs spécialisés opérant principalement sur les marchés de l'informatique, des fournitures industrielles, du matériel

électrique ou des consommables professionnels. Cette diversité se traduit par des dynamiques de croissance structurellement différentes selon les marchés adressés, la nature des produits distribués (matériel électrique, fournitures industrielles, produits informatiques, équipements électroniques ou consommables professionnels), le degré de spécialisation des acteurs ainsi que leur implantation géographique.

Par ailleurs, certaines de ces sociétés bénéficient d'un ancrage plus marqué sur des marchés internationaux et d'une diversification géographique importante, tandis que d'autres concentrent davantage leur activité sur des marchés nationaux ou régionaux. Elles présentent également des positionnements sectoriels différenciés (distribution de matériel électrique, de fournitures industrielles, de produits informatiques, d'équipements électroniques ou de consommables professionnels), susceptibles d'influencer leurs perspectives de croissance et leurs profils de rentabilité. Enfin, les effets de taille, de diversification de l'offre et de stratégie de développement (croissance organique versus acquisitions) contribuent également à expliquer les écarts observés.

Ainsi, les disparités de niveaux de croissance observées entre le Groupe et les sociétés cotées comparables sont le reflet de différences significatives en matière de taille, de marchés couverts, de positionnement sectoriel, de diversification des activités et de couverture géographique, auxquelles s'ajoutent des effets d'échelle se traduisant notamment par des niveaux distincts de diversification, de position concurrentielle, de flexibilité opérationnelle et de résilience.

Il convient cependant de noter, en synthèse, la cohérence entre les médianes et moyennes des taux de croissance de l'échantillon et celles de FOS.

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT entre 2027 et 2028 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA*		Marge d'EBIT*	
	2027	2028	2027	2028
Bunzl plc	7,6%	7,6%	7,3%	7,3%
Esprinet S.p.A.	1,3%	1,4%	1,1%	1,1%
AB S.A.	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Rexel S.A.	6,7%	6,9%	6,1%	6,4%
RS Group plc	11,0%	11,6%	9,6%	10,2%
Moyenne	5,7%	5,9%	5,2%	5,4%
Médiane	6,7%	6,9%	6,1%	6,4%
Fiducial Office Solutions	1,1%		0,9%	

Source : Capital IQ au 17/07/2026

*sur la base d'agrégats calendarisés à une date de clôture au 30 septembre

Entre 2027 et 2028, les taux de marge d'EBITDA prévisionnels médians des sociétés comparables sont en légère hausse en s'établissant à 6,9% en 2028 contre 6,7% en 2027, soit des taux supérieurs à ceux du Groupe (1,1% en moyenne).

Sur la période 2027-2028, les taux de marge d'EBIT prévisionnels médians des sociétés comparables sont en augmentation et passent de 6,1% en 2027 à 6,4% en 2028, soit des taux supérieurs à ceux du Groupe (0,9% en moyenne).

Les disparités de marge d'EBITDA et d'EBIT avec le Groupe, mais également entre les sociétés comparables, peuvent être liées à des effets de taille, d'économie d'échelle, de rationalisation de charges et d'intensité capitalistique.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

La moyenne entre les multiples d'EBITDA et d'EBIT médians a été retenue.

Le multiple d'EBITDA permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par le Groupe sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants.

Le multiple d'EBIT permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), avant impact des charges financières.

Par ailleurs, nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBITDA et EBIT des sociétés comparables, en cohérence avec les agrégats du Groupe qui sont également retraités de la norme comptable IFRS 16.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, FOS présente des marges opérationnelles décorréliées des marges des sociétés de notre échantillon ; et
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBITDA et d'EBIT de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	VE/EBITDA	VE/EBIT
	2028	2028
Bunzl plc	10,8x	11,3x
Esprinet S.p.A.	6,4x	7,6x
AB S.A.	6,4x	6,6x
Rexel S.A.	9,3x	9,9x
RS Group plc	8,6x	9,7x
Médiane	8,6x	9,7x

Source : Capital IQ au 17/07/2026

Le multiple retenu est celui de la dernière année observable.

3.3.3.4 - Retraitement de la dette financière nette et de l'EBITDA et l'EBIT

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, la dette financière nette, l'EBITDA et l'EBIT des comparables boursiers sont retraités afin d'assurer la comparabilité entre les sociétés. Les normes IFRS peuvent en effet conduire à des différences de présentation de l'endettement, de la trésorerie ainsi que du résultat opérationnel (notamment avec la norme IFRS 16 ou certains éléments non récurrents).

A ce titre, outre le retraitement de l'impact d'IFRS 16 mentionné ci-avant, nous avons retraité, quand nécessaire, la PIDR, les PRC, les instruments dérivés, les intérêts minoritaires ainsi que les sociétés mises en équivalence de la dette financière nette des sociétés comparables concernées, ainsi que les charges d'intérêts au niveau de l'EBIT.

3.3.3.5 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA et VE / EBIT de l'exercice 2028 pour l'échantillon des sociétés comparables sélectionnées, étant entendu que la valeur d'entreprise (« VE ») des sociétés comparables correspond à leur capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois au 17 juillet 2026) augmentée de leur dette financière nette consolidée ajustée ou diminuée de leur trésorerie nette. Ces multiples sont appliqués aux agrégats prévisionnels 2031 du Groupe afin de refléter sa rentabilité à un stade de maturité, après prise en compte de tous les effets liés aux sept plans d'action décidés dans le plan stratégique, présentés plus-avant dans le présent rapport. Les activités historiques, principalement liées au marché des imprimantes, sont appelées à décroître, tandis que les activités aujourd'hui secondaires sont destinées à devenir les principaux moteurs du chiffre d'affaires et de la rentabilité. Les résultats attendus en 2028 reflètent encore cette période de transition et ne sont donc pas considérés comme représentatifs du profil économique pérenne du Groupe. L'exercice 2031 constitue ainsi un horizon plus pertinent pour apprécier la rentabilité normative sur laquelle appliquer les multiples de marché.

Par ailleurs, les sociétés comparables de l'échantillon présentent une capitalisation boursière significativement supérieure à celle de FOS, justifiant l'application d'une décote de taille, estimée entre 20% et 30% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« *Firm value and marketability discounts* »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (« *Indicateur de la valeur des entreprises de 2026* ») ou encore d'Eric Eugène Grena.

Nous avons retenu, au regard de la taille du Groupe, un niveau de décote correspondant à la valeur basse ressortant de l'analyse, soit 25,0%, ce qui maximise la valeur induite de FOS obtenue par cette méthode.

3.3.3.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers :

Fiducial Office Solutions - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
	2028	2028	
Valeur d'entreprise après décote	61,8	66,9	64,3
Dette financière nette	-6,6	-6,6	n/a
Valeur des fonds propres (en m€)	55,2	60,3	57,8
Nombre d'actions (en milliers)	2 169	2 169	2 169
Valeur par action (€)	€ 25,46	€ 27,80	€ 26,63

La valeur de l'action Fiducial Office Solutions ressort, en synthèse, selon la méthode des comparables boursiers, à 26,63€, soit la moyenne entre les valeurs par action ressortant du multiple d'EBITDA 2028 (25,46€) et le multiple d'EBIT 2028 (27,80€).

Le Prix d'Offre de 36,00€ fait ressortir une prime de 35,2% sur la valeur obtenue par cette méthode.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de Fiducial Office Solutions.

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées

L'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes et références suivantes :

- Les multiples de transactions comparables,
- Les opérations récentes sur le capital,
- Les objectifs de cours des analystes financiers,
- La méthode de l'actualisation des dividendes futurs,
- L'actif Net Réévalué (ANR), et
- La méthode Sum-of-The-Parts (SOTP).

Nous avons également écarté ces approches pour les raisons évoquées en section 3.3.1 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu les approches suivantes pour évaluer les actions de la Société :

- La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (retenue à titre principal),
- L'analyse du cours de bourse (retenue à titre indicatif),
- Les multiples boursiers de sociétés comparables (retenue à titre indicatif), et
- L'actif Net Comptable (ANC) (retenue à titre indicatif).

Nous avons retenu, à titre principal, la méthode des flux de trésorerie actualisés, à titre secondaire, la méthode du cours de bourse, et la méthode des comparables boursiers, et à titre indicatif, la référence à l'Actif Net Comptable.

Notre approche est décrite en section 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes suivants.

4.2.1 - Actualisation des flux de trésorerie

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les résultats consolidés semestriels au 31 mars 2026 publiés ainsi que les prévisions d'exploitation établies par le Management du Groupe pour les exercices allant du 30 septembre 2026 au 30 septembre 2031 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur trois exercices supplémentaires (2032, 2033, et 2034), sur la base des hypothèses suivantes :
 - réduction progressive du taux de croissance du chiffre d'affaires jusqu'à atteindre un niveau normatif de 1,5% ;
 - marge d'EBITDA de 4,5% du chiffre d'affaires, en hausse de 0,2% par rapport à celle observée en fin d'horizon explicite du plan d'affaires ;

- convergence des investissements et des dotations aux amortissements vers un montant de 0,1m€ ; et
- un BFR à 10% du chiffre d'affaires.
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 30 septembre 2034 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé les flux au taux de 9,28%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital du Groupe et intègre un taux sans risque de 3,73%, une prime de marché de 5,00% à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,49, une prime de taille de 4,26%, un coût de la dette moyen de 5,0% et un levier financier de 30,7%, tel que présenté ci-après ; et
- diminué à la valeur d'entreprise ainsi obtenue le montant de la dette financière nette au 31 mars 2026 (6,0m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale à 31,73€ par action, le Prix d'Offre induisant une prime de 13,5% par action sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBITDA normative fait ressortir une valeur par action comprise entre 29,27€ (taux d'actualisation de 9,78% et marge d'EBITDA normative de 4,25%) et 34,54€ (taux d'actualisation de 8,78% et taux de marge normative de 4,75%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'Etablissement Présentateur, à l'exclusion des points suivants :

- le taux d'actualisation retenu ;
- les hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires ;
- l'extrapolation du plan d'affaires ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.1.1 - Détermination du taux d'actualisation

	CMPC Crowe HAF	CMPC CIC
Calcul du CMPC	Fiducial Office Solutions	Fiducial Office Solutions
Taux sans risque	3,73%	3,73%
Prime de risque du marché	5,89%	5,00%
Beta désendetté	0,49	0,49
Gearing	30,7%	30,7%
Beta endetté	0,61	0,60
Prime de taille	4,47%	4,26%
Coût des capitaux propres	11,78%	10,98%
Coût de la dette	5,0%	5,0%
Taux d'IS	25,0%	25,0%
Coût de la dette après impôts	3,8%	3,8%
D/(D+CP)	23,5%	24%
CP/(D+CP)	76%	76%
Coût moyen pondéré du capital	9,89%	9,28%

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (9,28%) est relativement proche de celui que nous avons retenu (9,89%).

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (taux sans risque, prime de risque, et prime de taille).

4.2.1.2 - Hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires

Les hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires que nous avons utilisées proviennent du même plan d'affaires que celui utilisé par l'Etablissement Présentateur.

Cependant, nous observons des divergences, présentées ci-dessous :

(i) *EBITDA et EBIT*

L'écart d'EBITDA entre nos travaux et ceux de l'Etablissement Présentateur, sur tout l'horizon du plan d'affaires, s'explique par le reclassement, dans nos analyses, des dotations aux provisions et des dotations aux dépréciations de l'EBIT vers l'EBITDA.

L'écart d'EBIT constaté au S2 2026 résulte de la non-prise en compte, par l'Etablissement Présentateur, de la dotation aux dépréciations de 171k€ (qu'à contrario nous intégrons au niveau de l'EBITDA) dans le calcul de cet agrégat.

(ii) *Investissements*

L'Etablissement Présentateur a retenu un montant d'investissement de 200k€ de 2027 à 2031.

Par ailleurs, nous avons retenu un montant d'investissement, en accord avec le Management, de 100k€ de 2027 à 2031.

(iii) *BFR*

L'Etablissement Présentateur a retenu un BFR équivalent à 11% du chiffre d'affaires, soit 40 jours de chiffre d'affaires, qu'ils font converger vers 10,0%, soit 37 jours de chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

Pour notre part, après discussion avec le Management, nous avons maintenu un BFR équivalent à 40 jours de chiffre d'affaires, soit 11,1% de chiffre d'affaires, sur l'ensemble de la période analysée.

(iv) *Impact global*

Ces différences d'hypothèses entre le plan d'affaires retenu par l'Etablissement Présentateur et les hypothèses retenues par nos soins se traduisent par un écart cumulé d'environ 2,3m€ sur nos flux de trésorerie disponibles sur la période S2 2026 - 2031 (hors période d'extrapolation).

4.2.1.3 - Extrapolation

L'Etablissement Présentateur a procédé à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires sur trois exercices supplémentaires (2032 à 2034) sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires tendant vers 1,5% en normatif ;
- un niveau d'EBIT tendant vers 4,5% du chiffre d'affaires en 2034 ;
- un niveau d'investissements fixé à 100k€ à compter de 2032 ; et
- la prise en compte d'un niveau de BFR de 10% du chiffre d'affaires.

Nous avons quant à nous, extrapolé le plan d'affaires sur deux exercices, considérant qu'à l'horizon 2033, le Groupe aura achevé la réorganisation de son activité et atteint un niveau de performance normative.

4.2.1.4 - Flux normatif

La construction du flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position en matière de niveau de dotations aux amortissements et d'investissements (+/-100k€). Néanmoins, le niveau de flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur diffère par :

- le taux de croissance perpétuelle : l'Etablissement Présentateur retient un taux de croissance perpétuelle normatif de 1,5% tandis que nous avons retenu un taux de 2,0% ;
- la marge d'EBIT : l'Etablissement Présentateur a retenu une marge d'EBIT normative de 4,5% du chiffre d'affaires tandis que nous avons retenu une marge de 5,0% du chiffre d'affaires ; et
- le niveau de BFR : l'Etablissement Présentateur a retenu un niveau de BFR à 10,0% du chiffre d'affaires, soit 37 jours de chiffre d'affaires tandis que nous avons retenu un taux à 11,1%, soit 40 jours de chiffre d'affaires.

4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 6,0m€ au 31 mars 2026, intégrant la trésorerie au 31 mars 2026 (-2,5m€), la dette financière (0,5m€), l'affacturage (11,3m€), les comptes courants créditeurs (-5,0m€), les provisions pour risques (1,2m€), les engagements pour départs à la retraite nets d'impôts (1,1m€) et l'économie d'impôts relative aux déficits fiscaux reportables (-0,6m€).

Nous avons retenu le même ajustement de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres que celui de l'Etablissement Présentateur, soit 6,0m€.

4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 31,73 € et se situe à un niveau proche de la valeur extériorisée par nos travaux (31,07€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre de 36,00€ extériorise une prime de 13,5% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre indicatif. Nous avons également retenu cette méthode à titre secondaire.

L'Etablissement Présentateur retient une approche fondée sur la moyenne pondérée par les volumes du cours de clôture, tandis que nous retenons une approche reposant sur la moyenne pondérée par les volumes des VWAP sur cette même période.

L'Etablissement Présentateur retient, comme nous, le cours observé à la veille du dépôt du Projet de Note d'Information, soit le 7 juillet 2026.

L'Etablissement Présentateur présente également le cours de l'action sur la Bourse de Luxembourg, que nous n'avons pas retenu dans notre analyse compte tenu du caractère illiquide (26,80€ sur toute la période analysée) de ce marché.

Si l'Etablissement Présentateur présente le cours de clôture au 7 juillet 2026, ainsi que le CMPV 30 jours, 60 jours, 120 jours et 180 jours ; nous présentons uniquement le CMPV 20 jours et 60 jours ainsi que le cours de clôture au 7 juillet 2026.

La valeur de l'action de Fiducial Office Solutions retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 26,63€ (CMPV 120 jours du cours de bourse d'Euronext Paris) et 26,80€ (cours de clôture au 7 juillet 2026).

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la référence au cours de bourse comprise entre 26,88€ (CMPV 20 jours) et 26,95€ (CMPV 60 jours).

Le Prix d'Offre de 36,00€ extériorise une prime comprise entre 34,3% et 35,2% sur les différentes valeurs (cours et moyennes de cours de bourse) retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de cinq sociétés cotées, opérant dans le secteur de la distribution BtoB d'équipements et fournitures industriels (Rexel, MSC Industrial Direct Co, RS Group, Thermador Groupe, et Exel Infrastructures).

Pour notre part, nous avons retenu un échantillon composé de cinq sociétés cotées, opérant également dans le secteur de la distribution BtoB.

Nous avons décidé d'écarter les sociétés MSC Industrial Direct Co, Thermador Groupe et Exel Infrastructures, pour les raisons évoquées en section 3.3.3.1 du présent rapport.

Nous avons, donc, retenu Rexel, RS Group, ainsi que trois sociétés non retenues par l'Etablissement Présentateur (Bunzl, Esprinet et AB SA).

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le ratio médian retenu par l'Etablissement Présentateur correspond à la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA.

Nous avons, pour notre part, privilégié la moyenne entre les multiples médians d'EBITDA et d'EBIT.

L'Etablissement Présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 30 juin 2026, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette financière nette publiée par ces sociétés à cette même date. Nous avons, pour notre part, également, retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, soit une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 17 juillet 2026 et la dette financière nette publiée le plus récemment.

Par ailleurs, à l'instar de l'Etablissement Présentateur, nous avons procédé aux ajustements sur les agrégats opérationnels et les dettes financières nettes des comparables boursiers, en lien avec les normes IFRS 16.

Aussi, l'Etablissement Présentateur a recalculé les chiffres d'affaires et marges d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables lorsque nécessaire, sur une base calendaire annuelle correspondant à la date de clôture de l'exercice de FOS, soit le 30 septembre. Ces retraitements ont également été réalisés dans le cadre de nos travaux.

Le multiple médian 2026 retenu par l'Etablissement Présentateur a été appliqué à l'EBIT 2031, en s'appuyant sur les agrégats issus du plan d'affaires. Nous avons, pour notre part, appliqué les

multiples médians 2028 aux EBIT et EBITDA 2031, en nous appuyant sur les agrégats issus du plan d'affaires.

Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur a appliqué une décote de taille de 25%. Nous avons appliqué la même décote de taille de 25%.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 6,0m€ au 31 mars 2026, soit un montant différent de celui que nous avons retenu (6,6m€). L'écart observé est lié, d'une part, à la prise en compte par l'Etablissement Présentateur de l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits reportables. Pour notre part, cette dernière est uniquement prise en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres dans la méthode des flux de trésorerie actualisés.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à 21,2€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Fiducial Office Solutions, par la méthode des comparables boursiers, comprise entre 25,46€ et 27,80€ avec une valeur centrale à 26,63€.

L'écart observé avec l'Etablissement Présentateur s'explique essentiellement par les différences suivantes :

- l'utilisation de multiples provenant d'échantillons différents,
- la prise en compte d'agrégats sur des périodes différentes, et
- un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres également différent, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre de 36,00€ extériorise une prime de 69,5% sur la valeur centrale retenue par l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Référence à l'actif net comptable

L'Etablissement Présentateur a retenu, comme nous, à titre indicatif la référence à l'actif net comptable.

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode de l'ANC ressort à 35,46€ au 31 mars 2026.

Ainsi, le Prix d'Offre de 36,00€ extériorise une prime de 1,5% sur la valeur retenue par l'Etablissement Présentateur.

Nous obtenons les mêmes résultats que l'Etablissement Présentateur.

5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, nous n'avons pas eu connaissance d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur le Prix d'Offre ou son appréciation.

En effet, aucun accord potentiellement connexe à l'Offre et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation du Prix d'Offre n'a été porté à notre connaissance, afin d'apprécier s'il comportait des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de ce dernier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu, à la date du présent rapport, d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier d'éventuelles observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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

En €/action	Etablissement Présentateur			Expert indépendant Valeur centrale	Primes offertes par le prix
	Bas	Valeur centrale	Haut		
Méthode à titre principal					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	29,27 €	31,73 €	34,54 €	31,07 €	15,9%
Méthodes à titre secondaire					
Référence au cours de bourse					
Cours de clôture au 7 juillet 2026		26,80 €		26,80 €	34,3%
Cours moyen pondéré 20 jours*		n/a		26,88 €	33,9%
Cours moyen pondéré 30 jours*		26,74 €		n/a	
Cours moyen pondéré 60 jours*		26,68 €		26,95 €	33,6%
Cours moyen pondéré 120 jours*		26,63 €		n/a	
Cours moyen pondéré 180 jours*		26,64 €		n/a	
Cours moyen pondéré 250 jours*		n/a		n/a	
Méthode des comparables boursiers		21,20 €		26,63 €	35,2%
Méthode à titre indicatif					
Référence à l'Actif Net Comptable		35,46 €		35,46 €	1,5%

L'Offre s'inscrit dans un contexte de faible liquidité du titre Fiducial Office Solutions. En effet, compte tenu du faible flottant de la Société, elle vise à offrir aux actionnaires minoritaires une opportunité de liquidité immédiate en leur permettant de céder leurs actions. Le retrait obligatoire permettra par ailleurs de mettre fin à la double cotation de la Société, et donc de réduire les coûts ainsi que les contraintes réglementaires qui y sont associés et de concentrer ses moyens financiers et humains sur la poursuite de son activité et de sa croissance interne.

Détenant déjà 99,8% du capital de Fiducial Office Solutions, Fiducial SC (l'Initiateur) met en œuvre une offre publique de retrait portant sur les actions restantes détenues par les actionnaires minoritaires.

Dans le cadre du retrait obligatoire, les actions de la Société non détenues par l'Initiateur seront transférées à celui-ci moyennant une indemnisation égale au prix d'Offre, soit 36,0€ par action.

La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Fiducial Office Solutions du compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris et du marché réglementé de la Bourse de Luxembourg.

Notre analyse de la valeur de l'action de Fiducial Office Solutions fait ressortir des valeurs :

- de 31,07€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- comprises entre 26,88€ (cours moyen pondéré 20 jours) et 26,95€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (retenue à titre secondaire) ;
- de 26,63€ pour la méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire) ; et
- de 35,46€ pour la référence à l'Actif Net Comptable (retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 36,00€ par action dans le cadre de l'Offre, présente une prime :

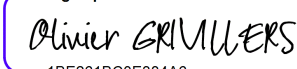
- de 15,9% pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- comprise entre 33,6% (cours moyen pondéré 60 jours) et 33,9% (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence au cours de bourse (retenue à titre secondaire) ;
- de 35,2% pour la méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire) ; et
- de 1,5% pour la référence à l'Actif Net Comptable (retenue à titre indicatif).

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs induites des différentes méthodes d'évaluation retenues.

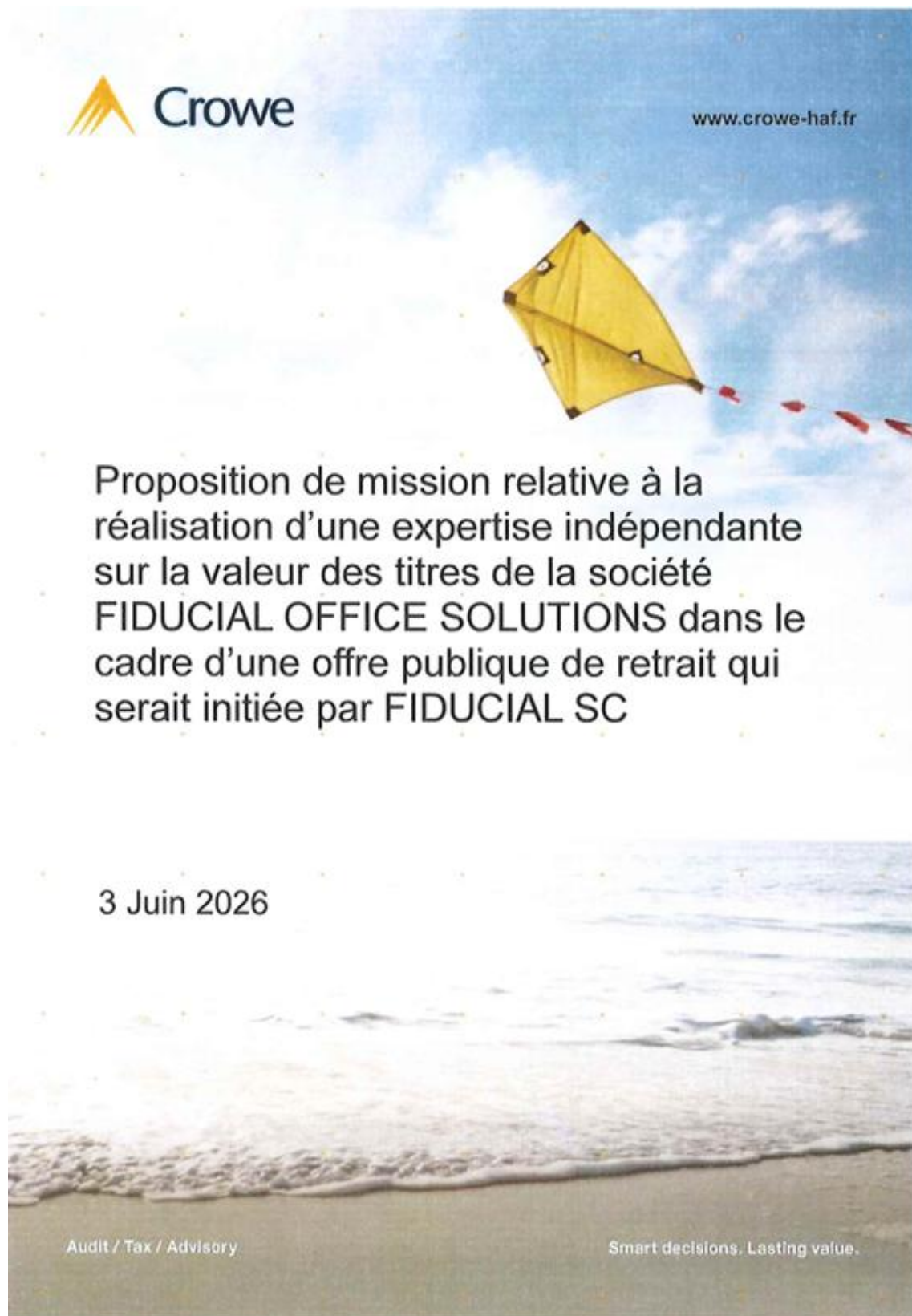
Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 36,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Fiducial Office Solutions.

Fait à Levallois-Perret, le 29 juillet 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

1BE261BC0E384A6...
Olivier Grivillers

8 - Annexe – Lettre de mission



Sommaire

1. Définition de la mission	1
2. Notre approche de la mission	3
3. Notre proposition d'intervention	4
4. Conditions particulières	5
5. Acceptation de la mission	6
Annexes : Estimation du budget.....	7

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

www.crowe-haf.fr

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« Verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2026 Crowe HAF



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

FIDUCIAL OFFICE SOLUTIONS
41 rue du Capitaine Guynemer
92400 Courbevoie

Levallois-Perret, le 3 juin 2026

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Madame, Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre proposition de mission relative à une mission d'expertise indépendante, portant sur l'évaluation des titres de la société Fiducial Office Solutions (ci-après « la société »), dans le cadre d'une offre publique de retrait qui serait initiée par Fiducial SC.

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Madame, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Fiducial Office Solutions est spécialisé dans la distribution de fournitures et de mobilier de bureau à destination des entreprises. En outre, le groupe développe une activité de conception et d'impression de documents personnalisés.

Le capital de la société est aujourd'hui détenu à plus de 95% par la société holding Fiducial SC, le solde constituant le capital flottant.

La société, qui clôture ses comptes au 30 septembre 2025, a réalisé un chiffre d'affaires de 183 M€, essentiellement en France, en baisse de 11%, au regard notamment d'une diminution des volumes de ventes mais également d'une baisse des prix sur certaines familles de produits comme le papier reprographique. Le résultat net de l'exercice ressort, en 2025, à -2,9M€, en recul par rapport à l'année précédente, au regard des baisses des prix et des volumes mentionnés.

La structure financière de la société reste cependant saine avec des capitaux propres consolidés qui représentent environ 77M€ au 30 septembre 2025.

Il est aujourd'hui envisagé de lancer un projet d'offre publique de retrait (ci-après l'« OPR-RO » ou l'« Offre ») visant les actions de la Société qui serait initiée par Fiducial SC.

Dans le cadre de ce projet d'Offre, la Société serait tenue de désigner un expert indépendant qui sera chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'Offre, d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'administration de la Société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant sera désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé.

Si la Société n'a pas la capacité de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants ; elle soumettra le nom de l'expert indépendant à l'AMF conformément à l'article 261 du règlement général de l'AMF. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

1.3. Calendrier de l'opération

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

A ce stade, nous comprenons que l'intervention de l'expert pourrait débuter mi-juin 2026 et se terminer fin juillet 2026, voir début septembre 2026. Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission. En cas de changement et de décalage du calendrier, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

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

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

2. Notre approche de la mission

2.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (Etablissement présentateur, avocats, conseil de la cible...),
2. L'analyse des états financiers annuels historiques des comptes consolidés clos le 30 septembre 2025, 2024, 2023
3. L'analyse des états financiers semestriels historiques des comptes consolidés clos le 31 mars 2026 et 2025.
4. L'analyse du budget 2026 et du plan d'affaires prévisionnel (consolidé) de la Société,
5. La revue des impairments tests effectués par la société.
6. L'analyse du cours de bourse de la Société,
7. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
8. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère la Société et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
9. L'analyse des notes des analystes suivant la valeur de la Société (le cas échéant),
10. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
11. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur,
12. L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant),
13. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrées.

Des points réguliers sur notre mission et nos travaux seront réalisés avec la Société avec à minima une réunion de lancement (Kick-off), une à deux réunions relatives au plan d'affaires et aux travaux d'évaluation et autres sujets relatifs à l'Offre et une réunion de conclusion précédant la réunion du conseil d'administration chargé d'émettre l'avis motivé sur l'Offre.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la Société et de ses conseils. Une liste de documents nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

2.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser la Société. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux futurs de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes (le cas échéant)

Une analyse des notes des analystes suivant la valeur de la Société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

3. Notre proposition d'intervention

3.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de missions et dans le secteur d'activité dans lequel opère le Groupe.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim, Associés de Crowe HAF, seront cosignataires de l'expertise indépendante. Ils prendront en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Deux autres personnes seront affectées à cette mission :

- Yassine Chennaoui, Senior Manager ;
- Une Analyste Senior.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des principaux intervenants sont présentés en Annexe 2.

Marc de Prémare, associé, procédera à la revue indépendante du rapport. Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Il a plus de 25 ans d'expérience en transaction services et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

3.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés ci-dessous sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Les honoraires varient selon la taille et la complexité de la société concernée, sachant que l'AMF dans son instruction n°2006-08 recommande un plancher minimum d'honoraires 50.000€ pour que l'expert indépendant puisse allouer les ressources nécessaires afin de réaliser ses travaux d'évaluation en bonne et due forme.

Le budget estimé, et dont la répartition est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget », est compris entre 28 et 32 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 56.000€ et 64.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants de 2.000€.

En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 20.000€ vous sera demandé, tandis que le règlement du solde des honoraires interviendra à la remise de notre rapport.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ».

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

4. Conditions particulières

4.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au double du montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

4.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de FIDUCIAL OFFICE SOLUTIONS

Signature

 Bon pour accord

Nom Jean-Claude CARQUILLAT

Fonction PDG

Date 18.06.2026

Annexes : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :

OPR visant les titres de la société FIDUCIAL OFFICE SOLUTIONS

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération	2	2
- Réunions préparatoires avec la société et les conseils - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretien avec les dirigeants de la société et ses conseils - Analyse et compréhension du projet d'offre publique		
2. Préparation de l'évaluation	7	8
- Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse de l'atterrissage 2026 des éléments prévisionnels (business plan) - Revue des projections d'activité et de rentabilité - Analyse des accords dans le cadre de l'opération envisagée (le cas échéant)		
3. Evaluation des titres de la société (évaluation multicritère)	15	18
- Méthode des Discounted Cash Flows - Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan - Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des paramètres - Méthode des comparables boursiers - Recherche de comparables boursiers - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus - Méthode des transactions comparables - Recherche de transactions comparables - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus - Méthode du cours de bourse - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur		
4. Rédaction du rapport et échanges avec la société et l'AMF	4	4
Total Jours	28	32