Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE

VOYAGEURS DU MONDE

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT VISANT LES TITRES DE LA SOCIETE

INITIEE PAR

AVANTAGE

Agissant de concert avec Messieurs Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Loïc Minvielle, Frédéric Moulin, les sociétés LACASADETOMETDECARLA, ANTOINEUP, REMIUP, SIX ET SEPT INVESTISSEMENT, TREIZE INVESTISSEMENT, Crédit Mutuel Equity SCR, FPCI KAIROS-ALPHA, BNP Paribas Développement, FPS France Investissement Tourisme 2, FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France et CERTARES ENRICO S.A.R.L

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l' « **AMF** ») le 22 septembre 2026, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

L'Offre et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société VOYAGEURS DU MONDE (la « **Société** ») seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites de la Société (www.voyageursdumonde.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de la Société (55 rue Sainte-Anne 75002 PARIS).

TABLE DES MATIERES

1 Présentation de l'Offre 4
2 Contexte et MOTIFS de l'Offre 6
2.1. Contexte de l'Offre 6
2.2. Motifs de l'Offre 9
3 Principales caractéristiques de l'Offre 10
3.1 Termes de l'Offre 10
3.2 Modalités de l'Offre 10
3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 11
3.4 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites et mécanisme de liquidité 12
3.5 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre 13
3.6 Procédure d'apport à l'Offre 14
3.6.1 Apport des actions 14
3.6.2 Apport des OCA 16
3.7 Calendrier indicatif de l'Offre 16
3.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 18
4 Avis motivé du Conseil d'administration 19
4.1 Composition du Conseil d'administration 19
4.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration 20
4.3 Avis motivé du Conseil d'administration 21
5 Avis du Comité Social et Economique 32
6 Intention des membres du Conseil d'administration de la Société 32
7 Intention de la Société concernant les actions auto-détenues 33
8 Rapport de l'expert indépendant 33
9 Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issu 34
9.1 Le Protocole Concertant 34
9.2 Mécanismes de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites 36
10 Eléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique 37
10.1 Structure du capital de la Société 37
10.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres 38
10.3 Restrictions statutaires aux transferts d'actions et à l'exercice du droit de vote 39
10.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 40

10.5 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société 40

10.6 Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci…. 40

10.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 41

10.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts 41

10.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration 41

10.8.2 Modifications des statuts 42

10.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions 42

10.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 43

10.11 Accords prévoyant des indemnités pour le Président Directeur Général, les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique 43

10.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre 43

11 Personne qui assume la responsabilité du projet de note en réponse 43

Annexe – Rapport de l'Expert Indépendant 44

1 PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 234-2, 235-2 et 236-3 du règlement général de l'AMF, la société AVANTAGE, société anonyme au capital de 309 356 241,75 euros, dont le siège social est situé 55, rue Sainte-Anne – 75002 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842 463 127 (« **AVANTAGE** » ou l'« **Initiateur** »),

agissant de concert avec :

(i) Messieurs **Jean-François Rial** ; **Alain Capestan** ; **Lionel Habasque** ; **Loïc Minvielle** et **Frédéric Moulin** ; LACASADETOMETDECARLA, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3, place des Vosges – 75004 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842 790 388 (« **LACASADETOMETDECARLA** ») ; ANTOINEUP, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 100, rue de Charonne – 75011 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842 756 645 (« **ANTOINEUP** ») ; REMIUP, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 100, rue de Charonne – 75011 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842 756 801 (« **REMIUP** ») ; SIX ET SEPT INVESTISSEMENT, société par actions simplifiée (société à associé unique) dont le siège social est situé 56 Grande Rue 78810 – FEUCHEROLLES, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 842 867 723 (« **SIX ET SEPT INVESTISSEMENT** ») ; TREIZE INVESTISSEMENT, société par actions simplifiée (société à associé unique) dont le siège social est situé 56 Grande Rue – 78810 FEUCHEROLLES, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 842 867 657 (« **TREIZE INVESTISSEMENT** ») (ensemble les « **Fondateurs** »)

(ii) Crédit Mutuel Equity SCR, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 25/27 rue des Pyramides – 75001 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 317 586 220 (« **CME SCR** ») ; FPCI KAIROS-ALPHA, fonds professionnel de capital investissement, dont le siège social est situé 128 boulevard Raspail – 75006 PARIS, représenté par sa société de gestion Crédit Mutuel Impact, société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 128, boulevard Raspail – 75006 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 420 331 480 (« **Kairos** ») ; BNP Paribas Développement, société anonyme dont le siège social est situé 1 boulevard Haussmann – 75009 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348 540 592 (« **BNPP** ») ; FPS France Investissement Tourisme 2, représenté par Bpifrance Investissement SAS, une société par actions simplifiée au capital de 20.000.000€, dont le siège social est sis 27-31 avenue du Général Leclerc – 94710 MAISONS-ALFORT CEDEX, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224, société de gestion du FPS France Investissement Tourisme 2 (« **Bpifrance** ») ; FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France, représenté par Montefiore Investment, une société par actions simplifiée dont le siège social est sis 28 rue Bayard – 75008 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 453 184 806, société de gestion du Fonds Professionnel Spécialisé Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (« **Montefiore** ») ; CERTARES ENRICO S.A.R.L, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est situé 16, rue Eugene Ruppert, L-2453 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et dont le numéro d'identification est B.223614 RCS Luxembourg (« **Certares** ») (ensemble les « **Investisseurs** »)

(AVANTAGE, les Fondateurs et les Investisseurs étant collectivement appelés le « **Concert** »)

propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires ainsi qu'aux titulaires d'obligations convertibles en actions de la société VOYAGEURS DU MONDE, société anonyme au capital de 4.488.726 euros divisé en 4.488.726 actions ordinaires d'un euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 55, rue Sainte-Anne – 75002 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 315 459 016 (« **VOYAGEURS DU MONDE** » ou la « **Société** ») et dont les actions ordinaires et les obligations convertibles en actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé EURONEXT GROWTH PARIS sous le code ISIN FR0004045847 pour les actions ordinaires (les « **Actions** ») et sous le code ISIN FR0014003UV2 pour les obligations convertibles en actions (les « **OCA** »),

d'acquérir en numéraire, dans les conditions décrites ci-après, la totalité de leurs Actions en circulation ou à émettre non détenues par le Concert, au prix unitaire de 180 euros (le « **Prix par Action** »), ainsi que la totalité de leurs OCA non détenues par le Concert au prix unitaire de 182,52 euros (le « **Prix par OCA** »), dans le cadre d'une offre publique de retrait (l' « **Offre Publique de Retrait** » ou l' « **Offre** ») qui pourrait être suivie d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF. Les termes et conditions de l'Offre sont stipulés dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 1er septembre 2026 auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** »)

Le Prix par Action et le Prix par OCA sont désignés ensemble comme les « **Prix de l'Offre** ».

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc (l'« **Etablissement Présentateur** ») a déposé, le 1er septembre 2026, auprès de l'AMF le projet d'Offre pour le compte de l'Initiateur. Il est précisé que Portzamparc garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

A la date du Projet de Note en Réponse, le Concert détient directement et indirectement 4.061.292 Actions et 6.859.477 droits de vote représentant 90,48% du capital et 93,20% des droits de vote théoriques de la Société[1] [2].

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

- la totalité des Actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, à l'exception :

  (i) des 1.292 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce ; et

  (ii) des 31.750 Actions Gratuites En Période de Conservation (telles que définies à la Section 3.4 ci-dessous) qui seront assimilées aux Actions détenues par le Concert en application de l'article L. 233-9, I-4° du Code de commerce, l'Initiateur envisageant de proposer un mécanisme de liquidité aux Bénéficiaires, tel que mentionné à la Section 3.4 ci-dessous,

[1] Sur la base d'un capital composé, au 31 août 2026, de 4.488.726 actions ordinaires et de 7.359.955 droits de vote théoriques.

[2] Les participations mentionnées tiennent compte des règles légales d'assimilation.

soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions en circulation visées par l'Offre égal à 395.684, représentant 8,82% du capital et 6,35% des droits de vote de la Société ; et

- la totalité des Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert, soit un nombre maximum de 13.385 actions à la date du projet de Note en Réponse ; et
- la totalité des OCA en circulation non détenues par le Concert, soit 13.201 OCA à la date du Projet de Note en Réponse.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autre que les OCA et les Actions Gratuites En Période d'Acquisition (telles que définies à la Section 3.4 ci-dessous).

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'est réservé la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions et d'OCA conformément aux dispositions de l'article 231-38 du règlement général de l'AMF et dans les limites prévues par celles-ci.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Initiateur envisage de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») en application des dispositions de l'article 433-4 II et III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Le Retrait Obligatoire porterait :

- sur les Actions non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 180 euros égale au Prix par Action, nette de tous frais ; et
- sur les OCA non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire de 182,52 euros égale au Prix par OCA, nette de tous frais.

Il est précisé qu'à la connaissance de la Société et au jour du présent Projet de Note en Réponse, les conditions dudit Retrait Obligatoire sont d'ores-et-déjà réunies.

2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1. CONTEXTE DE L'OFFRE

AVANTAGE, société anonyme non cotée, est l'actionnaire de contrôle de VOYAGEURS DU MONDE. Au sein d'AVANTAGE, les Fondateurs détiennent 17,32% du capital et 51,18% des droits de vote, et les Investisseurs détiennent 82,68% du capital et 48,82% des droits de vote.

Les Fondateurs et les Investisseurs sont parties à un pacte d'actionnaires en date du 30 avril 2021 relatif à VOYAGEURS DU MONDE (le « **Pacte** »). Aux termes de ce Pacte, les Fondateurs d'une part, et chacun des Investisseurs d'autre part, n'entendaient pas organiser une action de concert entre eux, étant précisé que les Fondateurs agissaient de concert entre eux vis-à-vis de VOYAGEURS DU MONDE.

Par un communiqué du 6 juillet 2026, les Fondateurs et les Investisseurs ont annoncé avoir conclu un protocole, constitutif d'une action de concert, pour acquérir le solde du capital de VOYAGEURS DU MONDE (le « **Protocole Concertant** »). Le Protocole Concertant prévoit notamment une réorganisation actionnariale au sein d'AVANTAGE par voie d'apports à AVANTAGE, par les principaux Investisseurs, d'actions VOYAGEURS DU MONDE (les « **Apports** »), le lancement d'un projet d'offre publique sur les titres de VOYAGEURS DU MONDE et, sous réserve du succès de l'Offre et dans l'hypothèse où celle-ci serait suivie du Retrait Obligatoire, un mécanisme de désengagement capitalistique total ou partiel selon le cas, au niveau de l'Initiateur, par les Fondateurs et certains Investisseurs (le « **Mécanisme de Désengagement Capitalistique** »)

La signature du Protocole Concertant par les Fondateurs et les Investisseurs caractérise une action de concert entre eux vis-à-vis de VOYAGEURS DU MONDE. Par assimilation et sur le fondement de l'article L. 233-9 I-3° du Code de commerce, les Investisseurs ont franchi, de concert avec AVANTAGE et les Fondateurs, le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuil de concert et à la hausse, par assimilation des actions et des droits de vote détenus par les concertistes, a fait l'objet d'une déclaration ayant donné lieu à la publication d'un avis de l'AMF en date du 17 juillet 2026[3].

En conséquence, AVANTAGE s'est engagé à déposer auprès de l'AMF, au nom et pour le compte du Concert, un projet d'offre publique, sous la procédure simplifiée, à caractère obligatoire, portant sur les Actions et les OCA de VOYAGEURS DU MONDE.

Le 6 juillet 2026, l'Initiateur a également annoncé l'acquisition auprès de la société AMIRAL GESTION, d'un bloc de 73.969 actions représentant 1,65% du capital et 1% des droits de vote de VOYAGEURS DU MONDE au moment de ladite acquisition, au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition du Bloc** »).

A l'issue de l'Acquisition du Bloc, le Concert détenait, directement et indirectement, 86,60% du capital et 90,67% des droits de vote de la Société[4], réparti comme suit :

	Actions	**% capital**	**Droits de vote**	**% droits de vote**
Avantage	2 867 781	63,89	5 661 593	76,79
Certares Enrico S.à.r.l.	877 271	19,54	877 271	11,90
Crédit Mutuel Equity SCR	80 978	1,80	80 978	1,10
FPS France Investissement Tourisme 2	53 985	1,20	53 985	0,73
Fondateurs associés d'Avantage[5]	5 678	0,13	11 343	0,15

[3] Avis AMF 226C1066

[4] Depuis le 7 septembre 2026, il est apparu que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3 310 actions et droits de vote qui n'avaient pas été identifiés précédemment. Ainsi, la participation du Concert s'élevait à un total de 3 890 631 actions représentant 6 688 480 droits de vote soit 86,68 % des actions et 90,72% des droits de vote.

[5] A savoir MM. Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Loïc Minvielle, Frédéric Moulin et leurs sociétés respectives, à savoir Lacasadetometdecarla, Antoineup, Remiup, Six et Sept Investissement et Treize Investissement.

Auto-détention[6]	1 628	0,04	-	-
Total concert [4/7]	**3 887 321**	**86,60**	**6 685 170**	**90,67**

En application des dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce et des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur et les membres du Concert ont déclaré concomitamment au franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote, avoir franchi à la hausse et de concert, le seuil de 90% des droits de vote de la Société[8].

Le 24 juillet 2026, l'Initiateur a franchi individuellement en hausse le seuil de 90% des droits de vote de la Société suite à la réalisation d'un apport de 1.012.234 Actions par les sociétés Certares, Crédit Mutuel Equity SCR et FPS France Investissement Tourisme 2 au profit de l'Initiateur. A compter de cette date, l'Initiateur détenait individuellement 3.880.015 Actions représentant 6.673.827 droits de vote, soit 86,44% du capital et 90,52% des droits de vote de la Société.

Les conditions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF étant réunies, l'Initiateur a déposé, le 1er septembre 2026 auprès de l'AMF le présent projet d'Offre Publique, à caractère obligatoire, sous la forme d'une offre de Retrait, selon la procédure simplifiée, conformément aux articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Le 3 septembre 2026, l'Initiateur a acquis sur le marché 170.997 actions de la Société. Suite à cette acquisition, l'Initiateur et les membres du Concert ont déclaré, le 7 septembre 2026, avoir franchi en hausse le seuil de 90% du capital de la Société et détenir 4 057 982 actions VOYAGEURS DU MONDE représentant 6 856 167 droits de vote, soit 90,40% du capital et 93,16% des droits de vote[9/10/11].

Par ailleurs, depuis la déclaration de franchissement de seuils du 7 septembre 2026, il est apparu que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3 310 Actions et droits de vote de la Société qui n'avaient pas été identifiés précédemment. Ainsi, la participation du Concert s'élève à un total de 4 061 292 Actions représentant 6 859 477 droits de vote soit 90,48 % du capital et 93,20% des droits de vote (en tenant compte des règles légales d'assimilation), selon la répartition ci-après détaillée :

	Actions	**% capital**	**Droits de vote**	**% droits de vote**
Avantage	4 051 012	90,25	6 844 824	93

[6] Auto-détention agrégée en application des dispositions de l'article L. 233-9 I, 2° du code de commerce.

[7] Il est précisé que les sociétés BNP Paribas Développement et FPCI KAIROS-ALPHA, membres du concert et actionnaires de la société AVANTAGE, ne détiennent pas directement d'actions VOYAGEURS DU MONDE.

[8] Avis AMF 226C1066

Il est précisé que les Fondateurs de VOYAGEURS DU MONDE détenaient déjà, par assimilation, plus de 50% du capital et des droits de vote de la société VOYAGEURS DU MONDE et n'ont donc franchi, au 6 juillet 2026, que le seuil de 90% des droits de vote.

[9] Sur la base d'un capital composé de 4 488 726 actions représentant 7 359 955 droits de vote en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général

[10] Avis AMF 226C1487

[11] Ces chiffres tiennent compte de l'assimilation des 1. 292 actions autodétenues par la Société à cette date.

Fondateurs associés d'Avantage[12]	5 678	0,13	11 343	0,15
FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment)	3 310	0,07	3 310	0,04
Auto-détention[13]	1 292	0,04	-	-
Total concert[14]	**4 061 292**	**90,48**	**6 859 477**	**93,20**

Le nombre d'Actions en circulation visées par l'Offre et d'Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert ne représente pas plus de 10 % de la somme des Actions existantes de la Société et des Actions de la Société susceptibles d'être créées du fait de l'exercice des OCA. Ainsi, les conditions requises pour le retrait obligatoire sont désormais réunies. Dès lors, l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire conformément à ses intentions annoncées dans son Projet de Note d'Information.

La Conseil d'administration de la Société, dans sa séance du 7 juillet 2026, a pris acte du projet d'Offre et constitué en son sein un comité d'offre composé de Monsieur Alain CAPESTAN, Madame Marie-Emeline BORDIER et Madame Caroline GIRAL-DEPPEN (le « **Comité d'Offre** »). Le Comité d'Offre est notamment chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, de superviser le suivi de ses travaux et de préparer un projet d'avis motivé.

Lors de sa seconde réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration de la Société a désigné, sur proposition du Comité d'Offre, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1, I-1° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »). L'AMF a confirmé ne pas s'opposer au choix de l'Expert Indépendant selon les modalités prévues à l'article susmentionné.

2.2. MOTIFS DE L'OFFRE

A l'issue de discussions entre les parties au Pacte, chacune d'entre elles a consenti au projet de retrait de cote de VOYAGEURS DU MONDE à la condition que cette opération s'inscrive dans un projet plus global ayant pour finalité de permettre la poursuite du développement du groupe VOYAGEURS DU MONDE dans un environnement non coté et aboutissant *in fine* (i) à un désengagement capitalistique total ou partiel des Fondateurs et de certains Investisseurs, (ii) à une réorganisation actionnariale au sein d'AVANTAGE, et (iii) à la conclusion d'un nouveau pacte d'actionnaires adapté aux nouveaux

[12] A savoir MM. Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Loïc Minvielle, Frédéric Moulin et leurs sociétés respectives, à savoir Lacasadetometdecarla, Antoineup, Remiup, Six et Sept Investissement et Treize Investissement.

[13] Auto-détention agrégée en application des dispositions de l'article L. 233-9 I, 2° du code de commerce.

[14] Il est précisé que les sociétés BNP Paribas Développement et FPCI KAIROS-ALPHA, membres du concert et actionnaires de la société AVANTAGE, ne détiennent pas directement d'actions VOYAGEURS DU MONDE.

équilibres de gouvernance, ainsi que de détention du capital et de droits de vote par les actionnaires restants au capital d'AVANTAGE.

Ainsi, la signature par l'ensemble des parties au Pacte du Protocole Concertant, le 6 juillet 2026, caractérise leur volonté d'agir de concert vis-à-vis de VOYAGEURS DU MONDE. Par voie de conséquence, et conformément à l'article L. 233-9 I-3° du Code de commerce, la signature du Protocole Concertant a entrainé le franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote par les Investisseurs, de concert avec l'Initiateur et les Fondateurs. Ce franchissement de seuil impose le dépôt d'une offre publique à caractère obligatoire, conformément aux articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Suite à l'Acquisition du Bloc mentionnée à la section 2.1 ci-dessus, l'Initiateur et, par assimilation des actions et des droits de vote détenus par les concertistes, les autres membres du Concert, ont franchi en hausse le seuil de 90% des droits de vote de la Société. Conformément à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, la détention d'au moins 90% du capital ou des droits de vote permet à l'Initiateur de déposer, au nom et pour le compte du Concert, auprès de l'AMF, une Offre Publique de Retrait visant les titres de la Société.

3 PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

3.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 234-2, 235-2 et 236-3 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 1er septembre 2026, sous la forme d'une offre publique de retrait, à caractère obligatoire, visant la totalité des Actions et des OCA non détenues par l'Initiateur et les membres du Concert, ainsi que le Projet de Note d'Information.

Portzamparc, en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur au nom et pour le compte du Concert, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement pendant une période de dix (10) jours de négociation à offrir :

- aux actionnaires de la Société, la possibilité d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait en contrepartie d'une somme en numéraire de 180 euros par Action ; et
- aux porteurs d'OCA de la Société, la possibilité d'apporter leurs OCA à l'Offre Publique de Retrait en contrepartie d'une somme en numéraire de 182,52 euros par OCA.

3.2 MODALITES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 234-2, 235-2 et 236-3 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur a déposé le 1er septembre 2026, auprès de l'AMF, le projet d'Offre. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site internet (www.amf-france.org) sous le numéro 226C1436.

La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 22 septembre 2026.

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

L'AMF publiera sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

La note d'information et la note en réponse ainsi visées par l'AMF seront, conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également accessibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et la note en réponse sur le site internet de la Société (www.voyageursdumonde.fr).

Le document relatif aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société (55 rue Sainte-Anne 75002 PARIS), au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également accessible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.voyageursdumonde.fr).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, des communiqués de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents seront publiés au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et seront mis en ligne sur le site de la Société (www.voyageursdumonde.fr).

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

3.3 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE

Du fait des rachats opérés par l'Initiateur depuis le début de la période d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, à la date du Projet de Note en Réponse, le Concert détient directement et indirectement 4.061.292 Actions et 6.859.477 droits de vote représentant 90,48% du capital et 93,20% des droits de vote théoriques de la Société[15/16].

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

- la totalité des Actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, à l'exception :

  (i) des 1.292 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par le Concert en application des dispositions de l'article L. 233-9, I-2° du Code de commerce ; et

[15] Sur la base d'un capital composé, au 31 août 2026, de 4.488.726 actions ordinaires et de 7.359.955 droits de vote théoriques.

[16] Ces chiffres tiennent compte (i) des 3 310 actions de la Société détenues par FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) qui n'avaient pas été identifiées précédemment et (ii) des règles légales d'assimilation.

(ii) des 31.750 Actions Gratuites En Période de Conservation (telles que définies à la Section 3.4 ci-dessous) qui seront assimilées aux Actions détenues par le Concert en application de l'article L. 233-9, I-4° du Code de commerce, l'Initiateur envisageant de proposer un mécanisme de liquidité aux Bénéficiaires, tel que mentionné à la Section 3.4 ci-dessous,

soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions en circulation visées par l'Offre égal à 395.684, représentant 8,82% du capital et 6,35% des droits de vote de la Société ; et

- la totalité des Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert, soit un nombre maximum de 13.385 actions à la date du Projet de Note en Réponse ; et
- la totalité des OCA en circulation non détenues par le Concert, soit 13.201 OCA à la date du Projet de Note en Réponse.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autre que les OCA et les Actions Gratuites En Période d'Acquisition.

3.4 SITUATION DES BENEFICIAIRES D'ACTIONS GRATUITES ET MECANISME DE LIQUIDITE

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions. A la date du projet de Note en Réponse, il existe en son sein :

- 2 400 actions gratuites en période d'acquisition (les « **Actions Gratuites En Période d'Acquisition** ») dont :

  - 1 200 actions susceptibles de faire l'objet d'une attribution définitive le 13 mai 2027, à l'issue de la période d'acquisition et feront ensuite l'objet d'une période de conservation jusqu'au 12 mai 2029 inclus.
  - 1 200 actions susceptibles de faire l'objet d'une attribution définitive le 13 mai 2028, à l'issue de la période d'acquisition et feront ensuite l'objet d'une période de conservation jusqu'au 12 mai 2030 inclus.

- 31 750 actions gratuites en période de conservation (les « **Actions Gratuites En Période de Conservation** ») dont :

  - 15 075 actions gratuites en période de conservation jusqu'au 14 juin 2027 inclus ;
  - 1 600 actions gratuites en période de conservation jusqu'au 12 mai 2028 inclus ;
  - 15 075 actions gratuites en période de conservation jusqu'au 14 juin 2028 inclus.

Les Actions Gratuites En Période d'Acquisition et les Actions Gratuites En Période de Conservation sont dénommées collectivement les « **Actions Gratuites** ».

Les Actions Gratuites sont indisponibles à la date du Projet de Note en Réponse et le demeureront jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

Ainsi, sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition et de cessibilité anticipées prévus par la loi[17], aucune Action Gratuite ne pourra être apportée à l'Offre.

En cas de mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire, les Actions Gratuites faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits ci-dessous seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas visées par ledit Retrait Obligatoire mais seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre des Accords de Liquidité.

L'Initiateur proposera, après le dépôt de l'Offre mais avant son ouverture, à chacun des bénéficiaires d'Actions Gratuites, la conclusion (en présence de la Société) d'accords (le(s) « **Accord(s) de Liquidité** ») comportant des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites afin, selon le cas, de leur permettre de les céder à l'Initiateur ou à ce dernier de les acquérir.

Les principales caractéristiques des Accords de Liquidité sont décrites à la Section 9 (*Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue*).

3.5 INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT LA MISE EN ŒUVRE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE ET LE MAINTIEN DE LA COTATION DE LA SOCIETE A L'ISSUE DE L'OFFRE

L'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre, si les conditions requises par la réglementation sont réunies.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le Concert détient directement et indirectement 4.061.292 Actions et 6.859.477 droits de vote représentant 90,48% du capital et 93,20% des droits de vote théoriques de la Société[18/19].

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société (y compris en tenant compte des actions susceptibles d'être créées du fait de l'exercice des OCA) [20], l'Offre pourra, sur demande de l'Initiateur, être suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions et des OCA non apportées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues par VOYAGEURS DU MONDE et les Actions Gratuites faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité).

Ainsi, conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les Actions et les OCA qui n'auront pas été présentées à l'Offre seraient transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnisation égale au Prix d'Offre, nette de tous frais.

---

[17] En application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

[18] Sur la base d'un capital composé, au 31 août 2026, de 4.488.726 actions ordinaires et de 7.359.955 droits de vote théoriques.

[19] Ces chiffres tiennent compte (i) des 3 310 actions de la Société détenues par FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) qui n'avaient pas été identifiées précédemment et (ii) des règles légales d'assimilation.

[20] Le nombre d'Actions en circulation visées par l'Offre et d'Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues par le Concert ne représente pas plus de 10 % de la somme des Actions existantes de la Société et des Actions de la Société susceptibles d'être créées du fait de l'exercice des OCA. Ainsi, les conditions requises pour le retrait obligatoire sont réunies.

Il est précisé que cette procédure de Retrait Obligatoire entraînerait la radiation des Actions et des OCA du marché Euronext Growth Paris.

Le cas échéant, l'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le cas échéant, un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Les modalités détaillées d'un éventuel Retrait Obligatoire seront présentées dans la Note d'Information.

3.6 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

3.6.1 Apport des actions

(A) Actions existantes

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre Publique de Retrait seront irrévocables.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par Société Générale Securities Services et qui souhaitent les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront soumettre un ordre de vente irrévocable au Prix par Action, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, dans les délais impartis afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif administré ou au porteur, auprès d'un intermédiaire financier– teneur de compte, et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix par Action, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait, sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné.

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

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

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits qui y sont attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

(B) Actions nouvelles issues de la conversion des OCA

Pour toute intention d'apport à l'Offre des Actions nouvelles issues de la conversion des OCA, il est demandé au porteur d'OCA de prendre connaissance du paragraphe ci-dessous et des délais incompressibles relatifs à la demande de conversion des OCA, à l'inscription en compte des Actions nouvelles et l'envoi de l'ordre d'apport des Actions nouvelles à l'Offre par le porteur d'OCA.

Les porteurs d'OCA ont la faculté, jusqu'au septième jour ouvré inclus qui précède la date d'échéance des OCA (9 juillet 2028), d'exercer, à tout moment, leur droit de conversion pour tout ou partie des OCA qu'ils détiennent (le « **Droit de Conversion** »). Le ratio de conversion était fixé, lors de l'émission des OCA, à raison d'une (1) action Voyageurs du Monde pour une (1) OCA. Toutefois, le prix d'acquisition des actions dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (« **OPRA** ») réalisée par la Société en 2024, soit 150 € par action, ayant été supérieur à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse qui ont précédé l'ouverture de l'OPRA (soit 141,9913 €), le ratio de conversion a été porté à 1,014 Action pour 1 OCA en application de l'article R. 228-90 du Code de commerce.

Pour exercer le Droit de Conversion, les porteurs d'OCA devront en faire la demande à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs OCA sont inscrites en compte-titres. Toute demande d'exercice sera irrévocable à compter de sa réception par l'intermédiaire financier concerné.

La date de la demande correspondra au jour ouvré au cours duquel la dernière des conditions (1) et (2) ci-dessous est réalisée, au plus tard à 17h00, heure de Paris ou le jour ouvré suivant si elle est réalisée après 17h00, heure de Paris (la « **Date de la Demande** ») :

1. l'Agent Financier aura reçu la demande d'exercice transmise par l'intermédiaire financier dans les livres duquel les OCA sont inscrites en compte ;
2. les OCA auront été transférées à l'Agent Financier par l'intermédiaire financier concerné.

Toute demande d'exercice du Droit de Conversion parvenue à l'Agent Financier en sa qualité de centralisateur prendra effet à la plus proche des deux dates (une « **Date d'Exercice** ») suivantes :

1. le deuxième jour ouvré suivant la Date de la Demande ;
2. le septième jour ouvré qui précède la date fixée pour le remboursement.

Les porteurs d'OCA recevront livraison des actions au plus tard le deuxième jour ouvré suivant la Date d'Exercice. Les actions nouvelles émises en cas de conversion des OCA seront immédiatement assimilées aux actions existantes de la Société déjà négociées sur le marché de croissance des PME, Euronext Growth à Paris, et négociables, à compter de cette date, sur la même ligne de cotation sous le code ISIN FR0004045847. Il est précisé qu'à chaque demande de conversion, et dans le cas où la Société remettrait des actions nouvelles, l'Agent Financier fera admettre lesdites actions nouvelles en Euroclear France sur un compte de quasi-émission, en attendant la constatation par le Conseil

d'administration de la Société du nombre d'actions nouvelles émises, cela sans impact sur la libre négociation des actions.

L'Agent de Calcul déterminera le nombre d'actions à livrer qui, sous réserve du règlement des rompus, sera égal, pour chaque porteur d'OCA, au produit du Ratio de Conversion en vigueur à la Date d'Exercice tel que déterminé par l'Agent de Calcul par le nombre d'OCA transférées à l'Agent Financier pour lequel le porteur d'OCA a présenté une demande d'exercice.

3.6.2 Apport des OCA

Les caractéristiques des OCA figurent dans le Prospectus approuvé par l'AMF le 15 juin 2021 sous le numéro 21-0224 (le « **Prospectus** »).

Les OCA apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les OCA apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les porteurs d'OCA qui souhaiteraient apporter leurs OCA à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix par OCA en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des porteurs d'OCA vendeurs.

Les ordres de présentation des OCA à l'Offre seront irrévocables.

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

Le transfert de propriété des OCA apportées à l'Offre interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des OCA à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Un porteur d'OCA a donc le choix :

- d'apporter tout ou partie de ses OCA à l'Offre et recevoir le Prix par OCA de 182,52 euros ;
- de convertir tout ou partie de ses OCA et d'apporter les Actions nouvelles issues de la conversion de ses OCA à l'Offre, afin de recevoir le Prix par Action de 180 euros.

3.7 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

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

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Date	Principales étapes de l'Offre
22 septembre 2026	- Dépôt du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.voyageursdumonde.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société
26 octobre 2026	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.voyageursdumonde.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
26 octobre 2026	- Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.voyageursdumonde.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par l'Initiateur et par la Société des communiqués de mise à disposition de la note d'information visée, de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société
27 octobre 2026	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
28 octobre 2026	- Ouverture de l'Offre
10 novembre 2026	- Clôture de l'Offre

Date	Principales étapes de l'Offre
13 novembre 2026	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
Semaine du 30 novembre 2026	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions et OCA de du marché Euronext Growth.

3.8 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

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

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

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

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

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

L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information ou le Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence ou se trouvant aux Etats-Unis ou « *US*

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

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

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

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

4.1 COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de 14 administrateurs (dont 2 administrateurs représentant les salariés), et assisté de 5 censeurs, comme suit :

- Monsieur Jean-François RIAL, Président Directeur Général ;
- Monsieur Alain CAPESTAN, Directeur Général Délégué et administrateur ;
- Monsieur Lionel HABASQUE, Directeur Général Délégué et administrateur ;
- Monsieur Frédéric MOULIN, Directeur Général Délégué et administrateur ;
- Monsieur Loïc MINVIELLE, Directeur Général Délégué et administrateur ;
- Madame Annie FERTON, administratrice indépendante ;
- Monsieur Philippe CHEREQUE, administrateur ;
- Monsieur Philippe GRANGEON, administrateur indépendant ;
- Madame Constance BENQUE, administratrice indépendante ;
- Madame Nathalie BELLOIR, administratrice ;

- CREDIT MUTUEL EQUITY SCR représentée par Madame Caroline GIRAL-DEPPEN, administrateur ;
- AVANTAGE représentée par Madame Emeline BORDIER, administrateur ;
- Madame Isabelle ZEARO, administratrice représentant les salariés ;
- Monsieur Alexandre THERY, administrateur représentant les salariés ;
- MONTEFIORE INVESTMENT S.A.S. représentée par Madame Téodora ALAVOIDOV, censeur ;
- BNP PARIBAS DEVELOPPEMENT SA représentée par Monsieur Jean-Charles MOULIN, censeur ;
- CREDIT MUTUEL EQUITY S.A. représentée par Madame Christine DUBUS, censeur ;
- BPIFRANCE INVESTISSEMENT S.A.S représentée par Monsieur Serge MESGUICH, censeur ;
- Monsieur Jacques MAILLOT, censeur.

4.2 RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de sa première réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration de la Société a pris acte de la signature du Protocole Concertant entre les Fondateurs et les Investisseurs de la Société, ainsi que du projet d'Offre.

A l'occasion de cette réunion, le Conseil d'administration a constitué un Comité d'Offre composé de Monsieur Alain Capestan, Madame Marie-Emeline Bordier et Madame Caroline Giral-Deppen, ayant pour attributions de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, de superviser le suivi de ses travaux et de préparer un projet d'avis motivé.

Le même jour, le Comité d'Offre s'est réuni et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, la désignation du cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) en qualité d'expert indépendant, après examen de son indépendance, de sa compétence et de son expérience notamment dans le secteur du tourisme.

Lors de sa seconde réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration a procédé à la nomination conditionnelle de l'expert indépendant, le cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) (l'« Expert Indépendant »), sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF. L'AMF a déclaré le 7 juillet 2026 ne pas s'opposer à cette nomination qui est ainsi devenue définitive.

La constitution du Comité d'Offre et la désignation de l'Expert Indépendant ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 7 juillet 2026, concomitamment à l'annonce du projet d'Offre par l'Initiateur.

Lors de sa réunion du 21 septembre 2026, les membres du Conseil d'administration :

- ont pris connaissance des principales caractéristiques du projet d'Offre publiées dans le Projet de Note d'Information déposé par Avantage le 1er septembre 2026 ;
- ont pris connaissance des conclusions de l'Expert Indépendant et des travaux du Comité d'Offre ;
- ont pris connaissance de l'avis du Comité Social et Economique ;
- sur recommandation du Comité d'Offre, ont émis un avis favorable sur le projet d'Offre.

4.3 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 21 septembre 2026, sous la présidence de Monsieur Alain CAPESTAN, Vice-président du Conseil et Directeur Général Délégué, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires, les porteurs d'OCA et ses salariés.

Monsieur Jean-François RIAL, Président Directeur Général, absent, a donné pouvoir à Monsieur Alain CAPESTAN à l'effet de le représenter lors de cette réunion. Monsieur Alexandre THERY, administrateur représentant les salariés était absent et excusé. .

L'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires, les porteurs d'OCA et ses salariés, a été adopté à l'unanimité des membres présents ou représentés.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

« *Le Président rappelle aux membres du Conseil qu'ils ont été convoqués aujourd'hui afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait initié par la société Avantage sur les titres de la Société (l'« Offre »), et de rendre un avis motivé sur cette Offre en application de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.*

Il rappelle qu'ont été mis à la disposition de chacun des membres du Conseil, préalablement à cette réunion :

- *Le projet de note d'information déposé par Avantage auprès de l'AMF le 1er septembre 2026 contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre ;*
- *Le projet de note en réponse qui sera, le cas échéant, déposé auprès de l'AMF après son approbation par le présent Conseil, étant précisé que le dépôt dudit projet sera suivi de la diffusion d'un communiqué de presse reprenant les principales caractéristiques du projet de note en réponse ;*
- *Le rapport du cabinet CROWE HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, agissant en qualité d'Expert Indépendant, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;*
- *Le projet d'avis motivé préparé par le Comité d'Offre sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires, les porteurs d'OCA et ses salariés, conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF.*

1. Présentation de l'Offre

Il est rappelé qu'en application des articles 234-2, 235-2 et 236-3 du règlement général de l'AMF, la société AVANTAGE, société anonyme au capital de 309 356 241,75 euros, dont le siège social est situé 55, rue Sainte-Anne 75002 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842 463 127 (« AVANTAGE » ou l' « Initiateur »), agissant de concert avec les actionnaires fondateurs[21] (les « Fondateurs ») et les investisseurs institutionnels[22] (les « Investisseurs ») de la Société, a proposé de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires ainsi qu'aux titulaires

[21] Messieurs Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Frédéric Moulin, Loïc Minvielle, et leurs sociétés respectives.

[22] BNP Paribas Développement, Montefiore, Crédit Mutuel Equity, Kairos Alpha, Bpifrance, Certares.

d'obligations convertibles en actions (les « OCA »), de la Société, d'acquérir en numéraire, dans le cadre d'une offre publique de retrait :

- *La totalité de leurs actions en circulation ou à émettre (les « Actions ») non détenues par le Concert, au prix unitaire de 180 euros par Action, et*
- *la totalité de leurs OCA non détenues par le Concert au prix unitaire de 182,52 euros par OCA.*

Cette Offre a été déposée par Avantage pour le compte de l'ensemble des membres du Concert, auprès de l'AMF le 1er septembre 2026.

Elle fait suite à la signature, le 6 juillet 2026, d'un protocole concertant pour acquérir le solde du capital de Voyageurs du Monde entre les Fondateurs et les Investisseurs de la Société (ensemble le « Concert »). Cette mise en concert a fait franchir, à la hausse, aux Investisseurs, de concert avec Avantage et les Fondateurs, le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

En conséquence, AVANTAGE s'est engagé à déposer auprès de l'AMF, au nom et pour le compte du Concert, un projet d'offre publique, à caractère obligatoire, sous la procédure simplifiée portant sur les Actions et les OCA de VOYAGEURS DU MONDE.

Le 6 juillet 2026, Avantage a également annoncé avoir conclu un accord en vue de l'acquisition auprès de la société AMIRAL GESTION, d'un bloc de 73.969 actions représentant 1,65% du capital et 1% des droits de vote de VOYAGEURS DU MONDE au moment de ladite acquisition, au prix de l'Offre.

A l'issue de l'acquisition du bloc, le Concert détenait, directement et indirectement, 86,60% du capital et 90,67% des droits de vote de la Société[23].

L'Initiateur et les membres du Concert ont déclaré concomitamment au franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote, avoir franchi à la hausse et de concert, le seuil de 90% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, suite à l'apport de 1 012 234 actions VOYAGEURS DU MONDE par les sociétés Certares, Crédit Mutuel Equity SCR et FPS France Investissement Tourisme 2 au profit de la société Avantage intervenu le 24 juillet 2026, Avantage a franchi individuellement en hausse, le seuil de 90% des droits de vote et détenait individuellement 86,44% du capital et 90,52% des droits de vote de Voyageurs du Monde.

Les conditions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF étant réunies, Avantage a déposé auprès de l'AMF, le 1er septembre 2026 un projet d'Offre Publique, à caractère obligatoire, sous la forme d'une offre de retrait, selon la procédure simplifiée. Par ailleurs, suite à l'acquisition de 170 997 actions VOYAGEURS DU MONDE, intervenue le 3 septembre 2026, Avantage et les membres du Concert ont déclaré avoir franchi, à cette date, à la hausse, le seuil de 90% du capital et détenir 90,40% du capital et 93,16% des droits de vote de la Société[24].

[23] Il est apparu depuis que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3 310 actions et droits de vote qui n'avaient pas été identifiés précédemment. Ainsi, la participation du Concert s'élevait à cette date à un total de 3 890 631 actions représentant 6 688 480 droits de vote soit 86,68 % des actions et 90,72% des droits de vote

[24] Depuis la déclaration de franchissement de seuils du 7 septembre 2026, il est apparu que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3 310 actions et droits de vote qui n'avaient pas été identifiés précédemment.

A ce jour, le Concert détient directement et indirectement 4.061.292 Actions et 6.859.477 droits de vote représentant 90,48% du capital et 93,20% des droits de vote théoriques de la Société[25/26], étant précisé que l'Initiateur détient à lui seul 4 051 012 actions et 6 844 824 droits de vote soit 90,25% du capital et 93% des droits de vote.

Concernant l'Offre proprement dite, il est précisé que :

- *L'Offre vise :*
    - *la totalité des actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, à l'exception (i) des 1 292 actions auto-détenues et (ii) des 31 750 actions gratuites en période de conservation qui seront assimilées aux actions détenues par le Concert en application de l'article L. 233-9, I-4° du Code de commerce, soit un nombre total maximum d'actions en circulation visées par l'Offre égal à 395.684, représentant 8,82% du capital et 6,35% des droits de vote de la Société ; et*
    - *la totalité des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de la conversion des OCA non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, soit un maximum de 13 385 au jour du dépôt de l'Offre ; et*
    - *la totalité des OCA en circulation non détenues, directement ou indirectement, par le Concert soit un maximum de 13.201 OCA au jour du dépôt de l'Offre.*
- *Le prix de l'Offre sera de 180 euros par action et de 182,52 euros par OCA.*
- *Avantage a indiqué dans son projet de note d'information avoir l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, dont les conditions requises par la règlementation sont désormais réunies.*
- *La réalisation de l'Offre est subordonnée à la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF qui devrait être soumise au collège du 26 octobre 2026.*

2. Rappels sur la constitution du Comité d'Offre et la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que :

- *Lors de sa première réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration de la Société a pris acte de la signature du protocole concertant et du projet d'Offre publique de retrait initiée par Avantage.*

Ainsi, la participation du Concert s'élevait à un total de 4 061 292 actions représentant 6 859 477 droits de vote soit 90,48 % du capital et 93,20% des droits de vote (en tenant compte des règles légales d'assimilation)

[25] Sur la base d'un capital composé, au 31 août 2026, de 4.488.726 actions ordinaires et de 7.359.955 droits de vote théoriques.

[26] Ces chiffres tiennent compte des 3 310 actions de la Société détenues par FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) qui n'avaient pas été identifiées précédemment, ainsi que des règles légales d'assimilation.

- *A l'occasion de cette réunion, le Conseil d'administration a constitué un Comité d'Offre composé de Monsieur Alain Capestan, Madame Marie-Emeline Bordier et Madame Caroline Giral-Deppen, ayant pour attributions de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, de superviser le suivi de ses travaux et de préparer un projet d'avis motivé pour le Conseil.*

- *Le même jour, le Comité d'Offre s'est réuni et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, la désignation du cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) en qualité d'expert indépendant, après examen de son indépendance, de sa compétence et de son expérience notamment dans le secteur du tourisme.*

  Le Comité d'Offre n'étant pas constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, le nom de l'expert indépendant pressenti dans le cadre de l'offre publique a été soumis pour validation à l'AMF en application de l'article 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

- *Lors de sa seconde réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration a procédé à la nomination conditionnelle de l'expert indépendant, le cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) (l' « Expert Indépendant »), sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF. L'AMF a déclaré le 7 juillet 2026 ne pas s'opposer à cette nomination qui est ainsi devenue définitive.*

- *Depuis sa désignation, le cabinet CROWE HAF, représenté par Olivier Grivillers, a échangé avec les membres du Comité d'Offre.*

  Ces derniers se sont notamment assurés que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

  Le Comité a relevé que ce dernier avait eu accès, dans le cadre de sa mission au Plan d'Affaires à cinq ans, couvrant la période 2026-2030, élaboré selon une approche bottom-up et approuvé par le conseil d'administration de la Société le 7 juillet 2026.

  Les membres du Comité d'offre n'ont pas été informés et n'ont pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

- *Les membres du Comité d'Offre ont constaté qu'aucune observation écrite n'avait été adressée par des actionnaires à la Société ni à l'Expert Indépendant, ni transmise par l'AMF à ce dernier, depuis l'annonce du projet d'Offre par Avantage le 6 juillet 2026.*

- *Le 14 septembre 2026, l'Expert Indépendant a remis à la Société un premier projet de rapport concluant au caractère équitable, d'un point de vue financier, de l'Offre publique de retrait déposé par Avantage.*

- *Le 17 septembre 2026, le Comité d'Offre s'est réuni afin de prendre connaissance du projet de rapport de l'Expert Indépendant concluant au caractère équitable, d'un point de vue financier, de l'Offre publique de retrait déposée par Avantage et de finaliser le projet d'avis motivé au Conseil d'administration.*

- *Le 21 septembre 2026, l'Expert Indépendant a remis à la Société son rapport définitif concluant au caractère équitable, d'un point de vue financier, de l'Offre publique de retrait déposée par Avantage.*

3. *Rapport de l'Expert Indépendant*

Le Conseil d'administration prend connaissance du rapport définitif signé du cabinet CROWE HAF en date du 21 septembre 2026, établi sous la supervision du Comité d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, qui conclut à l'équité du prix proposé aux actionnaires et aux porteurs d'OCA qui apporteraient à l'Offre publique de retrait initiée par Avantage.

Le Président résume les travaux et constats de l'Expert Indépendant et présente l'attestation d'équité en conclusion du rapport.

Le Conseil constate que Monsieur Olivier Grivillers, représentant l'Expert Indépendant, conclut son projet de rapport dans les termes suivants :

« Les tableaux ci-dessous présentent l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et font ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix d'Offre de 180,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Référence aux transactions récentes		180,0 €		180,00 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	162,4 €	170,0 €	178,7 €	163,92 €	9,8%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 6 juillet 2026)		145,50 €		145,50 €	23,7%
Cours moyen pondéré 20 jours*		141,28 €		138,24 €	30,2%
Cours moyen pondéré 60 jours*		141,49 €		135,81 €	32,5%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		143,95 €		137,63 €	30,8%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		149,50 €		143,09 €	25,8%
*Cours moyen pondéré 240 jours**		153,08 €		n.a.	n.a
*Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a.		147,12 €	22,3%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers	83,4 €	94,6 €	109,7 €	158,01 €	13,9%
Méthodes écartées :					
Actif Net Comptable		51,8 €		44,67 €	303,0%
Références aux cours cibles	176,8 €	n.a.	183,5 €	176,80 €	1,8%

n.a. : non applicable
**calcul des cours moyen pondérés au 06/07/2026*

en €/OCA	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix d'Offre de 182,52€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues :					
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 6 juillet 2026)		130,02 €		130,02 €	40,4%
Cours moyen pondéré 20 jours*		n.a.		130,02 €	40,4%
Cours moyen pondéré 60 jours*		n.a.		130,02 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		n.a.		130,02 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		n.a.		138,65 €	31,6%
*Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a.		142,82 €	27,8%
Référence au remboursement au pair		n.a.		85,00 €	114,7%
Référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus		n.a.		85,36 €	113,8%
Valeur théorique de l'OCA		147,54 €		147,54 €	23,7%
Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action					
Référence aux transactions récentes		n.a.		182,52 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés		n.a.		166,22 €	9,8%
Référence au cours de bourse					
*Cours moyen pondéré 20 jours***		n.a.		137,71 €	32,5%
*Cours moyen pondéré 60 jours***		n.a.		140,18 €	30,2%
Méthode des comparables boursiers		n.a.		160,22 €	13,9%

n.a. : non applicable
***calcul des cours moyen pondérés au 06/07/2026*

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le Concert détient directement, indirectement et par assimilation 3.886.985 actions au capital de la Société, notamment à la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc Amiral en juillet 2026, étant précisé qu'un apport de titres de la Société à l'Initiateur par une partie des Investisseurs a également été réalisée au cours du même mois (cet apport n'ayant aucune incidence sur la détention du capital de la Société par le Concert), soit 86,59% de son capital et 90,83% de ses droits de vote théoriques.

Le 6 juillet 2026, après clôture des marchés financiers, l'Initiateur a fait connaître au marché son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, visant à acquérir l'intégralité des actions et OCA de la Société non détenues directement ou indirectement par le Concert, soit 569.991 actions et 13.201 OCA, représentant en cas de conversion un nombre maximum d'actions supplémentaires visées par l'Offre égal à 13.385. Le franchissement du seuil des 90,00% des droits de vote théoriques de la Société par le Concert a entraîné le dépôt d'une Offre Publique de Retrait, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, auprès de l'AMF.

Le dépôt de l'Offre fait suite à la mise en concert entre les Fondateurs, les Investisseurs, et indirectement l'Initiateur en raison de la signature du Protocole d'Accord, qui entrainé la constatation du franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, et revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En date du 7 septembre 2026, le Concert a déclaré auprès de l'AMF avoir franchi à la hausse le seuil de 90% du capital de la Société, et détenir, directement, indirectement et par assimilation, 4.057.982 actions de la Société, représentant 90,40% de son capital et 93,16% de ses droits de vote théoriques.

A l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions et les OCA non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 180,00€ par action, égale au Prix d'Offre Action, et de 182,52€ par OCA, égale au prix d'Offre OCA. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Voyageurs du Monde du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

Les actionnaires et porteurs d'OCA ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leurs actions et OCA, respectivement au Prix d'Offre Action et au Prix d'Offre OCA, ou bien de se faire indemniser aux mêmes prix (net de tous frais) dans le cadre de la mise en œuvre par l'Initiateur du Retrait Obligatoire.

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

- *de 180,00€ pour la référence aux transaction récentes intervenues sur le capital de la Société (méthode retenue à titre principal) ;*
- *de 163,92€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;*
- *comprises entre 135,81€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 138,24€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;*
- *de 158,01€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif).*

Le prix offert de 180,00€ par action dans le cadre de l'Offre :

- *est égal à la valeur ressortant de la référence aux transaction récentes intervenues sur le capital de la Société ;*
- *présente une prime de 9,8% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *présente une prime comprise entre 30,2% et 32,5% sur la référence au cours de bourse ;*
- *présente une prime de 13,9% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.*

Notre analyse de la valeur de l'OCA de la Société fait ressortir des valeurs :

- *de 130,02€ (cours moyen pondéré 20 jours et 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse de l'OCA ;*
- *de 85,00€ pour la référence au remboursement au pair ;*
- *de 85,36€ pour la référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus ;*
- *de 147,54€ pour l'évaluation théorique (modèle optionnel - au cas d'espèce le modèle binomial) ;*
- *comprises entre 137,71€ (cours moyen pondéré 60 jours de l'action) et 182,52€ (référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société) par analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.*

Le prix offert de 182,52€ par OCA dans le cadre de l'Offre :

- *présente une prime de 40,4% sur la référence au cours de bourse de l'OCA ;*
- *présente une prime de 114,7% sur la référence au remboursement au pair ;*
- *présente une prime de 113,8% sur la référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus ;*
- *présente une prime de 23,7% sur la valeur ressortant de l'évaluation théorique ;*

- *présente une prime comprise entre 0,0% et 32,5% sur l'analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.*

L'examen des éléments connexes à l'Offre, à savoir le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral, le contrat d'Apport, le règlement général du FCPE Voyageurs du Monde, le Protocole d'Accord, le Pacte d'actionnaires en vigueur, et le mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites, nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires et pour les porteurs d'OCA de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal aux prix constatés lors des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, étant rappelé qu'un prix de 180,00€ par action correspond par transparence à un prix de 182,52€ par OCA au regard de leurs caractéristiques, et présentant des primes sur l'ensemble des méthodes d'évaluation mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, proposant un prix de 180,00€ par action et de 182,52€ par OCA Voyageurs du Monde, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires et pour les porteurs d'OCA de la société Voyageurs du Monde. »

Ce rapport complet est annexé au procès-verbal de la présente réunion.

4. ***Observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions de l'instruction 2006-07 de l'AMF***

Le Président indique que depuis le dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur le 1er septembre 2026, la Société n'a reçu aucune observation écrite de la part d'actionnaires.

Il précise également que l'Expert Indépendant n'en a pas reçu et que l'AMF n'en a transmis ni à ce dernier ni à la Société.

5. ***Constatations et recommandations du Comité d'Offre***

Le Président du Comité d'Offre indique que lors de sa réunion du 17 septembre 2026, le Comité d'Offre a pris connaissance du projet de rapport de l'Expert Indépendant.

Au regard de ce rapport, le Comité d'Offre a finalisé son projet d'avis motivé au Conseil d'administration. Il en communique les termes aux membres du Conseil.

Sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité d'Offre :

- *Relève que l'Offre n'affecterait pas la politique commerciale et financière de la Société ;*
- *A pris note des intentions formulées par l'Initiateur dans son projet de note d'information, aux termes duquel il a indiqué :*

- *Avoir l'intention de poursuivre le développement de VOYAGEURS DU MONDE en s'appuyant sur les dirigeants actuels, qui continueront de définir et de mettre en œuvre la stratégie industrielle, commerciale et financière du groupe ;*

- *Avoir l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dont les conditions sont désormais réunies, étant précisé que cette radiation de la cote permettrait d'alléger les contraintes réglementaires et les coûts induits par la cotation de la Société ;*

- *Ne pas envisager de procéder, dans les douze mois suivant la clôture de l'Offre, à une fusion de la Société avec l'une des entités de son groupe, ni à sa dissolution ;*

- *Se réserver la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, étant précisé que toute modification de la politique de distribution de dividendes de la Société serait déterminée en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales*

- *Indique avoir porté une attention particulière aux conséquences de la ou des distributions exceptionnelles d'un montant maximum de 105 000 000 € envisagée(s) par l'Initiateur en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire. Il relève que l'Initiateur a indiqué dans son projet de note d'information que le montant de cette ou ces distributions exceptionnelles serai(en)t en tout état de cause déterminé de telle sorte que VOYAGEURS DU MONDE conserve une structure financière saine lui offrant les marges de manœuvre nécessaires pour financer son développement. Au regard de la structure financière actuelle du groupe et des financements bancaires mobilisables, le Comité note que la politique de dividende envisagée est en ligne avec la stratégie et les perspectives de la Société.*

En conséquence, le Comité d'Offre est d'avis que l'Offre présente un intérêt certain pour la Société.

<u>Sur l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires et les porteurs d'OCA de la Société, le Comité d'Offre :</u>

- *Relève que l'Offre permet aux actionnaires et aux porteurs d'OCA qui le souhaitent d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions et/ou de leurs OCA.*

- *Constate que :*

  - *le prix par action extériorise une prime de 23,7% par rapport au cours de clôture du 6 juillet 2026 et de 27,2% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes des cours des 60 jours précédant le 6 juillet 2026 (annonce de l'Offre).*

  - *le prix par OCA extériorise une prime de 40,4% par rapport au cours de clôture du 6 juillet 2026 et à la moyenne pondérée par les volumes des cours des 60 jours précédant le 6 juillet 2026.*

- *A pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre formulés par l'établissement présentateur et présentés dans le projet de note d'information ;*

- *A examiné le rapport de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires et les porteurs d'OCA de la Société, et qui a notamment constaté que :*

    - *Le prix offert de 180,00€ par action dans le cadre de l'Offre :*
        - *est égal à la valeur ressortant de la référence aux transaction récentes intervenues sur le capital de la Société ;*
        - *présente une prime de 9,8% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
        - *présente une prime comprise entre 30,2% et 32,5% sur la référence au cours de bourse ;*
        - *présente une prime de 13,9% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.*

    - *Le prix offert de 182,52€ par OCA dans le cadre de l'Offre :*
        - *présente une prime de 40,4% sur la référence au cours de bourse de l'OCA ;*
        - *présente une prime de 114,7% sur la référence au remboursement au pair ;*
        - *présente une prime de 113,8% sur la référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus ;*
        - *présente une prime de 23,7% sur la valeur ressortant de l'évaluation théorique ;*
        - *présente une prime comprise entre 0,0% et 32,5% sur l'analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.*

En conséquence, le Comité d'Offre est d'avis que l'Offre présente un intérêt certain pour les actionnaires et les porteurs d'OCA de la Société.

<u>Sur l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité d'Offre</u> :

- *Prend acte que l'Initiateur a indiqué dans son projet de note d'information que l'Offre sera sans incidence particulière, ni sur les effectifs de la Société, ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.*

- *Relève que le Comité Social et Economique a été informé et consulté sur le projet d'Offre et a émis, à cet égard, un avis favorable à l'unanimité des membres présents lors de sa réunion du 7 septembre 2026.*

En conséquence, le Comité d'Offre est d'avis que l'Offre est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence spécifique en matière d'emploi.

Au vu de ce qui précède et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant, le Comité d'Offre considère que l'Offre est dans l'intérêt des actionnaires et des porteurs d'OCA, de la Société et de ses salariés.

6. Avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment :

- *Du projet de note d'information déposée par Avantage incluant :*
  - *les termes et conditions du projet d'Offre,*
  - *les objectifs et intentions de l'Initiateur,*
  - *les éléments de valorisation préparés par PORTZAMPARC, tels que figurant dans le projet de note d'information,*
- *Des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant,*
- *De l'avis favorable du Comité Social et Economique,*
- *Des conclusions et du projet d'avis motivé du Comité d'Offre*

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre et des intentions de l'Initiateur sur les douze mois à venir, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- ***CONSTATE** que :*
  - *Le Projet d'Offre publique de retrait fait suite à la signature, le 6 juillet 2026, d'un protocole concertant entre les Fondateurs et les Investisseurs de la Société, ayant fait franchir les Investisseurs, de concert avec l'Initiateur et les Fondateurs, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de VOYAGEURS DU MONDE.*
  - *L'Initiateur détenant plus de 90% des droits de vote au jour du dépôt du projet d'Offre, le projet d'Offre à caractère obligatoire, a été déposé sous la procédure simplifiée et sous la forme d'une offre de retrait.*
  - *L'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre dont les conditions sont désormais réunies dans la mesure où il détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.*
  - *L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité de la Société et Avantage a confirmé son intention de poursuivre le développement de VOYAGEURS DU MONDE en s'appuyant sur les dirigeants actuels.*

A l'unanimité de ses membres présents ou représentés, et sur recommandation du Comité d'Offre :

- ***PREND ACTE** :*
  - *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information ;*
  - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information ;*
  - *des conclusions de l'Expert Indépendant considérant, au terme d'une analyse multicritères en vue de l'évaluation de la Société, que le prix d'offre de 180 euros par action et de 182,52 euros par obligation convertible en action, est équitable d'un point*

de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCA de VOYAGEURS DU MONDE ;

- ***DECIDE** de reprendre à son compte les conclusions du Comité d'Offre en date du 17 septembre 2026 et notamment le fait que l'Offre est dans l'intérêt des actionnaires, des porteurs d'OCA et de la Société et sans conséquence pour les salariés de la Société.*

Ainsi, le Conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, est d'avis que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCA et de ses salariés, et en conséquence :

- ***DECIDE** que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires et les porteurs d'OCA de la Société et qu'elles constituent une opportunité de cession à des conditions satisfaisantes pour les actionnaires minoritaires ou porteurs d'OCA souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale ;*

- ***EMET** un avis favorable sur le projet d'Offre ;*

- ***RECOMMANDE** aux actionnaires et aux porteurs d'OCA désireux de profiter de l'opportunité de liquidité permis par le projet d'Offre, d'apporter leurs titres à l'Offre ;*

- ***PREND ACTE** que les actions auto-détenues par la Société et que les actions gratuites en période de conservation ne sont pas visées par l'Offre et confirme, en tant que de besoin, que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre ;*

Cet avis a été pris à l'unanimité des membres du Conseil présents ou représentés. Il est conforme au projet proposé par le Comité d'Offre.

Il est précisé qu'aucun membre n'a demandé qu'il soit fait état d'une position particulière. »

5 AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

En application des dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, il a été procédé à l'information du Comité Social et Economique, lequel a en outre été consulté.

Le Comité Social et Economique a rendu un avis favorable au projet, à l'unanimité des membres présents lors de sa réunion du 7 septembre 2026.

6 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Bien que leurs titres ne soient pas visés par l'Offre, les administrateurs suivants (ayant la qualité de Fondateur ou d'Investisseur) ont annoncé leur intention de céder à Avantage leurs titres pendant la durée de l'Offre :

- Monsieur Jean-François RIAL
- Monsieur Alain CAPESTAN
- Monsieur Lionel HABASQUE
- Monsieur Frédéric MOULIN
- Monsieur Loïc MINVIELLE
- MONTEFIORE INVESTMENT S.A.S

Il est précisé que CREDIT MUTUEL EQUITY SCR (Investisseur) a d'ores et déjà apporté à Avantage les actions Voyageurs du Monde qu'il détenait dans le cadre des Apports.

En outre, les autres administrateurs qui détiennent une participation dans la Société ont faire part de leur intention de l'apporter en intégralité à l'Offre selon les modalités suivantes :

Nom	**Fonction**	**Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé[27]**	**Intention d'apport à l'Offre**
Mme Annie FERTON	Administratrice indépendante	1 action	1 action
Mme Constance BENQUE	Administratrice indépendante	109 actions	109 actions
Mme Nathalie BELLOIR	Administratrice	4.310 actions	4.310 actions
Mme Isabelle ZEARO	Administratrice représentant les salariés	1.400 actions	1.400 actions

Enfin, il est précisé que Messieurs Philippe CHEREQUE, Philippe GRANGEON et Alexandre THERY ne détiennent aucun titre de la Société.

7 INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 1.292 de ses propres actions.

Dans sa séance du 21 septembre 2026, le Conseil d'administration a pris acte que les actions auto-détenues n'étaient pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que les actions auto-détenues ne seraient pas apportées à l'Offre.

8 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 7 juillet 2026, le Conseil d'administration de la Société a désigné, sur proposition du Comité d'Offre, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'Expert

[27] Aucun administrateur ne détient d'OCA.

Indépendant en application de l'article 261-1, I-1° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 21 septembre 2026, est reproduit dans son intégralité en Annexe et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

9 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INFLUENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSU

9.1 LE PROTOCOLE CONCERTANT

Comme énoncé à la Section 2.1 ci-dessus, les Fondateurs et les Investisseurs ont conclu un Protocole Concertant le 6 juillet 2026 dont les principales caractéristiques et étapes sont présentées ci-dessous.

Avenant au Pacte d'actionnaires permettant la réalisation des étapes suivantes du Protocole Concertant

Les Fondateurs et les Investisseurs ont conclu entre eux, en leur qualité d'actionnaires de l'Initiateur, un pacte d'actionnaires en date du 30 avril 2021, modifié par un avenant du 21 juillet 2021 et un avenant n°2 du 14 mars 2025 (le « **Pacte** »).

Les dispositions du Pacte ne permettant pas la mise en œuvre et la réalisation des opérations prévues par le Protocole Concertant, en particulier en ce qui concerne ses dispositions relatives aux transferts d'actions de l'Initiateur ou de VOYAGEURS DU MONDE et à la liquidité de la participation des actionnaires de l'Initiateur, les parties ont conclu un avenant n°3 au Pacte qui inclut notamment la reconnaissance de l'action de concert et la renonciation à certaines stipulations du Pacte pour les seuls besoins de la mise en œuvre des opérations prévues par le Protocole Concertant.

Cet avenant a vocation à être temporaire. En l'absence de mise en œuvre du retrait obligatoire ou du Mécanisme de Désengagement Capitalistique mentionné ci-dessous, le Pacte reprendra ses pleins effets. En revanche, en cas de mise en œuvre des différentes étapes prévues par le Protocole Concertant décrites ci-après, un nouveau pacte devra être conclu entre les Parties (cf. infra).

Apport à l'Initiateur des Actions détenues par les principaux Investisseurs

Le Protocole Concertant prévoit l'apport par les principaux Investisseurs[28] des Actions qu'ils détiennent en direct dans la Société, soit 1.012.234 Actions, à l'Initiateur, sur la base d'une valorisation égale au Prix de l'Offre.

Cet apport, rémunéré par l'émission d'actions de préférence de l'Initiateur, privées de droit de vote, a été réalisé le 24 juillet 2026[29]. Concomitamment certaines actions de préférence ont été converties en actions ordinaires et réciproquement.

[28] Crédit Mutuel Equity, Bpifrance, Certares

[29] Il est apparu depuis que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3 310 actions et droits de vote de la Société qui n'avaient pas été identifiés précédemment et qui n'ont donc pas été apportées à Avantage

A l'issue de cet apport et de ces conversions, les Fondateurs conservent le contrôle de l'Initiateur et détiennent 17,32% du capital et 51,18% des droits de vote de l'Initiateur [30].

A l'issue de cet apport, l'Initiateur détient, directement, 3.880.015 Actions et 6.673.827 droits de vote représentant 86,44% du capital et 90,52% des droits de vote de la Société.

Lancement de l'Offre

Le Protocole Concertant prévoit le dépôt par AVANTAGE, au nom et pour le compte de l'ensemble du Concert, d'une offre publique à caractère obligatoire, portant sur les Actions et les OCA, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire si les conditions de mise en œuvre sont réunies, et de la radiation de ces titres du marché Euronext Growth.

Dans ce cadre, chacune des parties au Protocole s'est engagée à tout mettre en œuvre pour contribuer au succès de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire.

Mécanisme de Désengagement Capitalistique au niveau d'AVANTAGE et conversion des actions de préférence de l'Initiateur

Dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire, un Mécanisme de Désengagement Capitalistique serait mis en place au niveau de l'Initiateur par voie de réduction de capital non motivée par des pertes via un rachat par l'Initiateur de ses propres actions auprès des Fondateurs et de certains Investisseurs[31]et une annulation des actions propres ainsi rachetées, afin de permettre notamment le désengagement ou le retrait de certains actionnaires.

Les opérations de rachat d'actions par l'Initiateur suivies de leur annulation seraient réalisées sur la base d'un prix déterminé en fonction notamment du Prix de l'Offre, ajusté au regard d'éléments objectifs[32] visant à prendre en considération l'évolution de la situation de l'Initiateur et d'adapter sa valorisation en conséquence.

A l'issue des opérations de rachat et d'annulation dans le cadre du Mécanisme de Désengagement Capitalistique, la quasi-totalité des actions de préférence émises par l'Initiateur seraient converties en actions ordinaires.

Ainsi, CERTARES détiendrait au terme de ces opérations, si elles se réalisent, 51,72% du capital et 49,37% des droits de vote de l'Initiateur. Les autres Investisseurs représenteraient 40,74% du capital et 42,72% des droits de vote de l'Initiateur. Les Fondateurs perdraient le contrôle de l'Initiateur et détiendraient 7,54% du capital et 7,91% des droits de vote de l'Initiateur.

Nouveau Pacte

Il est prévu entre les actionnaires concertistes la conclusion d'un nouveau pacte d'actionnaires, ayant vocation à s'appliquer à l'issue des opérations susvisées, à l'effet de régir leurs relations dans la Société devenue non cotée. Ce nouveau pacte prévoira des dispositions relatives à la gouvernance, c'est-à-dire à la recomposition du Conseil d'administration de la Société devenue non cotée afin de refléter l'évolution de l'actionnariat (étant précisé, en termes de gouvernance exécutive et de continuité managériale, que Monsieur Jean-François RIAL continuera d'assurer la Présidence du Conseil d'administration de la Société et demeurera Directeur Général, et que Messieurs Alain CAPESTAN et

[30] Pour mémoire, les Fondateurs détenaient 23,39% du capital et 61,37 % des droits de vote de l'Initiateur au jour de la signature du Protocole Concertant.

[31] BNPP, Bpifrance, Kairos, Montefiore

[32] Impact sur les disponibilités de l'Initiateur du financement bancaire lié aux opérations prévues dans le cadre du Protocole concertant, des charges d'exploitation de 2026, de honoraires et frais de conseil

Lionel HABASQUE demeureront Directeurs Généraux Délégués). Ce nouveau pacte prévoira par ailleurs des mécanismes habituels de liquidité.

Il se substituerait au Pacte.

9.2 MECANISMES DE LIQUIDITE AU PROFIT DES TITULAIRES D'ACTIONS GRATUITES

L'Initiateur proposera, après le dépôt de l'Offre mais avant son ouverture, à chacun des bénéficiaires d'Actions Gratuites, la conclusion (en présence de la Société) d'accords (le(s) « **Accord(s) de Liquidité** ») comportant des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites afin, selon le cas, de leur permettre de les céder à l'Initiateur ou à ce dernier de les acquérir.

En vertu des Accords de Liquidité :

- l'Initiateur consentira à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites une promesse d'achat exerçable pendant une période de 3 mois à compter de la Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-dessous),

- chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites consentira à l'Initiateur une promesse de vente exerçable par l'Initiateur pendant une période de 3 mois à compter de l'expiration de la période d'exercice de la promesse d'achat.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au jour où les Actions Gratuites faisant l'objet des Accords de Liquidité deviendront cessibles au résultat de l'expiration :

- de la période de conservation, s'agissant des Actions Gratuites En Période de Conservation ; et

- des périodes d'acquisition et de conservation s'agissant des Actions Gratuites En Période d'Acquisition.

Les promesses d'achat et de vente ne pourront être exercées que dans l'hypothèse où l'Initiateur demanderait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre suivi de la radiation des Actions du marché Euronext Growth Paris.

Aux termes des Accords de Liquidité, le prix de rachat par Action Gratuite des promesses sera égal :

(i) pour les Actions Gratuites dont la période de conservation expire en 2027, au Prix par Action, soit 180 euros, diminué du dividende exceptionnel par Action qui serait le cas échéant versé en décembre 2026 (cf. section 1.2.4, dernier alinéa, du Projet de Note d'Information) ;

(ii) pour les Actions Gratuites dont la période de conservation expire à partir de 2028, au Prix par Action revalorisé en application de la formule suivante, cohérente avec celle retenue pour le calcul du prix d'Offre[33] : 10 x EBITDA + Trésorerie Nette / nombre d'Actions composant le capital de la Société.

En cas de promesse d'attribution d'actions gratuites déjà conclue ou à conclure durant l'Offre, un accord de liquidité sur les actions gratuites objet de la promesse sera également conclu avec le bénéficiaire de ladite promesse d'attribution, au prix de rachat visé au (ii) ci-dessus.

[33] Formule appliquée sur les comptes consolidés du dernier exercice clos, où la Trésorerie Nette correspond à la différence entre les capitaux propres et les immobilisations nettes.

Les Accords de Liquidité visent exclusivement à assurer la liquidité des Actions Gratuites et ne sont pas de nature à modifier les termes de l'Offre ni à en affecter l'appréciation par les actionnaires de la Société.

Les Actions Gratuites En Période de Conservation ayant fait l'objet d'un Accord de Liquidité avec leur bénéficiaire seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur au sens de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce.

En ce qui concerne les Actions Gratuites En Période d'Acquisition ayant fait l'objet d'un Accord de Liquidité avec leur bénéficiaire, dans la mesure où elles ne sont pas encore émises et constituent à ce stade du capital potentiel, elles ne seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur qu'à compter de l'expiration de leur période d'acquisition, soit postérieurement à la date de clôture de l'Offre, sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition anticipée prévus par la loi.

10 ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

10.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 4.488.726 euros divisé en 4.488.726 actions ordinaires d'un euro de valeur nominale chacune.

A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Avantage	4 051 012	90,25%	6 844 824	93%
Fondateurs*	5 678	0,13%	11 343	0,15%
FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) *	3 310	0,07%	3 310	0,04%
Total Concert	**4 060 000**	**90,45%**	**6 859 477**	**93,20%**
Actions autodétenues	1 292	0,03%		
Salariés (incluant FCPE Voyageurs du Monde)	75 179	1,67%	99 801	1,36%
Flottant	352 255	7,85%	399 385	5,43%
TOTAL Actionnaires	**4 488 726**	**100%**	**7 359 955****	**100%**

*Les Fondateurs et Montefiore envisagent de céder leur participation directe dans la Société à Avantage au Prix de l'Offre

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

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autre que les OCA et les Actions Gratuites En Période d'Acquisition.

10.2 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES[34]

Franchissement des seuils de 50% du capital et des droits de vote et de 90% des droits de vote par le Concert

Par courriers reçus par l'AMF les 8 et 9 juillet 2026, le concert composé de la société AVANTAGE, des fondateurs associés d'AVANTAGE et des Investisseurs a déclaré avoir franchi en hausse, le 6 juillet 2026, les seuils de 50% du capital et des droits de vote et 90% des droits de vote de la Société et détenir 3.887.321 actions VOYAGEURS DU MONDE représentant 6 685 170 droits de vote, soit 86,60% du capital et 90,67% des droits de vote de la Société.

Ce franchissement de seuil résulte de :

- la mise en concert entre le concert préexistant des Fondateurs contrôlant la société AVANTAGE et les Investisseurs, suite à la signature du Protocole Concertant. Par assimilation et sur le fondement de l'article L. 233-9 I-3° du Code de commerce, les Investisseurs ont franchi, de concert avec AVANTAGE et les Fondateurs, le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société.
- l'acquisition par AVANTAGE le 6 juillet 2026 d'un bloc de 73.969 actions VOYAGEURS DU MONDE représentant 1,65% du capital et 1% des droits de vote au moment de ladite acquisition, à un prix de 180 € par action.

Ce franchissement de seuil de concert et à la hausse, par assimilation des actions et des droits de vote détenus par les concertistes, a fait l'objet d'une déclaration ayant donné lieu à la publication d'un avis de l'AMF en date du 17 juillet 2026[35].

Franchissement du seuil de 90% des droits de vote à titre individuel par Avantage

Par courrier reçu par l'AMF le 24 juillet 2026, l'Initiateur a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 24 juillet 2026, le seuil de 90% des droits de vote de la Société et détenir individuellement 3.880.015 actions VOYAGEURS DU MONDE représentant 6.673.827 droits de vote, soit 86,44% du capital et 92,52% des droits de vote de la Société.

[34] L'ensemble de ces éléments ne tiennent pas compte des 3 310 actions et droits de vote de la Société détenus directement par FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment), qui n'avaient pas été précédemment identifiées.
[35] Avis AMF 226C1066

Ce franchissement de seuil résulte de l'apport de 1.012.234 actions VOYAGEURS DU MONDE par les sociétés Certares, Crédit Mutuel Equity SCR et FPS France Investissement Tourisme 2 au profit de l'Initiateur. A cette occasion, le Concert n'a franchi aucun seuil.

Ce franchissement de seuil individuel et à la hausse a fait l'objet d'une déclaration ayant donné lieu à la publication d'un avis de l'AMF en date du 28 juillet 2026[36].

Franchissement du seuil de 90% du capital à titre individuel par Avantage et par le Concert

Par courrier reçu le 7 septembre 2026, le Concert a déclaré avoir franchi en hausse, le 3 septembre 2026, le seuil de 90% du capital de la société VOYAGEURS DU MONDE et détenir 4 057 982 actions VOYAGEURS DU MONDE représentant 6 856 167 droits de vote, soit 90,40% du capital et 93,16% des droits de vote de la Société.

Ce franchissement de seuil résulte d'une acquisition d'actions VOYAGEURS DU MONDE dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

A cette occasion, la société Avantage a franchi individuellement en hausse le même seuil.

Ce franchissement à la hausse à fait l'objet d'une déclaration ayant donné lieu à la publication d'un avis de l'AMF en date du 8 septembre 2026[37].

10.3 RESTRICTIONS STATUTAIRES AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

En sus des obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'article 12.3 des statuts de la Société prévoit que « *toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir directement ou indirectement une fraction du capital social égale à deux et demi pourcent (2,5 %) ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'en informer la société, dans un délai de cinq jours de bourse, à compter du franchissement de l'un de ces seuils, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social de la société, en précisant le nombre total d'actions, de droits de vote correspondant et de titres donnant accès au capital qu'elle détient seule, directement ou indirectement, ou encore de concert* ».

Transferts d'actions

L'article 12.2 des statuts prévoit que « *les actions sont librement cessibles entre actionnaires et au profit de tiers. La transmission des actions s'opère de compte à compte, selon les modalités définies par la loi et les règlements* ».

Aucune clause des statuts de la Société, en harmonie avec les dispositions légales en vigueur, n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

[36] Avis AMF 226C1156
[37] Avis AMF 226C1487

10.4 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

En dehors du Pacte (tel que décrit à la Section 9.1) et du Protocole Concertant (tel que décrit à la Section 9.1), la Société n'a connaissance d'aucun autre accord entre actionnaires pouvant entrainer des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

Il est précisé que les parties au Pacte ont conclu un avenant n°3 qui inclut notamment la renonciation à certaines stipulations du Pacte, et notamment celles relatives au transfert d'actions de la Société, pour les seuls besoins de la mise en œuvre des opérations prévues par le Protocole Concertant.

10.5 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

En dehors du Protocole Concertant, dont les principales clauses sont décrites à la Section 9.1, la Société n'a connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

10.6 LISTE DES DETENTEURS D'ACTIONS COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

L'article 14.3 des statuts stipule qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. Ce droit est conféré également dès leur émission en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Cet article précise que tout actionnaire peut, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à la société, renoncer temporairement ou à titre définitif, à tout ou partie de ses droits de vote double. Cette renonciation prend effet le troisième jour ouvrable suivant la réception par la société de la lettre de renonciation.

10.7 MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Les membres du Conseil de Surveillance du FCPE Voyageurs du Monde, représentant les porteurs de parts, exercent les droits de vote attachés aux titres émis par Voyageurs du Monde aux Assemblées générales d'actionnaires de la Société par l'entremise de la société de gestion, qui le représente auxdites Assemblées générales d'actionnaires de la Société.

10.8 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS

10.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Administrateurs de droit commun

La Société est administrée par un conseil de trois membres au moins et de dix-huit au plus, choisis parmi les personnes physiques ou morales actionnaires.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire qui peut les révoquer à tout moment. Ces derniers n'ont pas à justifier de la détention d'actions de la Société pour pouvoir être nommé administrateur.

La durée des fonctions des administrateurs est de quatre années expirant à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Tout administrateur sortant est rééligible.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de soixante-quinze ans ne peut dépasser le tiers des membres du conseil d'administration. Si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

En cas de vacances par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Si le nombre d'administrateurs devient inférieur à trois, le ou les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil. Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Administrateurs représentant les salariés

Dès lors que la Société entre dans le champ d'application de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, le Conseil d'administration comprend également un ou deux administrateurs représentant les salariés, lesquels sont désignés par le Comité Social et Economique de la Société ou, s'il existe au moment de la nomination desdits administrateurs représentant les salariés, par le Comité de groupe dont la compétence prédominera sur celle du Comité Social et Economique.

Les mandats des administrateurs représentant les salariés ont une durée de deux années et prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle qui statue sur les comptes sociaux de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur représentant les salariés intéressés.

Au terme de cette durée, le Comité Social et Economique (ou le Comité de groupe, selon le cas) peut décider de renouveler le mandat du/des administrateur(s) représentant les salariés sortant(s), sous réserve que les conditions d'application de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce soient maintenues.

Les administrateurs représentant les salariés sont réputés démissionnaires d'office en cas de rupture de leur contrat de travail ou en cas de survenance d'un cas d'incompatibilité prévu à l'article L. 225-30 du Code de commerce. Ils peuvent être révoqués dans les conditions prévues à l'article L. 225-32 du Code de commerce.

En cas de vacance pour quelque cause que ce soit d'un siège d'administrateur représentant les salariés, le siège vacant est pourvu dans les conditions fixées par l'article L. 225-34 du Code de commerce.

10.8.2 Modifications des statuts

L'article 37 des statuts stipule que « *l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions* ».

Cet article précise que « *par dérogation à la compétence exclusive de l'assemblée extraordinaire pour toute modification des statuts, les modifications aux clauses relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement au résultat d'une augmentation, d'une réduction ou d'un amortissement du capital, peuvent être apportées par le conseil d'administration. En outre, conformément aux dispositions légales applicables, le conseil d'administration peut apporter les modifications nécessaires aux statuts pour les mettre en conformité avec les dispositions législatives et réglementaires, sous réserve de ratification de ces modifications par la prochaine assemblée générale extraordinaire.* »

10.9 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre conformément à l'intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.

Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 20 des statuts de la Société.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et par les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission, de rachat ou d'annulation de titres :

Nature de la délégation	Date de l'Assemblée et n° de résolution	Durée	Montant nominal maximum de l'opération	Utilisation
Autorisation en vue de permettre à la Société d'opérer sur ses propres titres à travers un programme de rachat de d'actions	11 juin 2026 10ème résolution	18 mois	10% du capital	Rachat au titre du contrat de liquidité
Autorisation en vue de permettre la réduction de capital par annulation des actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	11 juin 2026 12ème résolution	24 mois	10% du capital par période de 24 mois	Non utilisée

10.10 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant.

10.11 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE PRESIDENT DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

10.12 MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MIS EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE

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

11 PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« *A ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée* ».

VOYAGEURS DU MONDE

Jean-François RIAL, agissant en qualité de Président-Directeur-Général

ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

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

Voyageurs du Monde

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 Voyageurs du Monde initiée par la société Avantage

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.

© 2026 Crowe HAF

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte 2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération 2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice 2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre 2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché 3
1.2.1 - Activité du Groupe 3
1.2.2 - Segments opérationnels 4
1.2.3 - Diversification géographique 5
1.2.4 - Historique du Groupe 6
1.2.5 - Actionnariat du Groupe 7
1.2.6 - Description du marché 7
1.2.6.1 - Présentation du marché des agences de voyage 7
1.2.6.2 - Dynamisme du marché en France 8
1.2.6.3 - Présentation du paysage concurrentiel en France 11
1.2.6.4 - Conclusion 12
1.2.7 - Comptes consolidés du Groupe 13
1.2.7.1 - Performance financière historique 14
1.2.7.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie 19
1.3 - Contexte et opération envisagée 22
1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération 22
1.3.2 - Termes de l'Offre 23

2 - Présentation de l'expert indépendant 25
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global 25
2.1.1 - Présentation générale 25
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes » 25
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois 26
2.3 - Déclaration d'indépendance 27
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 27
2.5 - Rémunération 28
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 28
2.6.1 - Programme de travail 28
2.6.2 - Calendrier de l'étude 30
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées 30
2.6.4 - Informations utilisées 31
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante 32

3 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre Action 33
3.1 - Données structurant l'évaluation 33
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions 33

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 34
3.1.3 - Plan d'affaires 35
3.1.3.1 - Construction et approbation 35
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon 36
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests) 36
3.1.3.4 - Comparaison du plan d'affaires en vigueur lors de l'OPRA et du réalisé 37
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées 38
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC) 38
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) 38
3.2.3 - Méthode des transactions comparables 38
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs 39
3.2.5 - Référence aux objectifs de cours des analystes 39
3.2.6 - Référence à l'OPRA 2024 40
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues 40
3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 40
3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc Amiral 40
3.3.1.2 - Référence à l'Apport de titres 41
3.3.1.3 - Conclusion 41
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 42
3.3.2.1 - Définition de la méthode 42
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires 42
3.3.2.3 - Période d'extrapolation 48
3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles 48
3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation 48
3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale 49
3.3.2.7 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité 50
3.3.3 - Référence au cours de bourse (à titre principal) 51
3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse 51
3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse 52
3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse 53
3.3.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) 54
3.3.4.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues 54
3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers 56
3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples 57
3.3.4.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT) 57
3.3.4.5 - Application de la méthode 58
3.3.4.6 - Résultats 58
3.4 - Analyse des potentielles accrétions/destructions de valeur 59
4 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre OCA 61
4.1 - Caractéristiques des OCA 61
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues 62

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

4.2.1 - Référence au cours de bourse 63
4.2.2 - Référence aux modalités de remboursement 64
4.2.3 - Valeur théorique de l'OCA 65
4.2.4 - Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action 66
4.3 - Conclusion 66

5 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre Action et du Prix d'Offre OCA de l'Etablissement Présentateur 67
5.1 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre Action de l'Etablissement Présentateur 67
5.1.1 - Méthodes d'évaluation écartées : 67
5.1.2 - Méthodes d'évaluation retenues : 67
5.1.3 - Référence aux transactions récentes sur le capital 68
5.1.4 - Méthode des flux de trésorerie actualisés 68
5.1.4.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite 69
5.1.4.2 - Extrapolation 69
5.1.4.3 - Flux normatif 69
5.1.4.4 - Détermination du taux d'actualisation 70
5.1.4.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 70
5.1.4.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés 71
5.1.5 - Référence au cours de bourse 71
5.1.6 - Méthode des comparables boursiers 72
5.1.6.1 - Choix de l'échantillon 72
5.1.6.2 - Choix des multiples et méthodologie 72
5.1.6.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers 72
5.1.7 - Référence à l'OPRA 2024 73
5.1.8 - Référence aux cours cibles des analystes 73
5.1.9 - Méthode des transactions comparables 73
5.1.9.1 - Choix de l'échantillon 73
5.1.9.2 - Choix des multiples et méthodologie 73
5.1.9.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables 74
5.1.10 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs 74
5.1.11 - Référence à l'actif net comptable 74
5.2 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre OCA de l'Etablissement Présentateur 75
5.2.1 - Référence au cours de bourse de l'OCA 75
5.2.2 - Valeur théorique de l'OCA 75
5.2.2.1 - Valeur de la composante obligataire 76
5.2.2.2 - Valeur théorique de l'OCA 76

6 - Analyse des éléments connexes à l'Offre 77
6.1 - Contrat d'Acquisition du Bloc Amiral 77
6.2 - Contrat d'Apport 78
6.2.1 - Détermination de la parité d'échange 78
6.2.2 - Rémunération de l'Apport 80

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

6.3 - Règlement général du FCPE 80
6.4 - Protocole 81
6.4.1 - Avenant au Pacte d'Actionnaires en vigueur 81
6.4.2 - Apports de titres de la Société à l'Initateur 82
6.4.3 - Procédure d'OPAS-RO 82
6.4.4 - Réduction du capital de l'Initiateur 82
6.4.5 - Conversion des ADP de l'Initiateur 83
6.4.6 - Nouveau Pacte d'actionnaires 84
6.5 - Pacte d'actionnaires en vigueur 85
6.6 - Mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites 86
7 - Analyse des observations écrites d'actionnaires 87
7.1 - Présentation des arguments développés dans les observations 87
7.2 - Analyse et appréciation des observations 87
8 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert 88
9 - Annexe – Lettre de mission 91

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

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 Voyageurs du Monde SA le 7 juillet 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 VOYAGEURS DU MONDE INITIEE PAR LA SOCIETE AVANTAGE

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 et les Obligations Convertibles en Actions (ci-après les « OCA ») de la société Voyageurs du Monde (ci-après la « Société », ou avec l'ensemble de ses filiales « Voyageurs du Monde » ou le « Groupe ») initiée par la société Avantage (ci-après « Avantage » ou l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 7 juillet 2026 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, les dirigeants de la Société ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance et tenant compte de l'ensemble des éléments connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix d'offre, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires et titulaires des OCA dans le cadre de l'Offre s'établit à 180,00€ par action (ci-après le « Prix d'Offre Action ») et 182,52€ par OCA (ci-après le « Prix d'Offre OCA »).

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 le Groupe, l'Initiateur, ou leurs conseils respectifs, 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 Action
4. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre OCA
5. Analyse des éléments d'appréciation des Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
6. Analyse des éléments connexes à l'Offre
7. Analyse des observations écrites d'actionnaires
8. Conclusion sur le caractère équitable des prix offerts

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

L'Initiateur est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 55, rue Sainte Anne, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 842.463.127.

Son objet social est le suivant :

- la réalisation d'opérations de gestions techniques et financières, le tout directement ou indirectement, par voie de création de sociétés et groupements nouveaux, d'apport, de commandite, de souscription, d'achat de titres ou droits sociaux, de fusion, d'alliance, d'association en participation ou de prise ou de dation en location ou location-gérance de tous biens et autres droits ;

- la réalisation d'opérations d'acquisition de biens immobiliers destinés à la location ou à la revente après rénovation ;

- la réalisation d'opérations d'animation des filiales et de prestations de services d'ordre informatique, de direction, administratif ;

- la réalisation d'opérations industrielles, commerciales, financières, civiles, mobilières ou immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'un des objets visés ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La Société est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 55, rue Sainte Anne, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 315.459.016, et dont les actions et les OCA sont admises aux négociations sur le marché d'Euronext Growth à Paris (« Euronext Growth Paris »), respectivement sous le code ISIN FR0004045847 et le mnémonique « ALVDM », et sous le code ISIN FR0014003UV2 et le mnémonique « VDMOC ».

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

1.2.1 - Activité du Groupe

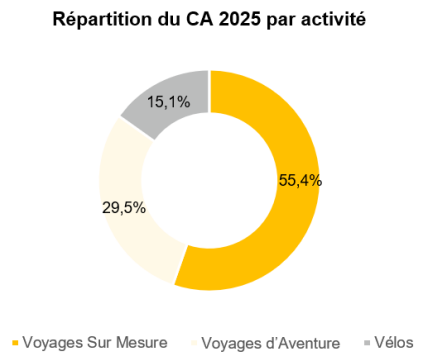
Créée en 1979 par Claude Saulière, sous le nom de Carrefour des Voyages, Voyageurs du Monde est un voyagiste (tour-opérateur) français, spécialiste du voyage sur mesure individuel et du voyage d'aventure. Le Groupe conçoit et vend des voyages itinérants organisés, avec une proposition de service à forte valeur ajoutée (positionnement *premium*). Son activité s'organise autour de trois segments opérationnels :

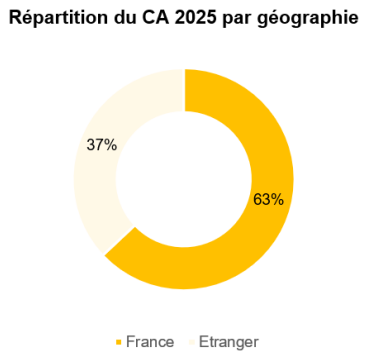
- l'activité Voyages sur Mesure (~55% du chiffre d'affaires 2025), correspondant à une offre de voyages personnalisés « clefs en main » à haute valeur ajoutée (prise en charge complète, depuis les réservations d'hébergements et transports aux services de conciergerie, réservation de restaurants et activités, coupes-files…), et à des voyages immersifs facilités par des outils (application Luciole permettant de géolocaliser les lieux d'intérêt) et services (*Welcome Hosts* francophones, vivant sur place, visant à faire participer le client à la vie locale), complétée par l'offre de la marque Bynativ (mise en relation de clients avec des agences locales) ;
- l'activité Voyages d'Aventure (~30% du chiffre d'affaires 2025), correspondant à une offre de voyages à pied, lents et immersifs, et permettant le contact avec la population locale, avec un panel de treks et randonnées adaptés aux différentes typologies de clients ;
- l'activité Vélo (~15% du chiffre d'affaires 2025), correspondant à une offre de voyages à vélo, avec fourniture des services d'itinéraires et de GPS, d'assistance, de transport de bagages, et visant à répliquer l'offre de l'activité Voyages d'Aventure sous un format d'itinérance différent.

La dynamique du Groupe depuis sa création s'appuie sur une évolution à la fois par croissance organique et externe de l'activité, avec plus d'une quinzaine d'acquisitions réalisées sur les vingt dernières années.

Le Groupe a notamment procédé ces dernières années à l'acquisition d'Eurofun Group (leader européen du voyage à vélo) en Autriche afin d'étoffer sa gamme de voyages avec la pénétration d'un segment complémentaire, et à l'acquisition d'Extraordinary Journeys (spécialiste américain du voyage sur mesure à destination de l'Afrique), afin de diversifier son implantation géographique.

La répartition du chiffre d'affaires 2025 par activité et par zone géographique est présentée ci-dessous :



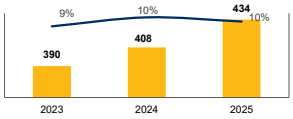
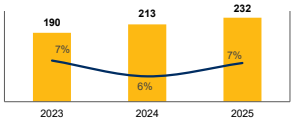
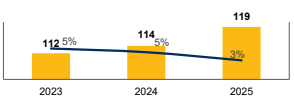


En 2025, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 785,0m€ et un résultat opérationnel courant de 64,6m€, principalement en France.

1.2.2 - Segments opérationnels

Le Groupe articule ses activités autour des trois segments opérationnels présentés dans le tableau ci-dessous :

Présentation des segments d'activité

Segments d'activité	Description	Evolution du CA (en m€) et de la marge d'EBIT 2023-2025 (en % du CA)*	Marques
Voyages sur Mesure	Activité historique et principale du Groupe comprenant la conception de voyages individuels personnalisés, l'accompagnement par des conseillers spécialistes pays, la sélection d'hébergements et de prestataires locaux, et l'assistance dédiée avant, pendant et après le séjour.		Voyageurs du Monde, Comptoir des Voyages, Nativ, Original Travel, Extraordinary Journeys
Voyages d'Aventure	Activité regroupant l'organisation de voyages en petits groupes accompagnés, la randonnée et le trekking, l'exploration de destinations reculées ou hors des sentiers battus, ainsi que l'encadrement par des guides locaux.		Allibert Trekking, Terres d'Aventure, KE Adventure, Nomade Aventure, Chamina Voyages, Mickledore
Vélo	Activité dédiée au cyclotourisme, comprenant la conception de circuits à vélo en itinérance, la logistique et l'assistance technique associées, le bikepacking et le camping, ainsi que la location et l'équipement de vélos classiques et électriques.		Euro Fun, randovélo, Radweg, se tours, Rückenwind

Source : Management et DEU de Voyageurs du Monde

Voyages sur Mesure :

Le Groupe conçoit, personnalise et organise des voyages individuels sur mesure, qu'il s'agisse de séjours en famille, en couple, entre amis, en tribu ou de groupes constitués (comités d'entreprise, associations, collectivités). Cette diversité d'approches lui permet de répondre aux envies variées de ses clients, du week-end court au tour du monde, en passant par les road trips, les croisières fluviales ou maritimes, et les voyages en train conçus comme alternative à l'avion en Europe.

Il propose une variété de formats de voyage, de l'autotour à la croisière de luxe, en incluant notamment les circuits en train, les séjours combinant plusieurs modes de transport, ou encore les voyages de groupe construits spécifiquement pour les comités d'entreprise et les collectivités. Cette flexibilité permet au Groupe de s'adapter aux contraintes de rythme, de budget et de composition de chaque groupe de voyageurs, tout en construisant une relation durable avec ses clients grâce à un conseiller dédié.

Le Groupe s'appuie sur 250 conseillers spécialisés par pays et par régions pour concevoir des voyages ultra-personnalisés, incluant étapes, hébergements, ateliers et rencontres, avec une conciergerie francophone et une assistance disponible 24h/24. Il intègre également une application de carnet de voyage numérique, dont l'objectif est de fournir au client un programme jour par jour, le détail des prestations, des bonnes adresses sélectionnées et les contacts utiles, afin d'assurer la fluidité du voyage.

Voyages d'aventure :

Le Groupe conçoit et organise également des voyages d'aventure sur mesure, individuels ou en groupe et s'appuie sur un portefeuille de circuits centrés sur la randonnée et le trekking, à travers des marques historiques du secteur telle que Terre d'Aventure, Nomade Aventure et principalement Allibert Trekking, numéro deux du marché du voyage d'aventure.

Il conçoit, réalise et vend des voyages principalement à pied pour découvrir le patrimoine naturel et culturel mondial, avec plus de 1.200 circuits dans 90 pays, et s'appuie notamment sur des guides de haute montagne et accompagnateurs, dont l'expertise permet de concevoir des circuits sécurisés privilégiant le contact avec le mode de vie local et le rythme de la nature.

Vélo :

Le Groupe organise enfin des voyages à vélo à travers plusieurs marques dédiées à cette pratique. Par exemple, Randovélo, pionnier du voyage à vélo, organise depuis plus de 30 ans des séjours à vélo au cœur des châteaux de la Loire, en s'appuyant sur des itinéraires sur pistes cyclables et hors des sentiers battus, sous forme de séjours packagés comme de voyages sur-mesure.

À l'échelle européenne, le Groupe s'appuie également sur des marques implantées localement comme Eurofun Group, numéro un européen des voyages à vélo, Ruckenwind, SE tours ou Radweig Rensen, qui proposent des séjours à vélo, avec ou sans assistance électrique, principalement le long des grands fleuves européens tels que le Danube, le Rhin, le Main ou l'Oder, ainsi que des formules combinant hébergement en bateau fluvial ou en camping et étapes à vélo.

1.2.3 - Diversification géographique

Générant une part majoritaire de son chiffre d'affaires en France, et disposant d'une forte notoriété de ses marques lui permettant de capter une part importante des parts de marché sur le territoire, le Groupe a étendu son maillage territorial à l'international autour des années 2010 afin de bénéficier de relais de croissance supplémentaires.

Dans le cadre de la mise en œuvre de sa stratégie d'expansion internationale, le Groupe a jusque récemment procédé par croissance externe, avec une stratégie qui repose sur deux principaux pans :

- la recherche de sociétés positionnées sur les segments opérationnels du Groupe, et présentant une offre comparable ou suffisamment connexe à celle du Groupe afin d'implémenter les *best practices* du Groupe et d'opérer la refonte du mix d'activités sans que cela impacte significativement le fonds de commerce et le portefeuille de clients qui y est attaché ;
- l'étude d'opportunités de marché sur des segments constituant des adjacences pour le Groupe, en cohérence avec les valeurs et principes fondamentaux du Groupe (écoresponsabilité, excellence du service …), à l'instar de l'acquisition d'Eurofun Holding en 2023.

Conscient des enjeux et potentielles difficultés liées à la sélection, à l'intégration et au recentrage de l'activité de sociétés acquises dans le cadre d'opérations de croissance externe, le Groupe a perfectionné au cours de ces dernières années son outil de gestion de voyages sur mesure « Galaxy », dans un contexte d'amélioration de la productivité au niveau des dispositifs d'innovation permise par l'essor de l'intelligence artificielle.

Fort du développement de cet outil de gestion, le Groupe a réorienté sa stratégie d'expansion internationale, au profit de la mise en œuvre d'opérations de croissance organique avec des implantations from *scratch* et une optimisation du *time-to-market*. Ainsi, le Groupe a ouvert en mars 2025 sa première agence non francophone, à Zurich (hors prise en compte des agences issues des opérations de croissance externe).

Le Groupe entend accélérer cette dynamique d'expansion de son maillage territorial, en multipliant les ouvertures d'agences au cours des prochaines années en Europe (Allemagne, Italie Autriche, Benelux et pays nordiques), aux Etats-Unis et au Canada, mais également en opérant le déploiement du site Voyageurs du Monde à l'international.

Les effets liés à la déclinaison de la stratégie de diversification géographique ont été prises en compte par le Management dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires du Groupe (voir section 3.3.2.2).

1.2.4 - Historique du Groupe

En 1979, la société Carrefour des Voyages, qui deviendra par la suite Voyageurs du Monde, est créée par Claude Saulière, Jean Tisne et Jean-Marc Rivière. En 1987, le voyagiste Déserts est fondé par Jean Didier Grumbach et Hervé Saliou.

En 1992, Jean-François Rial et Alain Capestan achètent dans un premier temps la société Déserts, alors en difficultés financières. Ils complètent leur investissement en acquérant l'année suivante un autre voyagiste, Comptoir d'Islande, puis en reprenant la même année une marque de voyagiste, Comptoir des Voyages. Une agence de 1800m², portant le nom de Cité des Voyageurs, est ouverte à Paris en 1994. Dans un second temps, en 1996, ils rachètent Voyageurs du Monde, considéré comme une enseigne « ethno-chic » commercialisant alors des vols secs.

De nouveaux associés, Lionel Habasque, Frédéric Moulin et Loic Minvielle, viennent progressivement rejoindre Jean-François Rial et Alain Capestan.

Au début des années 2000, le Groupe choisit de diversifier son activité historiquement « sur mesure » en se tournant également vers un tourisme durable et responsable, plus lent et immersif, par le biais du voyage d'aventure (majoritairement à pied, en trekking et randonnée). En 2001, le groupe poursuit ainsi son développement par l'acquisition de Terres d'Aventure, puis, en 2005, de Nomade Aventure.

En 2006, Voyageurs du Monde franchit un nouveau cap avec son introduction en bourse sur le marché Alternext d'Euronext Paris (aujourd'hui Euronext Growth). Il poursuit par la suite sa stratégie de croissance externe (sept acquisitions réalisées sur la période 2007-2015).

En 2017, le Groupe accélère son expansion à l'international par l'acquisition du voyagiste Original Travel, ainsi que KE Adventure Travel, spécialistes anglais du voyage sur mesure et d'aventure respectivement.

L'année 2020, avec l'impact de la crise sanitaire, est porteuse d'un contexte plus difficile pour le Groupe, avec une diminution d'environ 75% de l'activité par rapport à 2019. L'activité pour l'année 2021 se maintient à un niveau inférieur à celle de 2019 de près de 70%.

En 2022, le Groupe retrouve un niveau d'activité comparable à celui de 2019, porté notamment par l'ajout d'une nouvelle verticale (Vélo) afin de renforcer son offre, et dans un contexte d'assouplissement des mesures sanitaires.

En 2024, le Groupe a déposé auprès de l'AMF un projet d'OPRA (visant ses propres actions) au prix de 150,00€ par action, afin de distribuer en partie les liquidités excédentaires du Groupe, dans un contexte de surdimensionnement du montant de l'émission des tranches obligataires en 2021 en prévention des effets de la crise sanitaire, au regard de la rapidité du retour à la normale de l'activité. Le Groupe a poursuivi en parallèle son expansion à l'international avec l'acquisition notamment de la société canadienne Le Monde à Vélo, de la société Norvégienne Den Langsomme et de la société espagnole Ciclotourisme.

En 2025, les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance ont procédé à la conversion des OCA détenues en actions au capital de la Société. Faisant suite à ladite conversion, les sociétés susmentionnées détenaient ensemble plus de 20,00% du capital de la Société. En parallèle, le Groupe a procédé au renforcement de son activité Vélo avec l'acquisition de la majorité du capital du sous-groupe La Malle Postale, opérateur dédiée aux opérations logistiques de tourisme itinérant.

Le 6 juillet 2026, l'Initiateur et ses actionnaires ont signé un protocole d'accord concertant (voir section 1.3.1), et l'Initiateur a procédé d'une part à l'acquisition d'un bloc d'actions de la Société auprès de la société Amiral Gestion, et d'autre part à la signature d'un contrat visant l'apport par les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance des actions détenues en direct au capital de la Société. Faisant suite à ces différentes opérations, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« OPAS-RO »).

1.2.5 - Actionnariat du Groupe

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Voyageurs du Monde - Détail des actions composant le capital				
Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Droits de vote théoriques**	**% des droits de vote théoriques**
Avantage	3 880 015	86,44%	6 673 827	90,68%
Fondateurs associés d'Avantage	5 678	0,13%	11 343	0,15%
Total Concert	**3 885 693**	**86,57%**	**6 685 170**	**90,83%**
Salariés (incluant FCPE)	75 179	1,67%	99 801	1,36%
Actions autodétenues	1 292	0,03%	1 292	0,02%
Flottant	526 562	11,73%	573 692	7,79%
Total autres actionnaires	**603 033**	**13,43%**	**674 785**	**9,17%**
Total des actions	**4 488 726**	**100,00%**	**7 359 955**	**100,00%**

Source : Projet de Note d'Information

1.2.6 - Description du marché

1.2.6.1 - Présentation du marché des agences de voyage

Une agence de voyages, au sens large, propose des prestations touristiques relatives à l'organisation ou la vente de :

- voyages ou de séjours individuels ou collectifs ;
- services pouvant être fournis à l'occasion de voyages ou de séjours tels que la délivrance de titres de transport, la réservation de chambres d'hôtel, etc. ;
- services liés à l'accueil touristique (organisation de visites de musées ou de monuments historiques, etc.) ;
- forfaits touristiques.

Le marché des agences de voyage peut être divisé en trois grandes typologies d'acteurs :

- les agences réceptives, dont l'offre comprend l'accueil et la prise en charge des visiteurs sur le territoire national et la conception de produits touristiques, excursions ou séjours, pour l'accueil des clients des agences de voyages française et étrangères. La plupart de ces agences sont contrôlées par des tour-opérateurs étrangers ;

- les producteurs-distributeurs, incluant les tour-opérateurs (aussi dits voyagistes), dont l'activité réside dans la conception et l'élaboration des voyages (circuits et prestations complémentaires en groupe, accompagné, ou en individuel). Les tour-opérateurs de cette catégorie réalisent également la commercialisation des produits via des agences tierces ou des réseaux en propre, et possèdent souvent leurs propres hôtels et compagnies de transport ;

- les distributeurs purs, catégorie au sein de laquelle s'inscrivent les agences de voyage, qui offrent des missions de conseils, d'expertise et de garantie auprès des consommateurs, la vente de billetterie, d'hébergements, de locations de voiture, de forfaits et de voyages à la carte dans les agences de voyage ou via leur site en ligne.

Le Groupe, bien qu'exerçant une activité de producteurs-distributeurs en se définissant fondamentalement comme un tour-opérateur (voyagiste), se positionne à l'intersection entre le tour-opérateur (Producteur-Distributeur) et l'agence de voyage traditionnelle (Distributeur).

En effet, le tour-opérateur se distingue par la prise en charge de la conception et de l'organisation de l'entièreté du voyage, en détenant souvent ses actifs, tandis que les agences de voyage assemblent des « packages » (transport, hébergement, activités), sans détenir leurs actifs en

propre. À ce titre, le Groupe, en tant que concepteur de voyages sur mesure avec un haut niveau de service, mais ne détenant pas d'actifs significatifs en propre, se situe entre ces deux modèles économiques.

L'écosystème des agences de voyage comprend également des fournisseurs (transporteurs, chaînes hôtelières, agences de location de véhicules) et GDS (*Global Distribution System* ou système de réservation centralisé), qui correspondent à des moteurs de réservation offrant aux agences un accès informatique aux offres des prestataires de services référencés et agissent en tant qu'intermédiaires entre les prestataires de services, les tour-opérateurs et les revendeurs finaux.

La distribution de l'offre touristique s'appuie sur deux principaux canaux :

- les agences physiques : elles présentent des caractéristiques différentes pour chaque typologie d'agences, qui peuvent être des agences indépendantes sans enseigne (de plus en plus rare, sauf celles positionnées sur une niche), des réseaux volontaires, des réseaux intégrés ou en franchise (spécialistes du voyage d'affaires, principaux réseaux de tour-opérateurs) ou des contrats d'enseigne.

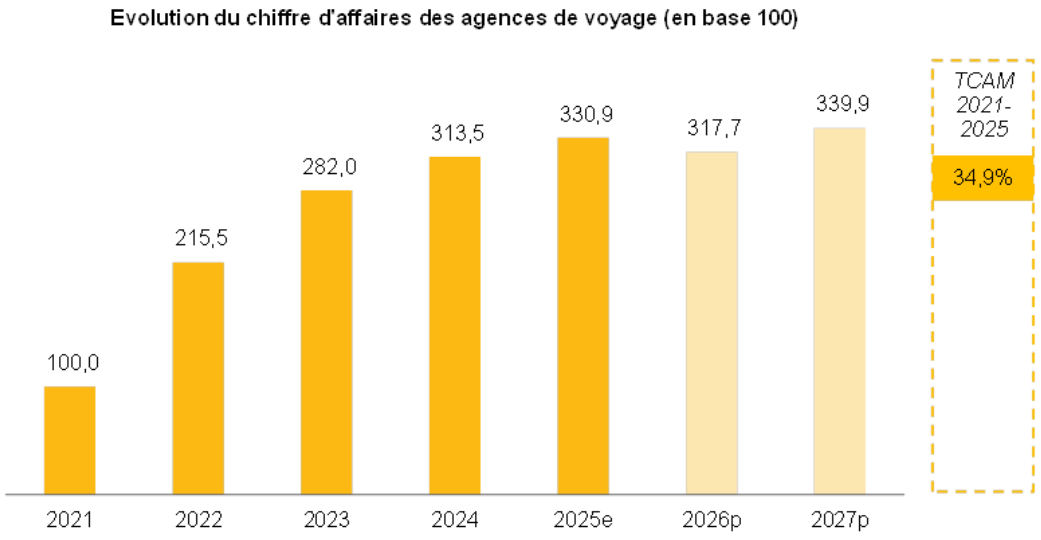
- les agences en ligne (OTA) : l'évolution des habitudes de consommation a été accompagnée par la montée en puissance des *Online Travel Agencies* (OTA) au cours des années 2000, avec la multiplication de sites internet offrant aux particuliers la possibilité de réserver les différentes composantes de leur voyage (ou leur voyage entier) sur ces plateformes.

Le Groupe se positionne dans la catégorie des agences physiques, mais présente un modèle de distribution mixte, ayant à la fois investi le territoire national par le biais de nombreuses agences physiques avec son propre réseau intégré, tout en ayant développé une forte présence *Online*.

1.2.6.2 - Dynamisme du marché en France

1.2.6.2.1 - Présentation des évolutions récentes du marché des agences de voyage en France et de ses perspectives

Entre 2021 et 2025, le chiffre d'affaires des agences de voyages a connu une croissance de +230,9%, représentant un TCAM de 34,9% sur la période, tel qu'illustré ci-dessous (en base 100) :



Source : Xerfi - les Agences de Voyages - 2026

Entre 2020 et 2021, l'activité des agences de voyages reste à un niveau extrêmement dégradé, avec une stabilisation du chiffre d'affaires (+0,4%), et pour faire suite à l'effondrement liée à la survenance de la crise sanitaire en 2020 (-52,9%). Les restrictions sanitaires demeurent fortes (fermetures partielles, pass sanitaire, quarantaines, restrictions d'entrée dans de nombreux pays), et continuent de peser lourdement sur les départs à l'étranger : le taux de départ des Français à l'étranger tombe à seulement 20%, son plus bas niveau sur la période. Les agences se recentrent largement sur les séjours domestiques et les clientèles de proximité, faute de pouvoir répondre à une demande internationale toujours contrainte.

Entre 2021 et 2022, la levée progressive des restrictions sanitaires et la réouverture des agences sur l'ensemble de l'année (une première depuis 2019) permettent un rebond significatif du chiffre d'affaires (+116%), qui dépasse ainsi son niveau de 2019. Le taux de départ des Français à l'étranger remonte fortement, à 32%, porté par une demande de voyage longtemps contenue. Néanmoins, la progression du chiffre d'affaires reflète également un effet prix : l'explosion des prix à la consommation des séjours touristiques (+23%) tire mécaniquement l'indicateur vers le haut. Le e-tourisme poursuit par ailleurs sa progression (+17% par rapport à 2019), une dynamique qui profite avant tout aux agences en ligne (OTA) au détriment des agences physiques traditionnelles.

Entre 2022 et 2023, les commandes adressées aux agences de voyages progressent, faisant augmenter l'activité de 31%. Portés par le « *revenge travel* » et marqués par trois années de restrictions de déplacement, les Français privilégient leurs dépenses de loisirs malgré la crise du pouvoir d'achat. Comparativement à 2022, un plus grand nombre de Français opte pour des séjours à l'étranger durant leurs vacances, qui mobilisent davantage les agences de voyages que les séjours nationaux.

Entre 2023 et 2024, la progression de l'activité des agences de voyages se poursuit à un rythme nettement plus modéré (+11%), signe d'un retour progressif à un rythme de croissance plus normatif après trois années de rattrapage. La fréquentation touristique des Français à l'étranger se stabilise, tandis que les arrivées de touristes étrangers en France deviennent un moteur de plus en plus déterminant pour l'activité du secteur, aux côtés des déplacements professionnels qui continuent de soutenir la demande.

Entre 2024 et 2025, la croissance de l'activité ralentit à nouveau (+6%) mais reste solide, portée principalement par le dynamisme du tourisme réceptif : les arrivées de touristes étrangers en France atteignent un niveau record de 110 millions (+7,8% sur un an), tirées par le retour des clientèles long-courriers américaines et asiatiques, notamment sur les segments à forte valeur ajoutée (groupes, circuits organisés, clientèle premium). Le marché du voyage d'affaires contribue également à cette dynamique, avec des dépenses en hausse de 3,7% sur la période.

Le TCAM du chiffre d'affaires des agences de voyages en France entre 2023 et 2025, n'intégrant pas les conséquences de la crise sanitaire, s'est établi à 8,3%.

En 2026, il est attendu un repli inédit depuis la crise sanitaire (-4%), rompant brutalement avec la dynamique des années précédentes. Les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et Israël d'un côté, et l'Iran de l'autre côté, qui ont éclaté en plein cœur de la haute saison de prises de commandes (mars-avril), ont provoqué une chute marquée des réservations vers le Moyen-Orient, certains pays d'Asie et l'Égypte : près de la moitié des agences adhérentes des Entreprises du Voyage font état de baisses d'activité d'au moins 30% entre fin février et mi-avril. La flambée des coûts du kérosène entraîne dans le même temps d'importantes revalorisations des prix des billets d'avion, ce qui accentue les arbitrages budgétaires des ménages et dissuade une partie des départs à l'étranger (le taux de départ à l'étranger recule à 44% (contre 47% en 2025). La croissance du tourisme d'affaires ralentit également nettement (autour de +2%), les entreprises cherchant à préserver leur trésorerie dans un contexte d'anticipation de hausses généralisées d'impôts.

En 2027, il est attendu un net rebond de l'activité (+7%), sous l'hypothèse de la fin des conflits et d'un retour à la normale du contexte géopolitique, entrainant une accélération de la consommation des ménages et un retour de l'appétence pour les destinations long-courriers, qui porteraient le taux de départ des Français à l'étranger à 48% (+4 points par rapport à 2026) et le taux de départ global en vacances à 62% (+2 points).

Le TCAM attendu du chiffre d'affaires des agences de voyages en France entre 2025 et 2027devrait s'établir autour de 1,5%.

1.2.6.2.2 - Présentation des déterminants du marché des agences de voyage en France

L'évolution du marché des agences de voyage en France est influencée par de nombreux facteurs exogènes. Nous présentons ci-dessous les principaux déterminants structurant son offre et sa demande, relatifs à un ensemble d'éléments tels que la fréquentation touristique des Français, les arrivées de touristes étrangers, les voyages d'affaires, ou encore la montée en gamme des services offerts

La fréquentation touristique des Français

L'activité des agences de voyages est en premier lieu conditionnée par l'intensité des déplacements touristiques des Français, qu'ils se destinent à l'étranger ou sur le territoire national. Les voyages à l'international constituent le cœur de leur activité : pour les destinations lointaines, les besoins en conseil et en réassurance sont élevés, ce qui incite les voyageurs à recourir aux services d'une agence.

En revanche, les séjours en France génèrent une part plus modeste d'activité, une fraction seulement des vacanciers faisant appel à un intermédiaire pour organiser leurs déplacements domestiques. Dans les deux cas, l'évolution du pouvoir d'achat des ménages, les conditions météorologiques, les considérations sécuritaires et les aléas sanitaires constituent autant de variables d'influence.

Les arrivées de touristes étrangers et les voyages d'affaires

Au-delà de la demande des particuliers français, deux autres moteurs structurent l'activité du secteur, dans la mesure où plus du tiers des agences exercent une activité réceptive, prenant en charge l'accueil et l'acheminement de groupes étrangers en France : leur niveau d'activité est ainsi directement indexé sur les flux touristiques internationaux entrants.

Par ailleurs, le segment des voyages d'affaires représente un levier important : les entreprises confient aux agences la gestion des déplacements de leurs collaborateurs, en fonction de leur situation économique et de la place accordée aux rencontres physiques dans leur stratégie de développement. Ce segment reste toutefois sous pression, les entreprises cherchant à maîtriser leurs coûts, à travers des politiques voyages strictes ou le recours croissant aux visioconférences comme substitut aux déplacements.

La concurrence du « DIY » et les pressions tarifaires

L'essor du numérique a profondément modifié le rapport des consommateurs aux agences de voyages. La multiplication des plateformes de réservation directe, des comparateurs en ligne, des sites d'avis communautaires et, plus récemment, des outils d'intelligence artificielle capables de planifier un voyage complet en quelques clics (déploiement d'agents IA autonomes par des acteurs comme eDreams ODIGEO), a renforcé la concurrence du « *Do It Yourself* ».

Ce phénomène est particulièrement marqué pour les courts séjours et les voyages en France, où la valeur ajoutée perçue des agences est plus faible. Dans ce contexte concurrentiel intensifié, les agences peinent à revaloriser leurs tarifs : leurs clients, nombreux et volatils, arbitrent selon des critères multiples tels prix, avis en ligne, bouche-à-oreille, ce qui maintient une pression structurelle sur les marges.

La montée en gamme comme levier de différenciation

Face à l'intensification de la concurrence et des pressions tarifaires subies, de nombreuses agences ont engagé une stratégie de montée en gamme pour se démarquer. Elles enrichissent leur offre par la commercialisation de destinations lointaines et exclusives, renforcent la relation client à travers un conseil personnalisé et l'accès à des experts par destination, et répondent aux exigences croissantes de personnalisation des voyageurs.

Ce repositionnement vers le haut de gamme leur permet de se soustraire partiellement à la concurrence frontale du digital et de reconstituer des marges sur des clientèles moins sensibles au prix.

1.2.6.3 - Présentation du paysage concurrentiel en France

Historiquement structuré autour d'un maillage d'agences physiques indépendantes ou affiliées à une enseigne, le marché des agences de voyages en France, hautement concurrentiel, a connu une transformation profonde de son paysage concurrentiel depuis l'irruption des OTA au début des années 2000.

La désintermédiation croissante permise par la vente en ligne a progressivement estompé les frontières entre les différents acteurs de la chaîne de valeur touristique, et les agences de voyages traditionnelles et tour-opérateurs doivent désormais composer avec une concurrence élargie, incluant ces OTA (Booking Holdings, Expedia Group, eDreams ODIGEO), les acteurs de l'économie collaborative (à l'image d'Airbnb), les prestataires touristiques eux-mêmes (compagnies aériennes, ferroviaires, groupes hôteliers) et, plus récemment, les géants technologiques Google et Amazon, qui ont testé diverses incursions dans la distribution de voyages via Google Flights ou Amazon Pay.

Désormais, les consommateurs peuvent plus facilement organiser leurs voyages eux-mêmes grâce aux nombreux comparateurs d'offres en ligne. Pour rester compétitifs, les réseaux traditionnels cherchent à procéder à des opérations de croissance externe, à renforçant leurs liens avec les tour-opérateurs, et à élargir leur offre avec davantage de destinations lointaines, et un renforcement des services et de la relation client (conseil personnalisé, mise en contact avec des experts par pays, etc.) afin de répondre aux exigences croissantes des voyageurs en termes de personnalisation, tandis que les OTA se concentrent principalement sur une offre très diversifiée avec un niveau d'accompagnement client minimal.

Les réseaux d'agences physiques conservent une place prépondérante dans la distribution traditionnelle. Selectour en demeure le leader incontesté, avec 3,5mds€ de volume d'affaires en 2025 et un réseau de 995 agences principalement positionné sur le tourisme de loisirs. Son principal concurrent, TourCom, réalise près de 3mds€ de volume d'affaires, dont deux tiers dans le voyage d'affaires, et a franchi une étape stratégique majeure en juin 2025 en ouvrant son capital à hauteur de 34% au groupe RTK. Cette alliance a donné naissance au premier groupement paneuropéen d'agences indépendantes, fort de 6.000 points de vente. Manor complète ce trio de tête avec 450 points de vente et 2,5mds€ de volume d'affaires, équilibré entre voyage d'affaires et loisirs ; le groupement a créé fin 2024 l'entité Manor Loisirs pour accélérer sur ce segment.

Le segment du voyage d'affaires est dominé par des logiques de croissance externe intensive. American Express Global Business Travel (Amex GBT) a consolidé sa position de leader mondial en rachetant CWT pour 540m$ en septembre 2025, après une série d'acquisitions ciblées menées depuis 2016 (KDS, SMT, Hogg Robinson, Egencia). Le groupe, présent dans 140 pays, a réalisé un volume de transactions de 28,2mds€ en 2025. Le Néerlandais BCD Travel, l'un des deux leaders mondiaux du secteur et présent dans plus de 107 pays, a quant à lui atteint 21,2mds€ de chiffre d'affaires en 2024 et a récemment noué une alliance avec le réseau Manor afin de mutualiser ses volumes d'achats face aux fournisseurs.

Les pure players du voyage en ligne misent avant tout sur l'expérience utilisateur, la personnalisation et la puissance algorithmique pour s'imposer comme des points de passage

incontournables de la réservation touristique. Booking Holdings, leader avec 23,8mds€ de chiffre d'affaires en 2025 (+13,4%), a signé en 2025 un accord d'envergure avec Ryanair, élargissant son offre à plus de 235 destinations, et a intégré les activités de FareHarbor pour se transformer en guichet unique porté par l'intelligence artificielle. Expedia Group le suit avec 13mds€ de chiffre d'affaires (+7,6%), porté par ses marques Expedia, Hotels.com et Trivago. L'Espagnol eDreams ODIGEO, plus modeste avec 671m€ de chiffre d'affaires, se distingue par son avance en matière d'intelligence artificielle générative, avec le déploiement d'agents autonomes couvrant le service client, le marketing et jusqu'à 30% de sa production de code, au service de son modèle d'abonnement Prime qui compte plus de 7,25 millions d'abonnés.

Trois dynamiques structurent aujourd'hui l'évolution de ce paysage concurrentiel :

- une consolidation accélérée du secteur, illustrée par les rapprochements TourCom-RTK, Amex GBT-CWT ou BCD Travel-Manor, ainsi que par la stratégie de croissance externe soutenue de groupes comme Marietton Développement ;
- une bascule généralisée vers l'intelligence artificielle, qui touche l'ensemble des acteurs, tels qu'eDreams ODIGEO (voir section 1.2.6.2.2), Expedia Group, qui réoriente ses effectifs vers la technologie et la data, ou Serko, qui devrait investir 100 millions de dollars sur trois ans dans sa plateforme IA ;
- une diversification des canaux de distribution, à l'image de Booking.com qui expérimente la réservation hôtelière directement sur TikTok, misant sur le social commerce pour capter les clients dès la phase d'inspiration du voyage.

1.2.6.4 - Conclusion

Ainsi, le marché des agences de voyages en France se structure autour de trois grandes catégories d'acteurs: les agences réceptives, dont l'offre comprend l'accueil et la prise en charge des visiteurs, les producteurs-distributeurs, dont l'activité réside dans la conception et l'élaboration des voyages, et les distributeurs purs , dont l'activité réside dans la vente de séjour et d'offre préexistant.

Le Groupe, voyagiste haut-de-gamme leader de son secteur en France, se positionne à la croisée des deux dernières catégories, en tant que concepteur de voyages sur mesure avec un haut niveau de service, mais ne détenant pas d'actifs significatifs en propre.

Ce positionnement intermédiaire permet au Groupe de bénéficier à la fois d'un haut niveau d'expertise, d'une flexibilité accrue dans sa proposition de service et la déclinaison de son modèle économique, mais également de bénéficier d'une structure de coûts optimisée avec la variabilisation d'une part importante des charges opérationnelles[2].

Par ailleurs, il convient de noter que Voyageurs du Monde représente une part minoritaire du marché dans son ensemble, et que de ce fait la croissance de son activité n'influence que faiblement la dynamique globale du secteur.

Dans ce contexte, les études généralistes s'avèrent peu pertinentes dans le cadre de la mise en perspective des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires présentées dans le plan d'affaires du Groupe.

Nous privilégierons ainsi la mise en perspective de cette croissance en rapport de la croissance du chiffre d'affaires historique du Groupe.

1.2.7 - Comptes consolidés du Groupe

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la Société, comprend 55 sociétés, toutes consolidées par la méthode de l'intégration globale au 31 décembre 2025.

Les principaux intérêts minoritaires faisant l'objet des promesses d'achat et de vente en vigueur au sein du Groupe sont les suivants :

Intérêts minoritaires du Groupe				
Société	**Siège social**	**Méthode de consolidation**	**% de contrôle**	**% d'intérêts**
FRANCE				
Comptoir des Voyages SA	Paris, France	Intégration globale	98,61%	98,61%
Erta Ale Developpement	Chapareillan, France	Intégration globale	98,55%	98,55%
Terres d'Aventure SA	Paris, France	Intégration globale	99,08%	97,64%
Nomade Aventure SAS	Paris, France	Intégration globale	98,05%	96,63%
Destinations en direct SASU	Paris, France	Intégration globale	96,02%	94,68%
INTERNATIONAL				
Voyageurs du Monde UK Limited	Royaume-Uni	Intégration globale	90,66%	90,66%
Uniktour Inc.	Canada	Intégration globale	71,14%	70,88%
Extraordinary Journeys Inc	Etats-Unis	Intégration globale	64,19%	63,25%
EuroFun Holding	Autriche	Intégration globale	86,00%	84,75%
Le monde à vélo INC.	Quebec	Intégration globale	65,00%	46,07%
Cicloturisme	Espagne	Intégration globale	70,00%	68,99%

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2025 du Groupe

Nous précisons qu'outre ces sociétés, il existe notamment (i) des intérêts minoritaires sur certaines sociétés découlant de leur appartenance à un sous-groupe dont la société tête de groupe est l'une des sociétés présentées dans le tableau ci-dessus, et (ii) des intérêts minoritaires propres à diverses sociétés d'importance non significative aux bornes du Groupe.

Les comptes consolidés du Groupe Voyageurs du Monde sont établis conformément aux dispositions du règlement ANC 2020-01, et ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2025.

Ainsi, le Groupe n'applique pas les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, entrée en vigueur le 1er janvier 2019, dont les impacts s'observent au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'additionner à ces dernières) et de la dette financière (contrepartie des droits d'utilisation) au bilan, ainsi que des loyers (élimination de la charge opérationnelle), des dotations aux amortissements (amortissement des droits d'utilisation) et de la charge d'intérêt (coût implicite de la dette IFRS 16) au compte de résultat.

Dans la mesure où nos travaux de valorisation s'appuient notamment sur des agrégats opérationnels et des niveaux de dettes financières nettes n'intégrant pas les effets de cette norme, nous avons retraité dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère les agrégats opérationnels prospectifs et le niveau de dette financière nette des comparables boursiers des effets de cette norme et de son équivalent américain ASC 842.

1.2.7.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des quatre derniers exercices, est présenté dans le tableau ci-dessous :

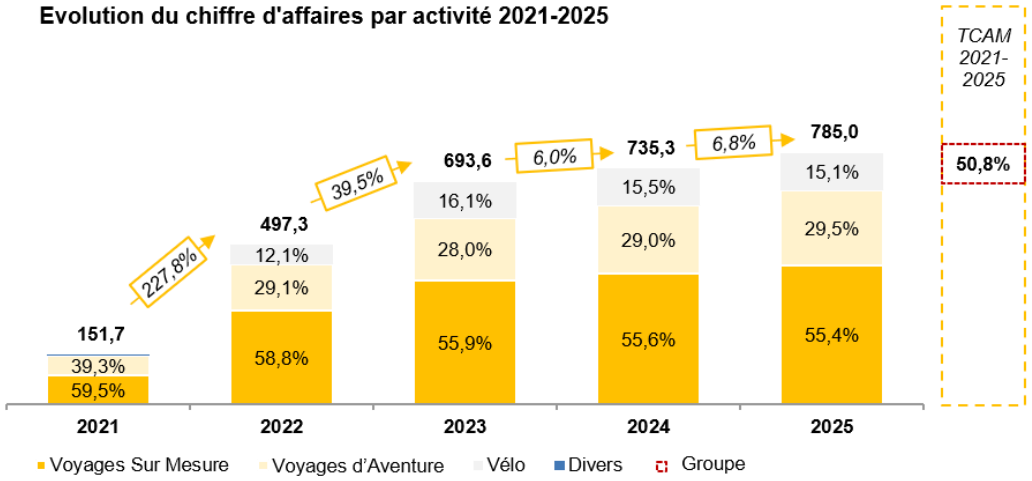
Voyageurs du Monde - Compte de résultat				
En m€	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25**
Chiffre d'affaires	**497,3**	**693,6**	**735,3**	**785,0**
Croissance (%)		*39,5%*	*6,0%*	*6,8%*
Coûts des prestations vendues	-338,6	-474,1	-498,7	-529,3
En % du chiffre d'affaires	*-68,1%*	*-68,4%*	*-67,8%*	*-67,4%*
Marge brute	**158,7**	**219,5**	**236,6**	**255,7**
En % du chiffre d'affaires	*31,9%*	*31,6%*	*32,2%*	*32,6%*
Autres produits d'exploitation	3,9	2,4	4,5	5,4
En % du chiffre d'affaires	*0,8%*	*0,3%*	*0,6%*	*0,7%*
Services extérieurs	-30,8	-43,7	-46,6	-51,9
En % du chiffre d'affaires	*-6,2%*	*-6,3%*	*-6,3%*	*-6,6%*
Charges de personnel	-78,0	-110,0	-123,2	-132,5
En % du chiffre d'affaires	*-15,7%*	*-15,9%*	*-16,8%*	*-16,9%*
Autres charges d'exploitation	-0,6	-1,4	-0,8	-1,6
En % du chiffre d'affaires	*-0,1%*	*-0,2%*	*-0,1%*	*-0,2%*
Impôts taxes	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4
En % du chiffre d'affaires	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*
EBITDA	**51,4**	**64,7**	**68,3**	**72,6**
En % du chiffre d'affaires	*10,3%*	*9,3%*	*9,3%*	*9,3%*
Dotations aux amortissements et provisions	-4,4	-7,0	-6,8	-8,1
En % du chiffre d'affaires	*-0,9%*	*-1,0%*	*-0,9%*	*-1,0%*
Résultat opérationnel courant	**47,0**	**57,7**	**61,6**	**64,6**
En % du chiffre d'affaires	*9,4%*	*8,3%*	*8,4%*	*8,2%*
DADP des écarts d'acquisition	-1,0	0,0	-0,3	0,0
En % du chiffre d'affaires	*-0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Résultat opérationnel	**46,0**	**57,7**	**61,3**	**64,6**
En % du chiffre d'affaires	*9,2%*	*8,3%*	*8,3%*	*8,2%*
Résultat financier	-3,0	5,3	7,1	4,1
Résultat exceptionnel	0,1	-0,7	-1,2	-1,8
Impôt sur le résultat	-9,7	-15,4	-16,5	-16,9
Quote-part dans les résultats MEE	0,0	0,0	0,1	0,1
Résultat net	**33,4**	**46,9**	**50,7**	**50,1**

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025 du Groupe

Charges en % du chiffre d'affaires				
Chiffre d'affaires	**497**	**694**	**735**	**785**
Coûts des prestations vendues	*-68,1%*	*-68,4%*	*-67,8%*	*-67,4%*
Autres produits d'exploitation	*0,8%*	*0,3%*	*0,6%*	*0,7%*
Services extérieurs	*-6,2%*	*-6,3%*	*-6,3%*	*-6,6%*
Charges de personnel	*-15,7%*	*-15,9%*	*-16,8%*	*-16,9%*
Autres charges d'exploitation	*-0,1%*	*-0,2%*	*-0,1%*	*-0,2%*
Impôts et Taxes	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*	*-0,3%*

Chiffre d'affaires

Entre 2021 et 2025, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 151,7m€ à 785,0m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 50,8% sur la période, avec une importante hétérogénéité des croissances annuelles, tel que présenté dans le graphe ci-dessous :



Entre 2021 et 2022, et pour faire suite à la forte décroissance entre 2019 et 2020 du fait de l'impact de la Covid-19, le chiffre d'affaires passe de 151,7m€ à 497,3m€ (+227,8%), et retrouve son niveau d'avant-crise (~+2% par rapport à 2019). A périmètre constant (hors acquisitions d'Eurofun Group en Autriche, d'Extraordinary Journeys aux Etats-Unis et de Pedestria en France), le revenu s'inscrit en baisse de 12% par rapport à 2019, du fait d'un premier semestre 2022 encore lourdement impacté par la crise sanitaire : les Voyages sur Mesure sont restés en léger repli (-9,3%) tandis que les Voyages d'Aventure reculent davantage (~-18%).

Entre 2022 et 2023, le chiffre d'affaires s'inscrit en hausse notable (+39,5%), et passe de 497,3m€ à 693,6m€, dans un contexte de forte reprise de l'activité, avec une dynamique similaire pour les Voyages sur Mesure et les Voyages d'Aventure. Outre un effet de base lié aux faibles départs constatés au premier semestre 2022, l'intégration en année pleine des opérations de croissance externe réalisées en 2022 (contribution importante du nouvel axe de croissance Vélo notamment, à +87% de chiffre d'affaires par rapport à 2022), ainsi que le phénomène de « *revenge travel* » observé en 2023, ont été constitutifs d'une croissance forte. La clientèle du Groupe se trouvait ainsi en capacité, dès le retour à la normale post-Covid, de compenser les voyages n'ayant pas pu être réalisés pendant la période de pandémie en voyageant davantage et en y consacrant un budget plus élevé, et ce malgré l'inflation constatée en 2023 (en particulier au niveau des billets d'avion).

Entre 2023 et 2024, le chiffre d'affaires se stabilise à un niveau de croissance plus normatif (+6,0%), et passe de 693,6m€ à 735,3m€, porté notamment par la croissance des activités Voyages sur Mesure (+6,4%) et Voyages d'Aventure (+7,8%), avec une traction importante de l'international, un étoffement de la gamme d'offres, et la réalisation d'opérations de croissance au cours de l'exercice (Le Monde à Vélo, Den Langsomme et Ciclotourisme). La croissance de l'activité Vélo a marqué le pas (+1,7%), avec des effets de base liés au phénomène de « *revenge travel* » sur l'exercice précédent.

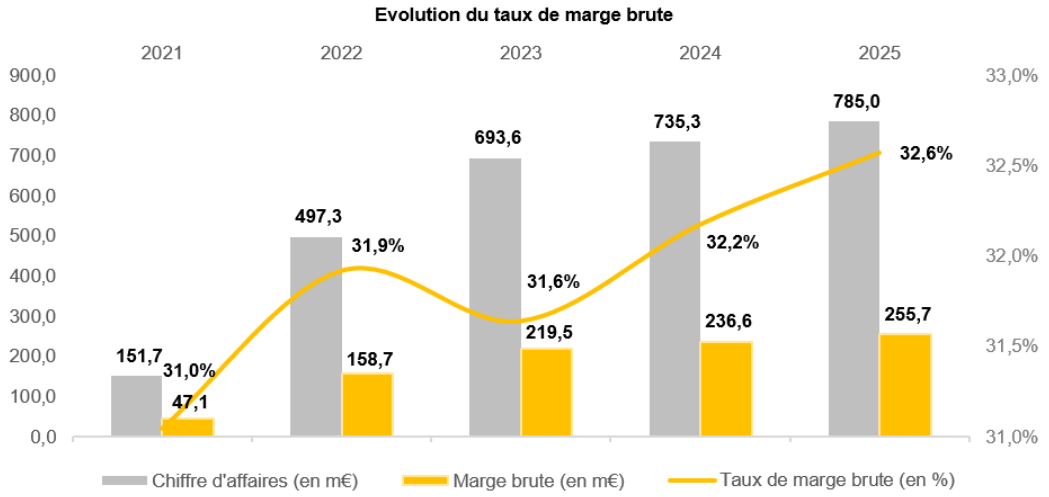
Entre 2024 et 2025, le chiffre d'affaires connaît une croissance comparable à celle de l'année précédente (+6,8%), et passe de 735,3m€ à 785,0m€, porté notamment par la croissance des activités Voyages sur Mesure (+6,4%) et Voyages d'Aventure (+8,8%), avec une continuité de la dynamique de l'année précédente et l'intégration en année pleine des acquisitions effectuées l'année précédente. La croissance de l'activité Vélo s'inscrit en retrait de celle des autres activités

(+3,4% à périmètre constant), vers un niveau en ligne avec des perspectives de long-terme au regard de sa proposition de valeur et de la dynamique du secteur.

A périmètre constant, le TCAM du chiffre d'affaires entre 2023 et 2025, n'intégrant pas les effets du retour à la normale faisant suite à la crise sanitaire, s'établit à 4,3%.

La marge brute

Entre 2021 et 2025, la marge brute du Groupe est passée de 47,1m€ à 255,7m€, avec une augmentation de plus de 150 points de base du taux de marge brute sur la période, tel que présenté dans le graphe ci-dessous :



La marge brute est calculée par différence entre le chiffre d'affaires et l'ensemble des charges directes (coût d'achat des prestations voyage, commissions versées aux intermédiaires éventuels et charges de personnel des guides).

Entre 2021 et 2022, le taux de marge brute du Groupe passe de 31,0% à 31,9% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 90 points de base. La sortie progressive du contexte de la Covid-19 ainsi que la souscription accrue à des polices d'assurance dans un contexte encore incertain occasionnent une progression de la marge brute en valeur absolue comme relative.

Entre 2022 et 2023, le taux de marge brute du Groupe passe de 31,9% à 31,6% du chiffre d'affaires, soit une diminution de 30 points de base. Dans un contexte de forte reprise de l'activité assorti d'une inflation importante, la marge brute s'affiche en forte progression en valeur absolue, mais en légère diminution en valeur relative, du fait de la normalisation des niveaux d'annulation et de souscription d'assurances, anormalement élevés en 2022 du fait de la crise sanitaire.

Entre 2023 et 2024, le taux de marge brute du Groupe passe de 31,6% à 32,2% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 60 points de base. L'évolution du taux de marge brute provient principalement de la conjonction du recentrage du portefeuilles des filiales étrangères vers les offres à plus forte valeur ajoutée (en cohérence avec les offres du périmètre France), de l'évolution du mix d'activité (différentiel de croissance entre Voyages sur Mesure, Voyages d'Aventure et Vélo), et de la mise en œuvre d'actions visant à optimiser l'organisation des voyages (amélioration du taux de remplissage sur les voyages en groupe).

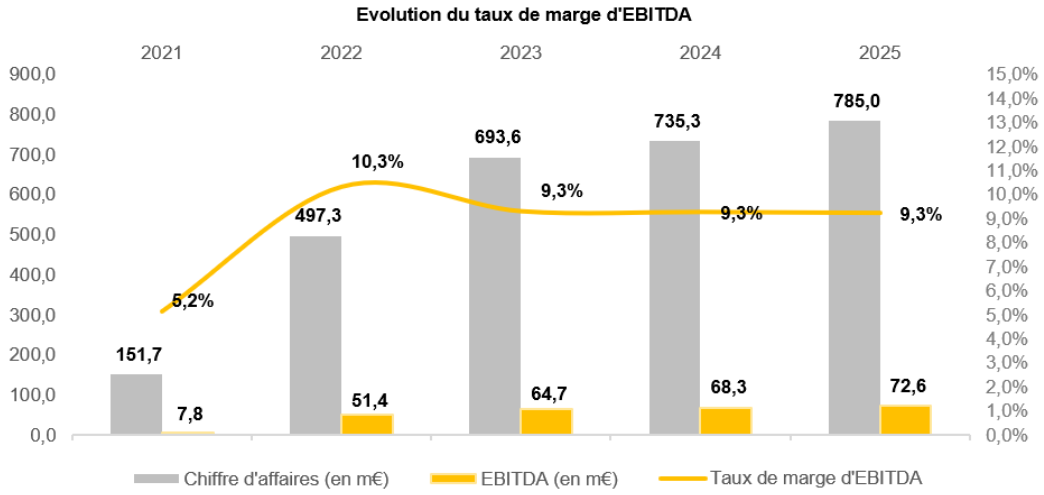
Entre 2024 et 2025, le taux de marge brute du Groupe passe de 32,2% à 32,6% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 40 points de base. L'évolution du taux de marge brute provient principalement de la continuité de la dynamique de l'année précédente, ainsi que de

l'existence d'épiphénomènes engendrant une hausse conjoncturelle du taux de marge (reprise de provisions pour risques sans matérialisation des charges afférentes).

L'EBITDA

L'EBITDA est calculé par ajout des autres produits d'exploitation et charges opérationnelles courantes à la marge brute du Groupe. Tandis que les charges opérationnelles courantes du Groupe comprennent principalement les charges de personnel et les services extérieurs (frais de communication, locaux, honoraires divers…), les autres produits d'exploitation correspondent principalement à l'activation de charges, notamment IT.

Entre 2021 et 2025, l'EBITDA du Groupe est passé de 7,8m€ à 72,6m€, avec une augmentation de plus de 400 points de base du taux de marge d'EBITDA sur la période et une stabilité sur les trois derniers exercices, tel que présenté ci-dessous :



Entre 2021 et 2022, le taux de marge d'EBITDA du Groupe passe de 5,2% à 10,3% du chiffre d'affaires, soit une augmentation de 510 points de base. Cette augmentation significative provient de la conjonction de l'évolution favorable du taux de marge brute, ainsi que de l'absorption de charges liées aux services extérieurs en raison de l'importante amélioration de l'activité. Ces évolutions doivent néanmoins être lues à l'aune d'un contexte restant marqué par la crise sanitaire, avec des aides gouvernementales reçues à hauteur de 4,3m€ et des services extérieurs s'établissant à un niveau non normatif.

Entre 2022 et 2023, le taux de marge d'EBITDA du Groupe passe de 10,3% à 9,3% du chiffre d'affaires, soit une diminution de 100 points de base. Cette diminution provient de la conjonction de l'évolution défavorable du taux de marge brute et de l'augmentation des principaux postes de charges en pourcentage du chiffre d'affaires (notamment les charges de personnel nettes des autres produits d'exploitation, et dans une moindre mesure les services extérieurs), dans un contexte de retour à la normale de l'activité, induisant notamment l'arrêt des aides gouvernementales.

Entre 2023 et 2024, le taux de marge d'EBITDA du Groupe est stable à 9,3% du chiffre d'affaires. Cette stabilité provient de la compensation entre l'évolution favorable du taux de marge brute et la croissance des charges de personnel nettes des autres produits d'exploitation, dans un contexte d'accélération du développement de l'outil informatique de gestion de voyages sur mesure *in-house* Galaxy, ainsi que des activités à l'international.

Entre 2024 et 2025, le taux de marge d'EBITDA du Groupe reste stable à 9,3% du chiffre d'affaires. La continuité de cette stabilité provient de la compensation entre l'évolution favorable

du taux de marge brute et la croissance des charges de services extérieurs, afin notamment d'alimenter le dynamisme des activités à l'international et d'assurer le maintien IT dans un contexte de sophistication des outils existants.

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC)

Le passage entre l'EBITDA et le ROC s'effectue par le poste intermédiaire de dotations nettes aux amortissements et provisions. L'évolution du ROC sur la période 2021-2025 suit la même tendance que celle de l'EBITDA.

Les dotations aux amortissements et provisions sont stables en valeur relative sur l'horizon récent, s'établissant à un niveau d'environ 1% du chiffre d'affaires sur la période 2022-2025. Elles augmentent en valeur absolue en 2023 à la suite de l'acquisition d'EuroFun, en conséquence des amortissements liés aux vélos acquis.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin d'évaluer le Groupe par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par le Groupe, et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le ROC comme étant l'EBIT.

L'agrégat d'EBIT du Groupe, répondant aux dispositions du règlement ANC 2020-01, est comparable dans sa construction à l'EBIT pré-IFRS 16 retenu dans le cadre de l'analyse des comparables boursiers (étant précisé que la norme ASC 842 n'a pas d'impact sur les agrégats opérationnels).

Le Résultat 0pérationnel (RO)

Le passage entre le ROC et le RO correspond à la comptabilisation des dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition, de nature non récurrente.

Ces amortissements et dépréciations sont de nature non significative, le Groupe ayant comptabilisé un montant nul en 2023 et 2025, et un montant de -0,3m€ en 2024.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à 5,3m€ en 2023, 7,1m€ en 2024 et 4,1m€ en 2025. Il est principalement composé du rendement sur les placements de trésorerie, diminué de la charge d'intérêts liée aux OCA.

Le résultat net consolidé

Le résultat net consolidé, qui s'élève à 46,9m€, 50,7m€ et 50,1m€ respectivement en 2023, 2024 et 2025, découle de l'ensemble des éléments décrits ci-avant, après l'intégration notamment d'éléments non-récurrents (résultat exceptionnel) et d'une charge d'impôt sur le résultat avant impôt du Groupe.

1.2.7.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Le bilan économique consolidé du Groupe au titre des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe - Bilan économique			
En m€	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Goodwill	50,8	65,7	66,8
Immobilisations incorporelles	47,9	51,6	54,0
Immobilisations corporelles	14,3	21,2	25,4
Immobilisations financières	2,4	2,9	3,3
Titres mis en équivalence	0,4	0,5	0,0
Actif immobilisé	**115,7**	**141,9**	**149,5**
Actif courant	202,5	234,8	259,3
Passif courant	-324,7	-355,8	-382,9
Besoin en Fonds de Roulement	**-122,2**	**-121,0**	**-123,6**
Impôts différés (nets)	**3,0**	**3,1**	**2,3**
Ecarts de conversion (nets)	**0,1**	**-0,2**	**0,2**
Capitaux Employés	**-3,4**	**23,8**	**28,4**
Capital	4,3	3,4	4,5
Primes	67,7	0,1	84,1
Réserves consolidées	92,6	73,1	97,9
Résultat consolidé - part du Groupe	44,1	47,5	48,4
Autres	-2,4	-1,1	-3,5
Capitaux Propres - part du Groupe	**206,4**	**123,0**	**231,4**
Intérêts minoritaires	21,1	14,3	14,2
Capitaux Propres	**227,5**	**137,3**	**245,6**
Provisions pour litiges	0,8	0,6	0,5
Provisions pour pertes de change latentes	0,2	0,0	0,0
Provisions pour risques	0,3	0,0	1,2
Provisions pour charges	0,1	0,0	0,0
Ecarts d'acquisition négatifs, nets	0,2	0,0	0,0
Provisions	**1,6**	**0,6**	**1,8**
Dette financière	89,8	90,5	5,5
Trésorerie et équivalents	-322,3	-204,7	-224,4
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**-232,5**	**-114,1**	**-218,9**
Capitaux Investis	**-3,4**	**23,8**	**28,4**

Sources : Comptes consolidés au 31 décembre 2023, 2024 et 2025 du Groupe

Au 31 décembre 2025, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 149,5m€ et se compose essentiellement de goodwill, d'immobilisations incorporelles et corporelles. Il inclut également un montant mineur d'immobilisations financières.

Le goodwill du Groupe, qui résulte des acquisitions historiques et notamment de celles d'Eurofun/Eurobike (20,1m€), de KE Limited (7,7m€), de Voyageurs du Monde UK (7,6m€), de Terre d'Aventure (6,1m€), et d'Alibert (4,7m€), s'élève à 66,8m€ au 31 décembre 2025. Son évolution sur la période 2023-2025 s'explique principalement par l'exercice d'une option de vente par les actionnaires minoritaires sur le sous-groupe Eurofun/Eurobike en 2024.

Les immobilisations incorporelles du Groupe s'établissent à 54,0m€ au 31 décembre 2025. Elles se composent principalement de marques identifiées lors d'acquisitions (39,4m€), de licences et logiciels (8,4m€), d'autres immobilisations incorporelles (4,2m€) et de droit au bail (2,1m€). Le poste « Marques » comprend notamment les marques « Allibert » pour 9,0m€, « Eurofun Touristik » pour 6,5m€, « Extraordinary Journeys » pour 3,5m€, « SE Tours » pour 3,4m€, « Terres d'Aventure » pour 3,1m€, et « Radweg-Reisen » pour 2,7m€.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 25,4m€ au 31 décembre 2025, se composent essentiellement de constructions (9,5m€), d'installations techniques (6,1m€), et d'autres immobilisations corporelles relatives à des travaux d'agencement et d'aménagement des agences et hébergements du Groupe (6,1m€).

Les immobilisations financières, d'un montant de 3,3m€ au 31 décembre 2025, correspondent majoritairement à des dépôts de garantie liés aux locaux (2,5m€). Des montants résiduels sont liés à d'autres immobilisations financières (0,2m€), à des titres de participation (0,3m€) relatifs aux sociétés Nocito, Fairmoove, Une ferme du Nil et Active Trail, ainsi qu'à des prêts au personnel (0,3m€). A cette date, il n'existe plus de titres mis en équivalence du fait de l'acquisition d'une participation complémentaire de 45% au capital du sous-groupe La Malle Postale au cours de l'exercice, portant son taux de détention par le Groupe à 80% et entraînant sa comptabilisation en intégration globale.

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

Les capitaux employés au 31 décembre 2025 incluent également les impôts différés nets (2,3m€), qui résultent principalement de décalages fiscaux, de retraitements comptables et de déficits fiscaux reportables, ainsi que des écarts de conversion nets (0,2m€).

Les capitaux propres (part du Groupe) s'élèvent à 231,4m€ au 31 décembre 2025, contre 206,4m€ au 31 décembre 2023. Tandis que ces derniers ont augmenté du fait des résultats générés sur la période, et de la conversion anticipée de l'ensemble des obligations convertibles réservées en 2025, ils ont également subi les effets de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions en 2024 (OPRA), et de la distribution de dividende en 2025 au titre des résultats de l'exercice 2024.

Les provisions, qui s'élèvent à 1,8m€, se composent exclusivement de provisions pour litiges (0,5m€) et de provisions pour risques (1,2m€).

La trésorerie nette comptable du Groupe s'élève à 218,9m€ au 31 décembre 2025 et se compose notamment :

- d'emprunts auprès d'établissements de crédit pour 1,5m€ ;
- d'emprunts obligataires convertibles pour 1,4m€, ainsi que des intérêts courus sur emprunts associés à ces obligations (54k€) ;
- de concours bancaires courants pour 1,3m€ ;
- d'emprunts obligataires pour 1,0m€ ;
- de disponibilités pour 169,1m€ ainsi que des équivalents de trésorerie à hauteur de 55,4m€, totalisant 218,9m€ de trésorerie et équivalents de trésorerie.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des trois derniers exercices, tel que ressortant des comptes consolidés dans un premier temps puis ajusté par nos soins dans un second temps, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe - Besoin en Fonds de Roulement			
En m€	**31/12/2023**	**31/12/2024**	**31/12/2025**
Stocks	1,9	1,9	2,2
en jours de CA	*1 jours*	*1 jours*	*1 jours*
Créances clients	141,8	164,3	177,2
en jours de CA	*75 jours*	*82 jours*	*82 jours*
Créances fiscales et sociales	5,6	7,3	13,9
en jours de CA	*3 jours*	*4 jours*	*6 jours*
Charges constatées d'avance	43,5	49,2	51,8
en jours de CA	*23 jours*	*24 jours*	*24 jours*
Autres actifs courants	9,6	12,2	14,2
en jours de CA	*5 jours*	*6 jours*	*7 jours*
Actif courant	**202,5**	**234,8**	**259,3**
en jours de CA	*107 jours*	*117 jours*	*121 jours*
Dettes fournisseurs	-29,7	-33,7	-36,9
en jours de CA	*-16 jours*	*-17 jours*	*-17 jours*
Dettes fiscales et sociales	-36,3	-38,4	-42,2
en jours de CA	*-19 jours*	*-19 jours*	*-20 jours*
Produits constatés d'avance	-242,3	-272,9	-294,0
en jours de CA	*-128 jours*	*-135 jours*	*-137 jours*
Autres dettes/passifs courants	-16,3	-10,9	-9,7
en jours de CA	*-9 jours*	*-5 jours*	*-5 jours*
Passif courant	**-324,7**	**-355,8**	**-382,9**
en jours de CA	*-171 jours*	*-177 jours*	*-178 jours*
BFR	**-122,2**	**-121,0**	**-123,6**
en jours de CA	*-64 jours*	*-60 jours*	*-57 jours*
Trésorerie non-propriétaire	100,5	108,6	116,8
en jours de CA	*53 jours*	*54 jours*	*54 jours*
Dépôts et cautionnements	2,1	2,5	2,5
en jours de CA	*1 jours*	*1 jours*	*1 jours*
Dette sur acquisition d'immos	3,2	0,4	0,3
en jours de CA	*2 jours*	*0 jours*	*0 jours*
BFR ajusté	**-16,3**	**-9,5**	**-3,9**
Chiffre d'affaires	*694*	*735*	*785*
BFR ajusté en jours de CA	*-9 jours*	*-5 jours*	*-2 jours*
BFR ajusté en % de CA	*-2,4%*	*-1,3%*	*-0,5%*

Sources : Comptes consolidés au 31 décembre 2023, 2024 et 2025 du Groupe, anayses Crowe HAF

Le BFR du Groupe se compose principalement de créances clients et de produits constatés d'avance, et dans une moindre mesure de charges constatées d'avance, de dettes fournisseurs et de dettes fiscales et sociales.

Après retraitement de la trésorerie non-propriétaire et de la dette sur acquisition d'immobilisations, et prise en compte des dépôts et cautionnements, le Groupe dégage un excédent en fonds de roulement ajusté en diminution tendancielle sur la période considérée, passant de -16,3m€ (-9 jours de CA) au 31 décembre 2023 à -3,9m€ (-2 jours de CA) au 31 décembre 2025.

Notamment, le versement systématique d'un acompte par le client avant son départ génère un excédent de trésorerie. Le niveau de cette ressource en fonds de roulement au 31 décembre est dépendant du niveau des prestations facturées pour des départs sur l'exercice suivant, se traduisant dans les PCA en fin d'exercice.

La trésorerie non-propriétaire, calculée par différence entre les PCA et les créances clients, correspond à des acomptes versés par les clients au moment de la réservation, détenus dans les comptes du Groupe jusqu'à 35 jours avant la date de départ effectif du client.

La relative stabilité du BFR retraité sur les trois derniers exercices reflète notamment la maîtrise par le Groupe de ses principaux cycles opérationnels, avec la mise en place de modalités strictes d'encaissement client et de règlement fournisseurs.

Nous comprenons de nos échanges avec le management que la position de BFR au 31 décembre constitue un creux pour l'activité et qu'un ajustement de cette position pour refléter un BFR normatif pourrait être opéré dans le cadre de l'extériorisation de la valeur d'entreprise du Groupe.

Au cas d'espèce, dans la mesure où cet ajustement viserait à combler un besoin en fonds de roulement complémentaire, sa prise en compte aurait un impact négatif sur la valeur par action du Groupe ressortant de nos travaux. Par mesure de prudence, nous n'avons pas tenu compte d'un tel ajustement dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère.

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

En date du 6 juillet 2026, messieurs Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Loïc Minvielle et Frédéric Moulin, ainsi que leurs sociétés respectives Lacasadetometdecarla, Antoineup, Remiup, Six et Sept Investissement et Treize Investissement (ci-après ensemble les « Fondateurs »), et les sociétés Crédit Mutuel Equity SCR, FPCI Kairos-Alpha (représenté par Crédit Mutuel Capital Privé), BNP Paribas Développement, FPS France Investissement Tourisme 2 (représenté par Bpifrance Investissement), FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) et Certares Enrico (ci-après ensemble, à l'exclusion des Fondateurs, les « Investisseurs », et avec les Fondateurs et l'Initiateur, le « Concert ») ont conclu un protocole (ci-après le « Protocole ») visant à acquérir le solde du capital de la Société non détenu.

Notamment, le Protocole prévoit une réorganisation de l'actionnariat de l'Initiateur par voie d'apport de titres (ci-après l'« Apport ») de la Société à l'Initiateur par une partie des Investisseurs, le lancement d'une Offre, suivie d'un éventuel RO en cas de succès de l'Offre, ainsi que le désengagement total ou partiel des Fondateurs et d'une partie des Fondateurs du capital de l'Initiateur pour faire suite à la mise en œuvre du RO.

A cette même date, l'Initiateur a également procédé à l'acquisition auprès de la société Amiral Gestion d'un bloc de 73.969 actions représentant 1,65% du capital et 1% des droits de vote théoriques de la Société (ci-après l'« Acquisition du Bloc Amiral »), au Prix d'Offre Action.

Le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral, le contrat d'Apport et le Protocole d'Accord susmentionnés sont analysés et plus amplement décrits au niveau des sections 6.1, 6.2 et 6.4 du présent rapport.

A la suite de la réalisation des différentes opérations susmentionnées, le Concert détient directement, indirectement et par assimilation 3.886.985 actions de la Société, dont 1.292 actions auto-détenues, l'ensemble de ces actions étant assimilées à celles détenues en propre par le Concert en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, représentant 6.685.170 droits de vote théoriques de la Société. Le Concert détient donc à la date du Projet de Note d'Information, 86,60% du capital et 90,83% des droits de vote théoriques de la Société.

La signature du Protocole étant constitutive d'une action de concert entre les Fondateurs, les Investisseurs, et indirectement l'Initiateur, le Concert a franchi dès lors le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société ; ce franchissement ayant fait l'objet d'une déclaration et de la publication d'un avis de l'AMF en date du 17 juillet 2026.

Le dépôt de l'Offre, qui fait ainsi suite à cette mise en concert, revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En date du 7 septembre 2026, le Concert a déclaré auprès de l'AMF avoir franchi à la hausse le seuil de 90% du capital de la Société, et détenir, directement, indirectement et par assimilation, 4.057.982 actions de la Société, représentant 90,40% de son capital et 93,16% de ses droits de vote théoriques.

Par ailleurs, il est apparu depuis cette date que FPS Nov Tourisme Actions Non Cotées Assureurs – Caisse de Dépôts Relance Durable France (représenté par Montefiore Investment) détenait en outre 3.310 actions et droits de vote qui n'avaient pas été identifiés précédemment.

En tenant compte de l'ensemble de ces éléments, le Concert détient à la date du présent rapport, directement, indirectement et par assimilation, 4.061.292 actions de la Société, représentant 90,48% de son capital et 93,21% de ses droits de vote théoriques.

A l'issue de l'Offre, le Concert a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois suivant sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions et les OCA non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix d'Offre Action et au Prix d'Offre OCA, soit 180,00€ par action et 182,52€ par OCA. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions et des OCA Voyageurs du Monde du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

1.3.2 - Termes de l'Offre

Au total, le Concert détient, directement, indirectement et par assimilation, 3.886.985 actions de la Société représentant, à la date du Projet de Note d'Information, 86,59% du capital et 90,83% des droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, le capital de la Société est réparti comme suit à la date du Projet de Note d'Information :

Voyageurs du Monde - Détail des actions composant le capital				
Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Droits de vote théoriques**	**% des droits de vote théoriques**
Avantage	3 880 015	86,44%	6 673 827	90,68%
Fondateurs associés d'Avantage	5 678	0,13%	11 343	0,15%
Total Concert	**3 885 693**	**86,57%**	**6 685 170**	**90,83%**
Salariés (incluant FCPE)	75 179	1,67%	99 801	1,36%
Actions autodétenues	1 292	0,03%	1 292	0,02%
Flottant	526 562	11,73%	573 692	7,79%
Total autres actionnaires	**603 033**	**13,43%**	**674 785**	**9,17%**
Total des actions	**4 488 726**	**100,00%**	**7 359 955**	**100,00%**

Source : Projet de Note d'Information

Par ailleurs, et postérieurement à l'émission du Projet de Note d'Information, le Concert a procédé à l'acquisition de 170.997 actions de la Société, représentant 3,40% de son capital et 2,33% de ses droits de vote théoriques.

Enfin, il est apparu à la suite de cette dernière acquisition que le Concert détenait en outre 3.310 actions de la Société qui n'avaient pas été identifiées et déclarées lors de l'émission du Projet de Note d'Information, représentant 0,08% de son capital et 0,05% de ses droits de vote théoriques.

L'Offre porte sur la totalité des actions Voyageurs du Monde non détenues, directement ou par voie d'assimilation, par le Concert qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum d'actions Voyageurs du Monde visées par l'Offre égal à 395.684.

Elle porte également sur la totalité des OCA Voyageurs du Monde, ainsi que sur les éventuelles actions susceptibles d'être émises du fait de la conversion desdites OCA, non détenues par le Concert soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 13.201 OCA Voyageurs du

Monde visées par l'Offre, représentant en cas de conversion un nombre maximum d'actions supplémentaires Voyageurs du Monde visées par l'Offre égal à 13.385.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas les actions qui sont susceptibles d'être acquises après la clôture de l'Offre, correspond aux actions gratuites attribuées par la Société et acquises définitivement par leurs attributaires, mais qui sont encore en période de conservation, soit à la connaissance de la Société, un nombre de 31.750 actions gratuites qui font l'objet d'Accords de Liquidité dont les principaux termes sont décrits à la section 6.6 du présent rapport.

Enfin, elle ne vise pas non plus un nombre maximum de 3.900 actions gratuites, répartis entre 2.400 actions gratuites en période d'acquisition et 1.500 actions gratuites relatives à des promesses consenties par la Société envers des salariés du Groupe. Ces actions n'auront pas été émises à la clôture de l'Offre, et feront également l'objet des Accords de Liquidité susmentionné, étant précisé que les 1.500 actions gratuites sous promesses feront l'objet de tels accords lors de la définition du plan afférent.

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 et OCA en circulation, ainsi que les actions gratuites susmentionnées.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions Voyageurs du Monde apportées à l'Offre au prix de 180,00€ par action, et la totalité des OCA Voyageurs du Monde apportées à l'Offre au prix de 182,52€ par OCA.

En cas de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions et les OCA Voyageurs du Monde non détenues par l'Initiateur lui seront transférées moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre Action et au Prix de l'Offre OCA, soit 180,00€ par action et 182,52€ par OCA.

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit 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 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. Il a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF, et 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 :

- Benjamin Dusautoir, Consultant Externe, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA, et disposant de 7 ans d'expérience en évaluation financière (dont 2 ans au sein du cabinet Crowe HAF) ;
- Hugo Pereira, Superviseur, diplômé du Master d'Ingénierie Financière de l'Université Panthéon - Sorbonne Paris 1, et disposant de 4 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Matthias Lebecq, Analyste, diplômé du Master en Évaluation et Transmission d'Entreprises de l'Université Lumière Lyon 2, et disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF.

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

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

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait visant les actions de la société Fiducial Office Solutions initiée par la société Fiducial SC (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 Pizzorno Environnement initiée par Paprec Group (juillet 2026, Etablissement présentateur : Natixis) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Lexibook 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 initiée par la société Eugénie (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 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 initiée par la société Legrand France (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 Groupe ETPO par la société Spie Batignolles (Juillet 2025, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging par la société PBRM Industries (Novembre 2024, Etablissement présentateur : 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 par la société Groupe Paredes Orapi (Octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CM-CIC) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, 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 par la société Carmila (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 du Groupe 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. Maxime Hazim, associé chez Crowe HAF, est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 86.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 360 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, Etablissement Présentateur, Comité d'Offre formé par le Conseil d'Administration) ;
- 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 comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels
- discussion avec la direction du Groupe ;
- analyse du plan d'affaires 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 par action

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)
- analyse du prix par action de la Société ressortant des références à l'Acquisition du Bloc Amiral et à l'Apport de titres,
- analyse des potentiels compléments de prix existant aux termes et conditions des différents contrats.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (à titre principal)
- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- extériorisation de la valeur de l'action de la Société ;

- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini et de la marge d'EBITDA.

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

Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)
- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux du Groupe (dette financière nette et EBIT) ;
- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- extériorisation de la valeur de l'action de la Société par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)
- analyse des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère le Groupe.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)
- analyse des dernières notes des analystes suivant la Société précédant la communication au marché des intentions de l'Initiateur.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Référence à l'OPRA 2024 (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Eléments d'appréciation du prix offert par OCA

Description des méthodes retenues :

Référence au cours de bourse

Référence aux modalités de remboursement

Valeur théorique (méthode optionnelle)

Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action

V Synthèse sur l'appréciation du prix proposé par action et par OCA

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

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

VII Analyse des éléments connexes à l'Offre

VIII Réunions et entretiens avec le Comité d'Offre formé par le Conseil d'Administration de la Société sur l'avancée des travaux de l'expert

IX Analyse des observations écrites des actionnaires

X Rédaction du rapport d'expertise indépendante

XI Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XII Revue indépendante

XIII Présentation des conclusions au Comité d'Offre et au Conseil d'Administration de la Société

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration du Groupe a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, le 7 juillet 2026.

Notre mission s'est déroulée du 10 juillet 2026 au 21 septembre 2026. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 8 juillet au 19 juillet 2026 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation.
    - Premier échange avec le Comité d'Offre (kick-off),
    - Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles, et analyses des caractéristiques des OCA,
    - Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,
    - Echanges avec l'Etablissement Présentateur.

- Du 20 juillet au 6 septembre 2026 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse des transactions récentes sur le capital, analyse de la liquidité et du cours de bourse et du cours des OCA, analyse de la volatilité du cours de bourse, travaux d'évaluation.
    - Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur,
    - Analyse des éléments connexes à l'Offre,
    - Présentation des travaux et échanges avec le Comité d'Offre.

- Du 7 septembre au 21 septembre 2026 :
    - Rédaction du rapport et revue indépendante,
    - Présentation du rapport au Comité d'Offre et au Conseil d'Administration de la Société.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Voyageurs du Monde (Groupe objet de l'Offre)

- M. Alain Capestan, Directeur Général Délégué de Voyageurs du Monde et président du Comité d'Offre
- Mme Emeline Bordier, Directrice Financière de Voyageurs du Monde et membre du Comité d'Offre
- Mme Caroline Giral, membre du Comité d'Offre
- Mme Claire Chateau, Directrice juridique du Groupe

Cabinet D'hoir Beaufre Associés (Conseil juridique de Voyageurs du Monde)

- Philippe D'hoir, Avocat Associé
- Amélie Meyronin, Avocate

Portzamparc (Etablissement Présentateur)

- M. Cyrille Gonthier, *Managing Director*, *Head of Corporate Finance*
- M. Loïc Bonneville, *Managing Director*, *Corporate Finance*
- M. Gino Gogo, *Vice-President*, *Corporate Finance*
- M. Arnaud Despre, *Equity analyst*

2.6.4 - Informations utilisées

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

- Les études sur le secteur des agences de voyages et l'industrie mondiale du tourisme réalisées par Xerfi et publiées respectivement en avril 2026 et décembre 2025,

- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc…),

- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025,

- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2021, 2022, 2023, 2024 et 2025,

- les comptes sociaux au 31 décembre 2025 de l'Initiateur,

- l'ensemble de la documentation relative aux intérêts minoritaires faisant l'objet de promesses d'achat et/ou de vente, et le fichier excel présentant l'évaluation en valeur de marché de ces intérêts minoritaires,

- les tests de dépréciation réalisés par le Groupe au 31 décembre 2025, et la revue du WACC par les commissaires aux comptes à cette même date,

- la décomposition de la preuve d'impôt au titres des exercices 2024 et 2025, ainsi que des impôts différés au 31 décembre 2025,

- la documentation relative aux appels de fonds pour les besoins du paiement du dividende versé en juin 2026,

- les informations fournies par le Groupe relatives aux éléments prévisionnels, notamment le plan d'affaires 2026-2030 du Groupe établi par le Management,

- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et aux droits de vote au 31 décembre 2025 et au 31 août 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 des méthodes analogiques,

- les notes des analystes suivant la valeur de la Société,

- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe,

- l'ensemble de la documentation juridique relative aux éléments connexes à l'offre, et notamment le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral, le contrat d'Apport, le règlement général du FCPE Voyageurs du Monde, le Protocole, le pacte d'actionnaires en vigueur, et le modèle de promesses unilatérales d'achat et de vente de titres relatif au mécanisme de liquidité au profit des attributaires d'actions gratuites.

- le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse relatifs à la présente Offre,

- le rapport d'évaluation de Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

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

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

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 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 Action

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 Action.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au 31 décembre 2025, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 4.468.928 actions ; la différence avec le nombre d'actions total présenté dans le Projet de Note d'Information, soit 4.488.726, correspondant à l'attribution définitive de 16.675 actions gratuites (ci-après « AGA ») en mai 2026 (1.600) et en juin 2026 (15.075), en vertu des termes et conditions des plans en vigueur, ainsi qu'à la conversion de 3.078 OCA par leurs porteurs, entraînant la création de 3.123 actions de la Société par voie d'augmentation de capital.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe, il convient de retraiter le nombre d'actions total composant le capital de l'auto-détention au 31 décembre 2025 (1.909 actions ordinaires).

Par ailleurs, et afin d'extérioriser le nombre d'actions pleinement dilué de la Société au 31 décembre 2025, il convient également de tenir compte :

- des 16.675 actions gratuites attribuées définitivement en mai 2026 et en juin 2026 ;
- de 3.900 actions gratuites qui sont en période d'acquisition (2.400) ou ont fait l'objet de promesses de la Société vis-à-vis de salariés (1.500) ;
- de la conversion de l'ensemble des 16.279 OCA (fortement dans la monnaie) en circulation à cette date par leurs porteurs, sur la base d'une parité de conversion de 1,014, entraînant la création de 16.506 actions de la Société par voie d'augmentation de capital.

Nous avons retenu dans notre appréciation du nombre d'actions pleinement dilué de la Société une hypothèse d'acquisition définitive des 3.900 actions gratuites en période d'acquisition ou faisant l'objet de promesses dans la mesure où d'une part les attributaires sont des managers clés du Groupe, de telle sorte qu'il semblait raisonnable de retenir un respect du critère de présence de l'ensemble de ces derniers sur la durée d'acquisition, et où d'autre part la réalisation du plan d'affaires suppose le respect des éventuels critères de performance qui sont ou devraient être mis en place.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, le Groupe n'a pas émis d'instruments ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, au capital de la Société (bons de souscription d'actions, etc…) autres que ceux évoqués ci-dessus.

Ainsi, nous retiendrons pour les besoins de nos travaux d'évaluation, un nombre d'actions de **4.504.100**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Société - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	4 468 928
- Autodétention	-1 909
+ Plans d'AGAs	20 575
+ Conversion OCA	16 506
Nombre d'actions en circulation	**4 504 100**

Source : Management

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 trésorerie nette du Groupe au 31 décembre 2025, ajustée d'éléments encaissables et décaissables, d'éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation, et d'éléments ayant fait l'objet d'un transvasement entre BFR et trésorerie nette. La trésorerie nette ajustée du Groupe repose ainsi en premier lieu sur des données bilancielles récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant en section 1.2.7.2, la trésorerie nette s'élève à 218,9m€ au 31 décembre 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe - Dette financière / Trésorerie nette	
En m€	**31/12/2025**
Emprunts obligataires convertibles	1,4
Emprunts obligataires	1,0
Emprunts auprès des établissements de crédit	1,5
Autres emprunts et dettes assimilées	0,2
Intérêts courus sur emprunts	0,1
Concours bancaires courants	1,3
Comptes courants associés	0,1
= Emprunts auprès d'établissements de crédit	**5,5**
- Equivalents de trésorerie	-55,4
- Disponibilités	-169,1
= Trésorerie et équivalents de trésorerie	**-224,4**
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**-218,9**

Source : Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2025

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter la trésorerie, ou à diminuer la dette financière, du Groupe :

- le retraitement des emprunts obligataires convertibles (y compris les intérêts courus afférents à ces dernières), dans la mesure où les obligations convertibles sont dans la monnaie et ont de ce fait été prises en compte au niveau du nombre d'actions pleinement dilué dans le cadre de notre analyse multicritère (voir section 3.1.1 *supra*) ;
- les titres de participation non consolidés, qui ne sont pas pris en compte au niveau de la valeur d'entreprise ressortant de l'évaluation multicritère, pour un montant de 0,3m€. Nous précisons que nous avons retenu la valeur comptable et n'avons pas procédé à une réévaluation en valeur de marché de ces titres de participation non consolidés après discussion avec le Management, dans la mesure où (i) ces derniers ont une valeur non significative aux bornes du Groupe, et (ii) il n'existe pas d'indice d'appréciation de valeur au niveau des sociétés relatives à ces titres de participation non consolidés ;
- les prêts au personnel, de nature non opérationnelle, pour un montant de 0,3m€ ;
- les autres immobilisations financières, de nature non opérationnelle, pour un montant de 0,2m€.

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter la dette financière, ou à diminuer la trésorerie, du Groupe :

- le retraitement de la trésorerie non-propriétaire, correspondant à un élément de fonds de roulement à caractère opérationnel, pour un montant de 116,8m€. Nous précisons que les intérêts financiers issus de placement de cette trésorerie non-propriétaire ont été pris en compte dans l'analyse multicritère ;
- les intérêts minoritaires en valeur comptable, dans une hypothèse maximisant la valeur, pour un montant de 14,2m€. A titre informatif, la réévaluation en valeur de marché des principaux intérêts minoritaires en accord avec les termes et conditions des promesses d'achat et/ou de vente en vigueur au sein du Groupe aurait un impact négatif sur l'extériorisation de la valeur par action de la Société compris entre 2,0€ et 3,0€ ;
- les provisions pour indemnité de départ à la retraite de 2,3m€, correspondant à leur montant brut (3,1m€) net de fiscalité au taux applicable aux bornes du Groupe (25,8%) ;

- les provisions pour risques et charges (hors provisions pour pertes de change latentes de nature non décaissable) de 1,7m€, correspondent à leur montant brut en raison de leur déductibilité fiscale lors de l'exercice de constatation de la provision ;
- les dettes résiduelles sur acquisitions d'immobilisations, pour un montant de 0,3m€ ;
- la distribution de dividendes intervenue en juin 2026, sur la base du nombre d'actions ayant effectivement reçu le paiement du dividende (4.487.067) et du montant unitaire du dividende (6,70€), pour un montant de 30,1m€.

Nous précisons que nous n'avons pas tenu compte dans notre appréciation de la dette financière nette ajustée du Groupe :

du sort des rompus au niveau de la conversion des OCA (voir section 4.1) ; le nombre d'actions issues de leur conversion depuis le 31 décembre 2025 correspondant approximativement au ratio de conversion de 1,014 en vigueur.
- du montant lié à la cession d'actions en autocontrôle depuis le 31 décembre 2025, dans la mesure où l'impact des actions en autocontrôle est déjà pris en compte au niveau de l'appréciation du nombre d'actions pleinement dilué de la Société.

La trésorerie nette ajustée du Groupe s'élève ainsi à 55,7m€ au 31 décembre 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe - Passage de la VE à la VCP	
En m€	**31/12/2025**
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	**-218,9**
- Emprunts obligataires convertibles (avec intérêts courus)	-1,4
- Titres de participation	-0,3
- Prêts au personnel	-0,3
- Autres immobilisations financières	-0,2
+ Trésorerie non propriétaire	116,8
+ Intérêts minoritaires	14,2
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	2,3
+ Provisions pour risques et charges	1,7
+ Dette sur acquisition d'immobilisations	0,3
+ Distribution de dividende 2026	30,1
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée	**-55,7**

Source : Comptes consolidés annuels du Groupe au 31 décembre 2025, Analyses Crowe HAF
** Nets d'impôts*

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans le cadre de l'analyse multicritère, un montant correspondant à une situation de trésorerie nette ajustée de **55,7m€**.

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 un mix entre approche *bottom-up* (court-terme) et *top-down* (moyen-terme), à partir des informations communiquées par les différentes filiales, relatives notamment aux départs acquis en 2026 et à une revue des dynamiques de marché à la date de construction du plan, et a fait l'objet d'un suivi à une date proche du présent rapport pour les besoins de la supervision de l'activité et des perspectives du Groupe, ainsi que de la réalisation de l'Offre.

Il a fait l'objet d'une revue et d'une approbation en Conseil d'Administration le 7 juillet 2026.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe est un plan d'affaires consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2026 au 31 décembre 2030) et tient compte du périmètre actuel du Groupe, ainsi que de projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 (voir section 3.3.2.2). En revanche, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Au niveau du périmètre actuel du Groupe, il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur la prise en compte du nombre de clients (maturité, traction de marché, positionnement et critères de différentiation, étoffement de la proposition de services, retour sur investissements…) et des prix pratiqués par chacune des filiales, mais également sur le benchmark de la tendance de croissance historique sur le moyen et le long-terme.
- au niveau de marge brute, qui évolue notamment selon le mix d'activité et les tarifs des différents prestataires et partenaires commerciaux,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio EBITDA / chiffre d'affaires), tenant compte notamment des frais généraux, charges externes et coûts de ventes,
- aux investissements nécessaires au maintien de la base d'actifs immobilisés (parc de vélos, locaux et environnement informatique), et aux amortissements découlant de ces investissements,
- au niveau de BFR, en cohérence avec le niveau historique.

Les prévisions opérationnelles à périmètre constant ont été établies sur la base d'un mix entre approche *bottom-up* et *top-down*, en définissant la trajectoire de l'évolution du chiffre d'affaires et des niveaux de marge au niveau des différentes filiales du Groupe.

Au niveau des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, le plan d'affaires résulte notamment d'hypothèses macroéconomiques et microéconomiques, et tenant compte des effets de la pérennisation de la marge brute au niveau de la croissance de l'activité, ainsi que des moyens humains et matériels nécessaires au *ramp-up* de l'activité.

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.

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)

La norme IAS 36 vise à garantir que les actifs d'une entité ne sont pas comptabilisés pour une valeur qui excède leur valeur recouvrable. Elle fournit des indications sur le moment où il faut déterminer qu'un actif s'est déprécié, la façon de déterminer sa valeur recouvrable, et le moment de comptabilisation une perte de valeur, ainsi que sur la reprise d'une perte de valeur.

En vertu de cette norme, l'entreprise doit réaliser obligatoirement un test de dépréciation à la clôture de chaque exercice, lorsqu'il existe un indice de perte de valeur de l'immobilisation.

Au cas d'espèce, un test de dépréciation (« *impairment test* ») a été effectué au 31 décembre 2025 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) du Groupe, étant précisé que les prévisions propres à ces UGT correspondent à une version du plan d'affaires antérieure à celle utilisée dans le cadre de nos travaux, ne tenant pas compte des effets des tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et Israël d'un côté, et l'Iran de l'autre côté.

La valeur d'utilité des différentes UGT est ensuite déterminée à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).

A titre informatif, le Groupe a notamment retenu dans le cadre de ses tests de dépréciations un taux d'actualisation compris entre 10,1% et 12,2% pour les zones situées en Europe et en Amérique du Nord, tenant notamment compte d'un taux d'actualisation de 11,2% pour la France, ainsi que des taux compris entre 13,8% et 14,6% pour les zones situées en Afrique et en Amérique du Sud, étant précisé que ces taux d'actualisation correspondent à des contrevaleur en devise euro et USD selon la zone prise en compte, et un taux de croissance à long-terme autour de 2,0%. Nos observations relatives à l'utilisation de ces paramètres sont les suivantes :

- Hors prise en compte des risques spécifiques retenus sur les zones Afrique et Amérique du Sud, qui représentent une contribution marginale aux bornes du plan d'affaires du Groupe, les taux d'actualisation s'inscrivent en cohérence avec le taux d'actualisation retenu par nos soins (section 3.3.2.5) ;

- le taux de croissance à long-terme correspond à celui retenu par nos soins, étant précisé que nous tenons également compte dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs des effets de la rationalisation de la marge opérationnelle au niveau du flux normatif (sections 3.3.2.2 et 3.3.2.6).

3.1.3.4 - Comparaison du plan d'affaires en vigueur lors de l'OPRA et du réalisé

Dans le cadre de la réalisation de nos travaux, nous avons effectué la comparaison entre le plan d'affaires en vigueur lors de la réalisation de l'OPRA intervenue en 2024 et le réalisé pour les années 2024 et 2025, afin notamment de rationaliser les trajectoires du plan d'affaire retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation (dernier plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration en date du 7 juilllet 2026).

Les principales divergences existantes entre le plan d'affaires en vigueur lors de la réalisation de l'OPRA intervenue en 2024 et le réalisé pour les années 2024 et 2025 sont les suivantes :

- Le TCAM du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe sur la période est légèrement supérieur à celui extériorisé dans le plan d'affaires utilisé pour les besoins de la réalisation de l'OPRA (6,4%, contre 5,1%). Cette augmentation s'explique principalement par les effets des opérations de croissance externe, étant rappelé que le croissance organique à périmètre constant sur la période s'élève à 4,3% (voir section 1.2.7.1), soit un niveau inférieur aux prévisions du plan d'affaires de l'OPRA ;

- le taux de marge brute moyen réalisé par le Groupe sur la période s'inscrit en progression d'environ 100 points de base en rapport de celui extériorisé dans le plan d'affaires utilisé pour les besoins de la réalisation de l'OPRA. Cette augmentation s'explique principalement par les effets du recentrage du portefeuilles des filiales étrangères vers les offres à plus forte valeur ajoutée et de l'optimisation de l'organisation des voyages entraînant une amélioration des taux de remplissage des voyages en groupe, ainsi que d'épiphénomènes intervenus sur l'année 2025 (voir section 1.2.7.1).

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Méthode des transactions comparables,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Référence à l'OPRA 2024.

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

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Groupe. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Groupe.

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.

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

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (part du Groupe) au 31 décembre 2025 s'élève à 231,4m€, soit une valeur de 51,37€ par action de la Société. Après retraitement du dividende de 6,70€ versé en juin 2026, l'Actif Net Comptable ajusté ressort à 44,67€.

Le Prix d'Offre Action proposé de 180,00€ extériorise une prime de 303,0% sur cette dernière valeur.

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

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

Elle consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers de la société.

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 de la société évaluée 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 au Groupe, opérant dans le secteur du voyage et du tourisme en ligne.

Il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et Voyageurs du Monde demeure limitée. Les cibles retenues recouvrent des modèles économiques hétérogènes, allant de la plateforme de réservation en ligne grand public (Despegar.com) à l'agrégateur technologique B2B de distribution de voyages (TBO Tek), en passant par un groupe diversifié

couvrant tourisme, croisières et shipping (Salamis Tours) ou un grossiste B2B2C en voyages de luxe (Classic Vacations).

Seule la cible Scott Dunn, tour-opérateur britannique positionné sur le voyage sur mesure haut de gamme, présente un profil d'activité relativement proche de celui de Voyageurs du Monde, mais ne saurait à elle seule constituer un échantillon représentatif.

S'ajoutent à ces divergences de modèles économiques des écarts significatifs en termes de génération du chiffre d'affaires, de structure de rentabilité, de présence géographique et de taille.

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 suffisante et robuste.

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

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

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.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse.

3.2.5 - 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.

Les cours cibles disponibles à la date la plus récente, avant annonce de l'Offre, des deux analystes suivant la valeur de Voyageurs du Monde sont présentés ci-après :

Société - cours cible des analystes	
En €	
Oddo BHF	180,00
TP ICAP Midcap	187,00
Moyenne	**183,50**

Source : Notes d'analystes datées respectivement d'avril et de juin 2026, Note d'opération, Analyses Crowe HAF

Au cas d'espèce, la Société fait l'objet d'un suivi régulier par deux analystes financiers (Oddo BHF et TP ICAP), ce qui ne permet pas d'établir un consensus suffisant d'analystes sur la valeur de son action.

La référence aux objectifs de cours des analystes a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, les objectifs de cours des analystes ressortent en moyenne à une valeur de 183,50€ par action de la Société. Après retraitement du dividende de 6,70€ versé en juin 2026, les objectifs de cours des analystes ajustée ressortent en moyenne à 176,80€.

Le Prix d'Offre Action proposé de 180,00€ extériorise une prime de 1,8% sur cette dernière valeur.

3.2.6 - Référence à l'OPRA 2024

La référence à l'OPRA 2024 consiste à extérioriser la valeur de la Société retenue dans le cadre de la réalisation de l'opération intervenue en 2024, portant sur l'acquisition par la Société de 866.666 de ses propres actions au prix de 150,00€.

Nous excluons cette méthode, en considérant que la référence de valeur, du fait de son ancienneté, ne permet pas de capter pleinement la valeur de la Société dans le cadre de l'appréciation de l'équité du Prix d'Offre Action.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

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

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal),
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Référence au cours de bourse (à titre principal),
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).

3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette approche consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes intervenues sur son capital.

Au cas d'espèce, les transactions récentes intervenues sur le capital de la Société auxquelles il sera fait référence dans cette partie correspondent à :

- l'Acquisition du Bloc Amiral, en juillet 2026, par l'Initiateur auprès de la société Amiral Gestion, représentant au total 73.969 actions, soit 1,65% du capital et 1,00% des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'Apport de titres de la Société, en juillet 2026, à l'Initiateur par les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance, représentant au total 1.012.234 actions, soit 22,54% du capital et 13,73% des droits de vote théoriques de la Société.

Les différentes transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ont permis aux membres du Concert de détenir 3.887.321 actions de la Société (après prise en compte des 1.628 actions autodétenues par la Société), représentant 86,60% de son capital et de 90,67% ses droits de vote théoriques à la date du Projet de Note d'Information.

3.3.1.1 - <u>Référence à l'Acquisition du Bloc Amiral</u>

En date du 7 juillet, l'Initiateur a fait l'acquisition de 73.969 actions de la Société, représentant 1,65% de son capital et 1,00% de ses droits de vote théoriques, auprès de la société Amiral Gestion, pour un prix par action de 180,00€.

Le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral présente notamment le prix de cession et les conditions relatives à l'octroi d'un potentiel complément de prix. L'analyse de la documentation juridique de l'opération, et notamment du contrat susmentionné, est présentée en section 6.1.

Il ressort des conditions relatives à l'octroi d'un potentiel complément de prix que celui-ci n'est pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre Action.

Ainsi, le Prix d'Offre Action de 180,00€ correspond au prix retenu dans le cadre de l'opération d'Acquisition du Bloc Amiral.

3.3.1.2 - Référence à l'Apport de titres

En date du 6 juillet, l'Initiateur a fait l'acquisition de 1.012.234 actions de la Société, représentant 22,54% de son capital et 13,73% de ses droits de vote théoriques, par voie d'apport auprès des sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance, pour un prix par action de 180,00€.

Le contrat d'Apport décrit les mécanismes de détermination de la valeur par action de la Société et de l'Initiateur et la parité d'échange résultante, ainsi que la rémunération de l'Apport. L'analyse de la documentation juridique de l'opération, et notamment du contrat susmentionné, est présentée en section 6.2.

Aux termes du contrat d'Apport, il a été convenu la fixation d'un prix de 180,00€ par action de la Société, et de 1,70€ par action de l'Initiateur, correspondant par transparence au prix de 180,00€ par action de la Société (l'Initiateur étant une société holding détenant exclusivement des actions de la Société).

Il ressort de l'analyse de la rémunération de l'Apport que celle-ci n'est pas de nature à remettre en cause le prix de 180,00€ retenu, directement et indirectement, dans le cadre de la détermination de la parité d'échange.

Ainsi, le Prix d'Offre Action de 180,00€ correspond, directement et indirectement, au prix retenu dans le cadre de l'opération d'Apport de titres.

3.3.1.3 - Conclusion

Les transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, soit l'Acquisition du Bloc Amiral représentant 73.969 actions et 1,65% du capital de la Société, et l'Apport de titres représentant 1.012.234 actions et 22,54% du capital de la Société, correspondent à un ensemble d'opérations qui ont permis au Concert de réunir aujourd'hui les conditions nécessaires au dépôt d'une Offre Publique de Retrait.

En outre, bien que l'opération d'Apport concerne uniquement des membres du Concert, nous rappelons que ces derniers, tous actionnaires de l'Initiateur, constituent des parties libres, éclairées et indépendantes dont les intérêts divergent dans le cadre de l'opération (les apporteurs ayant intérêt à maximiser leur relution au capital de l'Initiateur, tandis que les autres actionnaires ont intérêt à minimiser leur dilution).

Ainsi, les prix extériorisés au niveau des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société constituent une référence importante dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre Action.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ correspond aux prix retenus dans le cadre de l'Acquisition du Bloc Amiral et de l'Apport de titres.

Nous précisons par ailleurs que, tel que présenté en section 6.4.4, les Fondateurs et une partie des Investisseurs procéderont, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, à la cession par voie de réduction de capital de tout ou partie de leur participation au capital de l'Initiateur, pour un prix correspondant par transparence au Prix d'Offre Action.

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

3.3.2.1 - Définition de la méthode

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

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en décembre 2030 d'après le plan d'affaires construit par le Management. Nous avons projeté les flux jusqu'en 2033 afin d'atteindre une normalisation de l'activité, dans la mesure où (i) la croissance de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires restait importante, et (ii) la marge opérationnelle présente un caractère non-normatif du fait du *ramp-up* des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

Chiffre d'affaires

Le plan d'affaires du Groupe présente une croissance homogène du chiffre d'affaires sur la période 2027-2030, variant entre environ 5,0% et environ 6,5% sur la période, pour un TCAM d'environ 5,5%. Après retraitement du chiffre d'affaires des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 (périmètre constant), le plan d'affaires du Groupe présente sur cette période une croissance en ligne avec la croissance historique du Groupe sur la période 2023-2025 (4,3% - voir section 1.2.7.1).

Sur les prochaines années, le Groupe devrait profiter de la conjonction de différents facteurs inhérents à son positionnement et à sa proposition de valeur, à l'étoffement/hypersegmentation de sa gamme d'offre et à l'expansion de son maillage territorial. Néanmoins, et tandis que ce dernier dispose de parts de marché significatives en France, qui limitent fortement ses capacités de croissance sur son premier marché (la notoriété de ses marques lui permettant notamment de conserver ses parts sur un marché concurrentiel), l'importante pression concurrentielle existant aux Etats-Unis et au Canada, ainsi que l'existence d'acteurs internationaux à forte notoriété, peuvent engendrer des difficultés de gains de parts de marché à l'international, associées à un coût d'acquisition client plus important pour le Groupe en rapport de son marché de référence.

Le Groupe anticipe une croissance relativement faible (inférieure à 1,0%) de son chiffre d'affaires entre 2025 et 2026, du fait des tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et Israël d'un côté, et l'Iran de l'autre côté, qui ont notamment eu pour conséquence non seulement de perturber les voyages au niveau des pays du Golfe et dans les zones alentour (certains pays du Golfe étant d'importants *hubs* aéroportuaires), engendrant des rapatriements, des annulations, des reports ou des modifications de plan de vol, mais également de causer une contraction de la demande dans un contexte incertain.

En conséquence, le chiffre d'affaires des activités Voyages sur Mesure et Voyages d'Aventure à périmètre constant sont attendus stables sur la période ; le dynamisme des activités à l'international et l'intégration en année pleine de la société La Malle Postale sur l'activité Voyages d'Aventure ayant permis de compenser notamment la décroissance des principales filiales (Voyageurs du Monde, Comptoir des Voyages, Terres d'Aventure, Allibert Trekking).

En raison de son maillage géographique, cantonné en Europe de l'Ouest, l'activité Vélo ne devrait pas subir les effets de ces tensions géopolitiques et est attendu en croissance de plus de 5,0%, avec la prise en compte des effets des synergies mises en œuvre (logistique et distribution entre les marques, et regroupement de structures par activité).

La contribution des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 est non significative en 2026.

La dynamique du plan d'affaires sur la période 2027-2030 est portée par la conjonction des éléments suivants :

- un TCAM des différentes activités du Groupe d'environ 4,0% à périmètre constant, reflétant d'une part la normalisation des croissances en cohérence avec les tendances constatées sur l'historique long, en raison de l'existence de parts de marché importantes pour le Groupe sur le périmètre France, limitant ses perspectives de croissances, et de la croissance structurelle de l'activité Vélo au regard de son positionnement, et d'autre part la conjonction du dynamisme à l'international (y compris le *ramp-up* de l'agence de Zurich, ouverte en 2025 au niveau de l'activité Voyages sur Mesure), de la poursuite des synergies, et de l'hypersegmentation de la gamme d'offres ;

- le *ramp-up* des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, avec le déploiement du site Voyageurs du Monde à l'international, l'implantation d'agences en Europe (Allemagne, Italie Autriche, Benelux et pays nordiques), aux Etats-Unis et au Canada, l'étoffement de la gamme d'offre permettant d'élargir la cible sur l'activité Voyages d'Aventure, et la rénovation de deux *steamers* et la création d'une ferme sur les bords du Nil en Egypte. En fin d'horizon explicite du plan d'affaires, les projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 devraient représenter un chiffre d'affaires de l'ordre de 65m€.

Ainsi, le chiffre d'affaires prévisionnel du Groupe intègre, outre la croissance à périmètre constant (en lien avec la croissance historique et les tendances de long-terme), des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025.

Nous comprenons de nos échanges avec le Management que la normalisation de la croissance des projets de développement *from scratch* du Groupe s'effectue sur un temps-long (environ une dizaine d'années), de telle sorte que ces derniers n'auront pas fini de produire leurs effets en fin d'horizon explicite du plan d'affaires.

Néanmoins, ces projets de développement nécessitent également la cristallisation de *quanta* de charges (opex ou capex) supérieurs à ceux du Groupe sur leurs projets à maturité (en rapport du chiffre d'affaires généré).

Ainsi, et dans la mesure où la méthode des flux de trésorerie actualisés suppose de retenir conceptuellement un taux de croissance à long-terme reflétant la maturité du Groupe sur l'ensemble de sa proposition de valeur, nous avons tenu compte dans le cadre de l'élaboration de notre flux normatif de la rationalisation de l'ensemble des charges des projets en développement vers des niveaux de charge cohérents avec ceux du Groupe sur leurs projets à maturité.

Marge brute

Le taux de marge brute est relativement stable sur l'horizon du plan d'affaires, avec une baisse de l'ordre de 40 points de base entre 2025 et 2026 et une remontée progressive jusqu'en 2030, et est attendu entre 32,0% et 33,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

La stabilité du taux de marge brute résulte de la conjonction de plusieurs éléments, que nous présentons ci-dessous :

- l'évolution du mix d'activités et de sous-activités à périmètre constant, engendrant une légère augmentation du taux de marge brute ;

- le changement de GDS (*Global Distribution System*) entamé dans le courant de l'année 2025, au regard des difficultés financières de Galileo, vers Amadeus, entraînant une diminution contractuelle des taux de rétrocommissions avec un effet année pleine en 2026 ;

- un effet de base entre 2025 et 2026, lié à l'existence d'épiphénomènes engendrant une hausse conjoncturelle du taux de marge en 2025.

Nous précisons que le plan d'affaires intègre une stabilité du taux de marge brute des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 (*i.e.* une optimisation du taux de marge brute dès l'année 1).

Nous comprenons de nos échanges avec le Management que la prise en compte de cette hypothèse est le corollaire des hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires de ces projets, et vise à maîtriser la croissance tout en pérennisant la structure de marge.

Marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA est en diminution sur l'horizon du plan d'affaires, avec une baisse de l'ordre de 150 points de base entre 2025 et 2026 et une augmentation de l'ordre de 60 points sur le reste de l'horizon explicite, et est attendu aux alentours de 8,5% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

Entre 2025 et 2026, la diminution du taux de marge d'EBITDA provient majoritairement de :

- la baisse du taux de marge brute, pour les raisons exposées *supra* ;

- la faible croissance du chiffre d'affaires à périmètre constant (voir *supra*), et qui ne permet pas d'absorber notamment l'augmentation de la masse salariale sur la période (recrutements et augmentation salariale) ; le Groupe faisant le choix de ne pas procéder à la rationalisation du poste afin de ne pas pénaliser sa croissance future, en considérant que les tensions géopolitiques constituent un élément conjoncturel qui ne remet pas en cause ses fondamentaux de long-terme ;

- l'évolution du mix de sous-activités au profit de l'international, engendrant des coûts de communication plus important afin d'accroître la notoriété et la visibilité du Groupe (qui ne bénéficie pas de la même image de marque que sur son marché principal), sur des marchés à forte intensité concurrentielle et pour lesquels les coûts d'acquisition clients sont plus élevés ;

- le *ramp-up* des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, dans la mesure où (i) la croissance de ces projets est financée en partie aux moyens de la matérialisation de charges opérationnelles, et (ii) ces derniers n'ont pas encore atteint une taille suffisante pour bénéficier des mêmes économies d'échelle que les projets à maturité du Groupe.

Sur la période 2027-2030, l'évolution du taux de marge d'EBITDA provient de la hausse du taux de marge brute, de la rationalisation du *quantum* de charges lié à la masse salariale, étant précisé que ce dernier n'a pas retrouvé son niveau normatif de 2025 en fin de plan d'affaires, de la continuité de la hausse des coûts de communication permettant de maintenir le dynamisme de l'international, et du *ramp-up* des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, engendrant notamment une convergence progressive des taux de charges opérationnelles vers ceux des projets à plus forte maturité.

Néanmoins, la marge d'EBITDA du Groupe n'est pas normative en fin d'horizon explicite du plan d'affaires. Pour les raisons présentées *supra* (section relative au chiffre d'affaires), nous avons tenu compte dans le cadre de l'élaboration de notre flux normatif de la rationalisation de l'ensemble des charges des projets en développement vers des niveaux de charge cohérents avec ceux du Groupe sur leurs projets à maturité.

En outre, nous avons pris en compte la normalisation du taux de charges lié à la masse salariale vers la moyenne des années historiques 2023-2025 à périmètre constant, en considérant que son évolution provient uniquement d'un effet de base en 2026.

Enfin, nous avons également retenu un taux de charges lié aux actions de communication correspondant à la moyenne des années historiques 2023-2025, afin de s'inscrire en cohérence avec le taux de croissance à long-terme retenu dans notre évaluation par la méthode des flux de trésorerie actualisés.

En effet, il existe un différentiel de croissance entre le périmètre France et l'international qui devrait entraîner une évolution du mix géographique du Groupe en faveur de la zone la plus dynamique (*i.e.* l'international). Dans la mesure où il est difficile d'anticiper le mix géographique à long-terme au regard du manque de recul du Groupe sur ses capacités à maintenir le dynamisme de ses activités à l'international, nous avons retenu un taux de croissance à long-terme correspondant à la zone France dans nos travaux d'évaluation.

Afin de compenser l'éventuel déficit de croissance lié à la prise en compte de ce taux de croissance à long-terme, nous n'avons pas pris en compte dans l'élaboration du flux normatif le coût supplémentaire lié aux actions de communication à l'international et avons considéré un taux de charges correspondant à celui du périmètre France.

Dotations aux amortissements

Les taux de dotations aux amortissements sont stables en valeur relative sur l'horizon du plan d'affaires, légèrement supérieurs à -1,0% du chiffre d'affaires.

Ils se situent en progression modérée en rapport de l'historique, en raison de l'augmentation des capex hors prise en compte des capex de croissance liés aux projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 (voir section relative au plan d'investissement).

En conséquence, la marge d'EBIT suit une évolution identique à celle de l'EBITDA, et s'établit aux alentours de 7,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

Impôt retenu

Le Groupe opère dans plusieurs zones géographiques, et décline très majoritairement ses activités en France. Dans le cadre de la détermination du taux d'impôt applicable à a mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, nous avons analysé la preuve d'impôt des états financiers historiques, et notamment les éléments expliquant la divergence entre le taux d'imposition du Groupe et le taux en vigueur en France, augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices[1].

Après retraitement des éléments de nature non-récurrente, ainsi que des éléments qui pourraient être retenus par ailleurs dans nos travaux d'évaluation, il ressort de la preuve d'impôt que les principaux éléments expliquant cette divergence sont d'une part les crédits d'impôt liés aux dons, et d'autre part les résultats négatifs des sociétés sur lesquelles le Groupe n'anticipe pas de possibilité d'imputation sur les bénéfices futurs (induisant l'absence de reconnaissance d'impôts différés actifs liés aux déficits fiscaux générés).

Après prise en compte de ces différents éléments, nous avons retenu un taux d'imposition aux bornes du Groupe de 25,0%.

[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€.

Reports déficitaires

Au 31 décembre 2025, le stock de déficits fiscaux reportables existant aux bornes du Groupe s'élève à 6,7m€. Ce stock de déficits est principalement concentré au niveau du Maroc et du Brésil (environ 2,5m€ chacun).

Le Groupe ayant procédé à la dissolution de son groupe d'intégration fiscale au cours de l'exercice 2025, les déficits existant aux bornes des différentes sociétés du Groupe sont imputables sur les bénéfices futurs propres desdites sociétés (étant précisé que l'intégration ne peut de toute façon pas - sauf cas particulier - concerner des sociétés situées hors de France).

Ainsi, nous avons retenu un montant d'économies liées à l'imputation des déficits fiscaux reportables correspondant à l'impôt différé actif comptabilisé par le Groupe au 31 décembre 2025 (0,2m€), qui tient compte des possibilités d'imputation future des déficits de chaque société sur ses bénéfices futurs.

Produits financiers issus de la trésorerie non-propriétaire

Comme précisé en section 1.2.7.2, la trésorerie non-propriétaire du Groupe constitue un fonds de roulement opérationnel complémentaire pour celui-ci.

Dans le cadre de sa politique de gestion de ses excédents de fonds de roulement, le Groupe procède au placement de cette trésorerie non-propriétaire sur des supports d'investissements aux profils de risques extrêmement faibles.

Ainsi, s'il convient d'éliminer cette trésorerie non-propriétaire dans le cadre de l'extériorisation de la valeur par action de la Société, il convient également de tenir compte de la valeur actualisée des produits financiers qui en sont issus.

Au cas d'espèce, nous avons retenu, dans nos flux prévisionnels, des produits financiers issus de la trésorerie non-propriétaire calculés sur la base de projections bilancielles de trésorerie non-propriétaire communiquées par le Management, auxquelles nous avons appliqué un taux d'intérêt de 3,6% correspondant à la moyenne 12 mois des OAT françaises d'échéance 10 ans au 31 août 2026.

Après impact de la fiscalité applicable aux bornes du Groupe, le flux retenu s'élève au total à environ 18,0m€ sur la période explicite du plan d'affaires.

Nous précisons que cette hypothèse est volontariste au regard du taux de placement réel actuel de la trésorerie non-propriétaire par le Groupe (autour de 2,5%), et a pour effet de maximiser la valeur par action du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période explicite du plan d'affaires reflètent la faible intensité capitalistique du Groupe ; les niveaux d'investissement hors prise en compte des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 étant compris entre -1,2% (en fin d'horizon explicite) et -1,5% (en début d'horizon explicite).

Les investissements sur la période explicite du plan d'affaires peuvent se décomposer de la manière suivante :

- des investissements récurrents de l'ordre de 12,0m€ annuels, correspondant d'une part au maintien de l'actif immobilisé de l'activité Vélo (environ 3m€), et d'autre part à des actions d'aménagement de locaux, ainsi qu'au maintien et au développement de l'environnement informatique sur les activités Voyages sur Mesure et Voyages d'Aventure (environ 9m€) ;

- des investissements de croissance pour un montant total de l'ordre de 20,0m€, correspondant aux projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025 (notamment steamers en Egypte, ouverture de nouveaux pays, et déploiement international de sites internet).

Nous précisons que le plan d'investissement anticipe des niveaux d'investissement récurrents en légère hausse en rapport de l'historique, en raison notamment de la complexification de l'environnement informatique nécessitant un soutien plus important des équipes IT et l'augmentation du recours à des prestataires externes afin de nourrir les actions de *build* et de *run*.

Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en section 1.2.7.2 de notre rapport.

Les prévisions de BFR du Groupe reposent sur des données bilancielles élaborées par le management. En cohérence avec le BFR historique présenté, ces données ont été retraitées en tenant compte dans les prévisions de la trésorerie non-propriétaire et des dépôts et cautionnements.

Nous n'avons pas procédé au retraitement des dettes sur immobilisations au niveau du BFR en raison de l'impossibilité d'isoler les montants afférents, tout en rappelant que ces dernières ont un niveau non significatif au 31 décembre 2025 (0,3m€).

Le calcul réalisé aboutit à un BFR s'inscrivant dans la continuité des niveaux empiriques constatés, avec un excédent de fonds de roulement ajusté en légère augmentation compris entre 3 et 4 jours de chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, contre 2 jours au 31 décembre 2025.

L'amélioration de l'excédent en fonds de roulement induit une génération complémentaire de trésorerie d'environ 3m€ sur le premier flux. Sur l'horizon explicite du plan d'affaires, le flux annuel positif se situe ensuite autour de 1m€ à 1,5m€.

Conclusion

Au regard de la performance historique observée, ainsi que du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires. L'évolution du chiffre d'affaires tient compte de la croissance du périmètre au 31 décembre 2025, projetée à partir des tendances de long-terme des activités du Groupe et du dynamisme anticipée de l'activité à l'international, et de la contribution des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, avec une croissance importante mais maîtrisée et visant à pérenniser les structures de marges brutes.

L'évolution de la marge d'EBITDA semble également cohérente au regard notamment des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, en phase de *ramp-up* sur l'horizon explicite du plan d'affaires (nous rappelons que nous avons retenu en normatif une marge supposant une maturité de ces projets).

Ainsi, le couple croissance/rendement pris en compte par le Groupe sur l'horizon explicite du plan d'affaires nous semble refléter la situation actuelle du Groupe, tout en tenant compte des effets des projets de développement futurs. A ce titre, nous n'avons pas tenu compte dans le cadre de l'appréciation du taux d'actualisation retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés de prime complémentaire reflétant le risque associé à la probabilité de réalisation des flux futurs.

3.3.2.3 - Période d'extrapolation

En raison de l'absence de normativité de l'activité en fin d'horizon explicite du plan d'affaires, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires sur trois exercices supplémentaires (2031 à 2033), 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 croissance linéaire du taux de marge d'EBITDA vers un taux correspondant à la moyenne des 3 dernières années historiques en fin d'extrapolation (9,3%) ;
- un taux d'impôt de 25,0%, correspondant à celui retenu sur l'horizon explicite du plan d'affaires (2030) ;
- un niveau des produits financiers issus du placement de de la trésorerie non-propriétaire correspondant à celui de l'horizon explicite du plan d'affaires, soit 0,4% du chiffre d'affaires après impôts ;
- un niveau d'investissements en décroissance linéaire et convergeant vers le niveau d'amortissements en fin d'extrapolation ;
- un niveau de dotation aux amortissements correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2030), autour de -1,0% ;
- un niveau de BFR correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2030), à -4 jours de chiffre d'affaires.

3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

A partir des éléments fournis au niveau du plan d'affaires du Groupe sur la période 2026-2030, extrapolés par nos soins sur la période 2031-2033, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Voyageurs du Monde - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
= EBIT	Résultat d'Exploitation en normes ANC
- Impôt normatif théorique	*Sur résultat d'exploitation*
= NOPAT	**Net Operating Profit After Tax**
+ Produits financiers	*Nets d'impôts, issus de la trésorerie non-propriétaire*
+ Amortissements	
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	**ou Free Cash-Flows (FCF)**

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

3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation

Dans la mesure où le niveau d'endettement (*gearing)* du Groupe retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est nul (voir *infra*), le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond au coût des fonds propres.

Le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles du Groupe est présenté dans le tableau en page suivante.

Calcul du taux d'actualisation		
		Voyageurs du Monde
Taux sans risque	(1)	3,8%
Prime de risque du marché	(2)	5,4%
Beta désendetté	(3)	1,10
Gearing	(4)	0,0%
Beta endetté	(5)	1,10
Prime de taille	(6)	1,3%
Coût des capitaux propres	**(7)**	**11,1%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois
(2) Faimess Finance - moyenne 3 mois
(3) Médiane 5 ans des comparables
(4) Gearing de la Société
(5) Formule de Hamada
(6) Ibbotson
(7) Formule du MEDAF

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 11,1%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,8% correspondant à la moyenne 3 mois au 31 août 2026 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,4% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en août 2026 ;
- un *gearing* nul, compte tenu de la position de trésorerie nette du Groupe ainsi que de la majorité de ses comparables boursiers (dette financière nette modérée dans le cas contraire) ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,10 retenu correspond au bêta médian 5 ans issu des sociétés cotées comparables au Groupe qui affichent un coefficient de détermination R^2 supérieur à 20% ;
- une prime de taille de 1,3%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps) en décembre 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 (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.

3.3.2.6 - 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 de l'économie française sur le long terme ;
- un taux de marge d'EBITDA de 9,3%, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2033) ;
- un taux d'impôt de 25,0%, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2032) ;
- un niveau des investissements autour de -1,0%, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2033) ;
- un niveau des amortissements correspondant à celui des investissements,
- un niveau normatif de BFR correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2033).

3.3.2.7 - 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 **682,5m€**.

Après prise en compte de la trésorerie nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables du Groupe, il ressort une valeur des fonds propres de **738,3m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajusté de la Société, soit 4.504.100, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés un prix par action ordinaire de la Société de **163,92€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF **En m€**	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	294,8
Valeur terminale actualisée	387,7
Valeur d'entreprise	**682,5**
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	55,7
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	0,2
Valeur des capitaux propres	**738,3**
Nombre d'actions (en milliers)	4 504
Valeur par action (€)	**163,92 €**
Prix d'Offre (€)	180,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	*9,8 %*

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ fait ressortir une prime de **9,8%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

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 **156,01€** (taux de croissance à l'infini de 2,0%, et taux d'actualisation de 11,6%) et **172,77€** (taux de croissance à l'infini de 2,0%, et taux d'actualisation de 10,6%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,5%	**2,0%**	**2,5%**
CFP	**10,6%**	€ 166,34	€ 172,77	€ 179,98
	11,1%	€ 158,28	€ 163,92	€ 170,23
	11,6%	€ 151,02	€ 156,01	€ 161,56

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBITDA normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre les mêmes bornes, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		EBITDA normatif (%)		
		8,8%	**9,3%**	**9,8%**
CFP	**10,6%**	€ 166,36	€ 172,77	€ 179,18
	11,1%	€ 157,99	€ 163,92	€ 169,86
	11,6%	€ 150,51	€ 156,01	€ 161,52

3.3.3 - Référence au cours de bourse (à titre principal)

La Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Paris en 2006. Ses actions sont cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0004045847 et ont pour code mnémonique ALVDM.

La capitalisation boursière le jour de l'annonce du projet d'OPAS-RO (le 6 juillet 2026), étant précisé que ce dernier a été annoncé post-clôture des marchés, s'élevait à environ 654m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *Small Caps* ».

A notre connaissance, la Société fait l'objet d'un suivi par deux analystes financiers (TP ICAP et Oddo BHF - voir section 3.2.5).

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

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

Voyageurs du Monde - Détail des actions composant le capital

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Avantage	3 880 015	86,44%	6 673 827	90,68%
Fondateurs associés d'Avantage	5 678	0,13%	11 343	0,15%
Total Concert	**3 885 693**	**86,57%**	**6 685 170**	**90,83%**
Salariés (incluant FCPE)	75 179	1,67%	99 801	1,36%
Actions autodétenues	1 292	0,03%	1 292	0,02%
Flottant	526 562	11,73%	573 692	7,79%
Total autres actionnaires	**603 033**	**13,43%**	**674 785**	**9,17%**
Total des actions	**4 488 726**	**100,00%**	**7 359 955**	**100,00%**

Source : Projet de Note d'Information

Le capital flottant représente 11,73% du capital de la Société, soit 526.562 actions ordinaires.

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

Voyageurs du Monde - Analyse de la liquidité de l'action

	Titres échangés en moyenne (m)	Titres échangés en cumul (m)	Volume cumulé en % du total[1]	Volume cumulé en % du flottant[2]
Moyenne 1 mois	580	12 750	0,3%	2,4%
Moyenne 3 mois	767	49 110	1,1%	9,3%
Moyenne 6 mois	915	115 230	2,5%	21,9%
Moyenne 9 mois	805	152 086	3,4%	28,9%
Moyenne 12 mois	706	180 117	4,0%	34,2%

Source : Euronext au 06/07/2026

[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 580 titres (moyenne 1 mois) et 915 titres (moyenne 6 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 180.117, soit 4,0% du nombre total de titres et 34,2% du flottant.

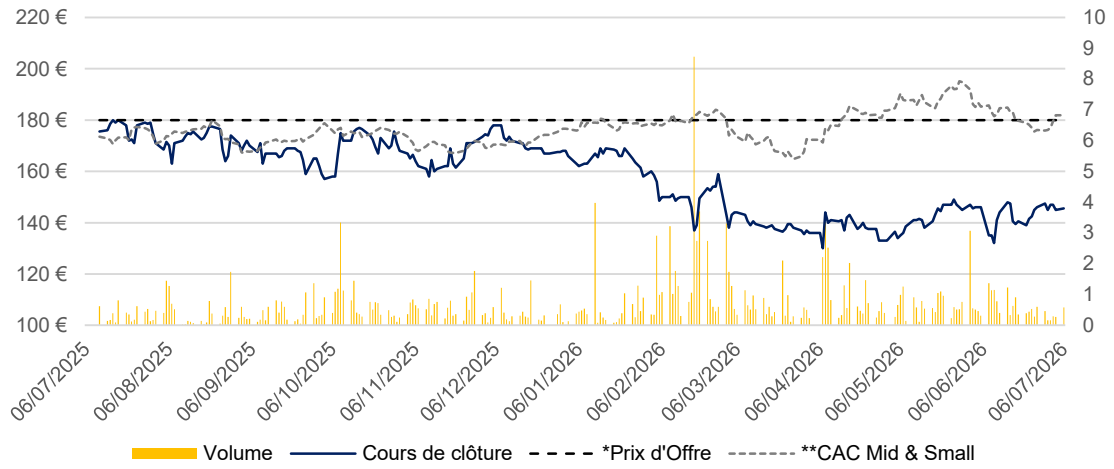
Au regard de ces données, le titre Voyageurs du Monde, qui fait l'objet de volumes d'échanges réguliers, présente une liquidité relativement satisfaisante. D'autre part, la Société fait l'objet d'un suivi par deux analystes financiers indépendants.

En raison de ces éléments, mais également du fait que la valeur du cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire, nous avons retenu cette référence à titre principal.

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action Voyageurs du Monde sur la dernière année écoulée avant l'annonce est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Voyageurs du Monde



**Sur la base du Prix d'Offre de 180€*
***Rebasé au 06/07/2025*

Entre le 11 juillet et le 18 juillet 2025, le cours de l'action Voyageurs du Monde est orienté à la hausse, passant de 175,50€ à 180,00€, soit son niveau le plus élevé sur la période analysée. Le cours s'inscrit ensuite en repli jusqu'au 7 octobre 2025, où il atteint 158,00€, puis évolue dans une fourchette comprise entre 160,00€ et 170,00€, franchissant momentanément ce seuil, et ce jusqu'au début du mois de février 2026.

Le 5 février 2026, le cours passe sous la barre des 150,00€. Après quelques jours de légère reprise, le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, conjugué à l'annonce par communiqué du rachat d'actions par le président du Groupe au prix de 139,00€, coïncide avec une baisse du cours, qui passe de 159,00€ le 27 février à 138,00€ le 3 mars 2026.

À l'approche de la publication des résultats annuels 2025 du Groupe, le cours atteint son point le plus bas sur la période analysée, à 130,00€ le 7 avril 2026, avant de se redresser dès le lendemain à 144,00€. L'annonce des résultats, le 14 avril 2026, entraîne une baisse de 2,8% du cours, qui s'établit à 137,00€ le 15 avril 2026.

Le cours poursuit ensuite son évolution dans une fourchette comprise entre 131,00€ et 142,00€, avant d'atteindre 149,00€ le 26 mai 2026, soit une progression de 12,0% depuis la fin du mois d'avril.

Un dividende de 6,70€ par action a été versé le 17 juin 2026, entraînant mécaniquement une baisse équivalente du cours.

A la suite de l'annonce du projet d'OPAS-RO, le cours s'est aligné légèrement en deçà du Prix d'Offre Action.

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 6 juillet 2026, dernier cours précédent l'annonce au marché du projet d'OPAS-RO initié par la société Avantage.

Voyageurs du Monde - Cours moyen pondéré par les volumes*		
	€/action	**Prime extériorisée en %[1]**
Cours de clôture (6 juillet 2025)	145,50	23,7%
CMPV 20 jours**	**138,24**	**30,2%**
CMPV 60 jours**	**135,81**	**32,5%**
CMPV** 120 jours	137,63	30,8%
CMPV** 180 jours	143,09	25,8%
CMPV** 250 jours	147,12	22,3%
Maximum - 1 an	*173,30*	*3,9%*
Minimum - 1 an	*123,30*	*46,0%*

[1] Pour un prix d'Offre de 180,00 € par action
**Cours retraité du dividende versé le 17/06/2026 de 6,70€ par action*
***Cours Moyen Pondéré par les Volumes*
Source : Euronext au 06/07/2026

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre Action, et dans la mesure où ce dernier s'entend après détachement du dividende de 6,70€ intervenu en juin 2026, nous avons retraité les cours de bourse précédent le premier jour de cotation intégrant les effets dudit dividende (en date du 17 juin 2026) dans le cadre du calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Les différentes moyennes du cours de bourse sur des périodes comprises entre 20 jours et 1 an sont présentées ci-dessus. Le cours de bourse de la Société s'établit à 145,50€ en cours de clôture au 6 juillet 2026, contre **138,24€** en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours et **135,81€** en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours.

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 cours de bourse spot, ainsi que les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées à titre informatif en synthèse.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ présente une prime de **30,2%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours, et **32,5%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours.

3.3.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples d'évaluation 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, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe.

Néanmoins, cette approche n'a été retenue qu'à titre secondaire, au regard notamment des facteurs suivants :

- l'absence de tour-opérateurs cotés répondant à nos critères de sélection (géographiques, comptables, et financiers, présentés ci-après) ;
- la spécificité du positionnement du Groupe, opérant sur le segment spécifique de voyage sur mesure haut de gamme, avec un modèle mixte (online/offline) de distribution de l'offre commerciale, qui n'a pu être retrouvé chez aucun acteur coté analysé répondant à nos critères de sélection ; ceux-ci proposant par ailleurs une valeur ajoutée et un niveau de services sensiblement inférieurs à l'offre *premium* du Groupe pour une clientèle plus disparate.

Par ailleurs, le Groupe inclut dans ses perspectives de développement sur l'horizon explicite du plan d'affaires un certain nombre de projets (voir section 3.3.2.2), qui induisent à court et moyen-terme une absence de normativité de la marge opérationnelle du fait du *ramp-up* de ces projets, rendant difficile la comparaison entre ses multiples et ceux des sociétés comparables (dont les marges correspondent davantage à des marges de long-terme).

3.3.4.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est un tour-opérateur (voyagiste) français principalement d'envergure nationale, qui organise des séjours touristiques en assemblant les prestations de ses fournisseurs afin de proposer un packaging complet de séjour touristique, et propose une offre différenciée à forte valeur ajoutée.

A ce titre, nous avons procédé à l'analyse d'une multitude d'acteurs cotés 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, et constitué un échantillon de sociétés comparables cotées dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

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

- une cotation en Europe ou en Amérique du Nord ;
- la possibilité d'identifier la trésorerie non-propriétaire afin de la retraiter par homogénéité avec notre Groupe ; et
- un suivi de la société par au moins 2 analystes.

Les tour-opérateurs cotés identifiés (notamment Rainbow Tours, Hello World et Tui AG) ne permettaient pas de répondre à l'ensemble de ces critères.

Nous avons par conséquent élargi notre recherche aux sociétés cotées présentant l'activité d'agences de voyages en ligne, proposant également des packagings complets de séjours touristiques, mais aussi des prestations touristiques en libre-service (séjour complet, hôtel, billet d'avion…).

Nous n'avons pas retenu dans le cadre de l'extériorisation de notre échantillon de sociétés comparables la société Edreams Odigeo, qui est en phase de réorientation de son modèle économique avec l'accélération du passage d'un modèle transactionnel à un modèle d'abonnement récurrent (Prime), induisant un plan d'investissements conséquent et une forte

dégradation des marges à court et moyen-terme ; ces dernières n'étant ainsi pas normatives sur l'horizon de notre analyse.

Comme expliqué en préambule de la méthode, les sociétés retenues dans notre échantillon ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches, compte tenu des disparités des clientèles ciblées, allant de pair avec une valeur ajoutée et un niveau de service sensiblement inférieurs, pour les sociétés jugées comparables, à l'offre *premium* du Groupe. De plus, les canaux de distribution de l'offre commerciale diffèrent, avec un modèle 100% *Online* des sociétés jugées comparables, tandis que le Groupe présente un modèle mixte incluant des agences physiques.

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

Présentation des sociétés comparables

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2025 (en m€)
Booking Holdings Inc.	Etats-Unis	115 928	22 925
Expedia Group, Inc.	Etats-Unis	25 267	12 548
On the Beach Group plc	Royaume-Uni	279	137
Moyenne		**47 158**	**11 870**
Médiane		**25 267**	**12 548**

Source : Capital IQ

**Moyenne 1 mois au 14/08/2026*

***Moyenne 2 ans au 14/08/2026*

Nous avons retenu trois sociétés comparables au Groupe opérant sur le marché des agences de voyage :

- Booking Holdings est un groupe américain qui figure parmi les leaders dans le domaine des voyages en ligne. Le groupe offre une gamme complète de services de réservations de voyages et d'hôtels, ainsi que de location de voitures, à travers différentes marques telles que booking.com, kayak.fr ou agoda.com. Il opère à l'échelle mondiale, avec une part significative de son chiffre d'affaires 2025 générée aux Pays-Bas (80,6%) et aux États-Unis (9,6%). Il est coté au NASDAQ et son chiffre d'affaires s'est établi à 22.925m€ en 2025.

- Expedia Group est un groupe américain spécialisée dans la vente de séjours touristiques en ligne. Le groupe offre des services de vente de billets d'avions, de réservations d'hôtels et de location de voitures par le bais des sites internet tels qu'expedia.com, hotels.com ou hotwire.com, et propose également des services de voyages d'affaires au travers de la plateforme Egencia. Il est notamment présent aux Etats-Unis, où il a réalisé 59,1% de ses revenus en 2025. Il est coté au NASDAQ et son chiffre d'affaires s'est établi à 12.548m€ en 2025.

- On The Beach Group est une agence de voyage en ligne britannique principalement spécialisée dans les vacances en bord de mer. La société propose une sélection de forfaits vacances, via sa plateforme en ligne, comprenant des vols, des hôtels et des transferts vers des destinations balnéaires populaires, notamment en Europe et dans le monde entier. Le groupe bénéficie d'une solide implantation au niveau local, et a réalisé la quasi-totalité de son chiffre d'affaires 2025 au Royaume-Uni. Il est coté sur le London Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est établi à 137m€ en 2025.

3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2026 et 2028 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**Croissance du CA**		
	25/26	**26/27**	**27/28**
Booking Holdings Inc.	9,9%	9,4%	8,2%
Expedia Group, Inc.	11,2%	7,1%	7,5%
On the Beach Group plc	1,1%	22,6%	12,1%
Moyenne	**7,4%**	**13,1%**	**9,3%**
Médiane	**9,9%**	**9,4%**	**8,2%**
Voyageurs du Monde		**4,3%**	

Source : Capital IQ au 31/08/2026

Entre 2026 et 2028, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont compris entre 8,2% et 9,9%, soit des taux nettement supérieurs au TCAM à moyen-terme du Groupe.

D'une part, et comme précisé en section 3.3.2.2, le Groupe détient des parts de marché importantes sur son marché de référence français, ce qui a naturellement pour effet de réduire sa croissance.

Par ailleurs, les agences de voyage en ligne profitent d'une croissance plus importante grâce à la montée en puissance de la désintermédiation dans ce secteur et aux évolutions des comportements dans la consommation des voyages (prix plus accessibles, planification autonome, etc.).

Les taux de marge d'EBIT entre 2026 et 2028 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**Marge d'EBIT**		
	2026	**2027**	**2028**
Booking Holdings Inc.	35,4%	36,3%	37,0%
Expedia Group, Inc.	17,5%	18,3%	18,7%
On the Beach Group plc	17,1%	24,3%	27,0%
Moyenne	**23,4%**	**26,3%**	**27,6%**
Médiane	**17,5%**	**24,3%**	**27,0%**
Voyageurs du Monde		**20,9%**	

Source : Capital IQ au 31/08/2026
n/a : non applicable

Nous précisons que la marge d'EBIT présentée pour le Groupe correspond à une marge retraitée, tenant compte de la marge brute en tant que chiffre d'affaires, par soucis d'homogénéité avec les comparables boursiers.

Entre 2026 et 2028, les taux de marge d'EBIT prévisionnels médians des sociétés comparables sont compris entre 17,5% et 27,0%, soit des taux supérieurs ou en ligne avec le taux moyen d'EBIT à moyen-terme du Groupe.

Notamment, les sociétés comparables bénéficient d'économies de structure lié à leur modèle économique sur un marché à forte intensité concurrentielle, avec des effets de gains incrémentaux liés à la mise en place de process d'automatisation, par définition d'ampleur limitée au niveau du Groupe au regard de son positionnement.

Ce différentiel de modèle économique est totalement ou partiellement compensé par le positionnement haut de gamme à forte valeur ajoutée du Groupe.

3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), et avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 au niveau de l'EBIT de la société comparable concernée (On The Beach Group), en cohérence avec les agrégats du Groupe qui n'intègrent pas la norme.

Nous avons également retraité l'ensemble des dettes nettes des sociétés comparables de l'impact de la norme comptable IFRS 16, pour On The Beach Group, et de la norme comptable ASC 842 (US GAAP) pour Booking Holdings et Expedia Group.

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, le Groupe présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;

- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de logiciel, des différences liées à l'intensité capitalistique des sociétés comparables et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;

- 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'EBIT d'évaluation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	**VE/EBIT**		
	2026	**2027**	**2028**
Booking Holdings Inc.	15,4x	13,7x	12,4x
Expedia Group, Inc.	13,2x	11,8x	10,7x
On the Beach Group plc	15,0x	8,6x	6,9x
Moyenne	**14,5x**	**11,36x**	**10,0x**

Source : Capital IQ au 31/08/2026

3.3.4.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT)

Comme présenté en section 3.3.2.2, la marge d'EBIT du Groupe n'est pas normative sur l'horizon du plan d'affaires, en raison de l'existence des projets en développement et qui ne sont pas encore actifs au 31 décembre 2025, encore en phase de *ramp-up* et n'ayant pas atteint une maturité suffisante.

A ce titre, et afin de s'assurer de la prise en compte d'une marge d'EBIT répétible sur le long-terme dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers, nous avons retenu pour le Groupe un EBIT de référence correspondant au chiffre d'affaires de l'année 2027 du plan d'affaires, auquel a été appliquée la marge normative prise en compte dans le cadre de de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés (~8,0% - voir section 3.3.2.6).

Nous précisons par ailleurs que nous avons analysé les EBIT prospectifs des sociétés de notre échantillon, afin de s'assurer qu'ils n'incluaient pas de produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propriétaire, en cohérence avec l'EBIT prospectif du Groupe.

3.3.4.5 - Application de la méthode

En raison des tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et Israël d'un côté, et l'Iran de l'autre côté (voir section 3.3.2.2), qui affectent notamment la profitabilité à court-terme de la société On The Beach, nous n'avons pas retenu l'année 2026 qui ne constitue pas une année normative dans le cadre de l'extériorisation des multiples des comparables boursiers.

Par ailleurs, et en raison de la méthodologie appliquée par nos soins dans le cadre du retraitement de l'EBIT du Groupe retenu, nous n'avons pas non plus retenu l'année 2028, les prévisions des analystes financiers *sell-side* supposant notamment une croissance du chiffre d'affaires et une amélioration des marges opérationnelles qui aurait mécaniquement conduit à minimiser la valeur par action de la Société ressortant de nos travaux.

Nous avons retenu le multiple moyen VE / EBIT de l'année 2027, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) des sociétés comparables correspond à leur capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 3 mois à une date proche du présent rapport) augmentée de leur dette financière nette consolidée ajustée, que nous avons appliqué à l'EBIT prévisionnel du Groupe.

Par ailleurs, les sociétés comparables Booking Holdings et Expedia Group présentent une capitalisation boursière nettement supérieure à celle de Voyageurs du Monde, pouvant justifier l'application d'une décote de taille, estimée entre 20% et 40% 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 ou encore d'Eric Eugène Grena.

Nous avons retenu un niveau de décote correspondant à la fourchette basse ressortant de l'analyse, soit 20%, appliqué aux multiples de ces sociétés, étant précisé que nous n'avons appliqué de décote au multiple de la société On the Beach, dont la taille est relativement comparable à celle du Groupe.

3.3.4.6 - Résultats

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

Valeur des titres par la méthode des comparables	
	VE / EBIT
	2027
Valeur d'entreprise	**656,0**
Dette financière nette	55,7
Valeur des fonds propres (en m€)	**711,7**
Nombre d'actions (en milliers)	4 504
Valeur par action (€)	**158,01 €**

Nous obtenons, en synthèse, une valeur action ordinaire de la Société par la méthode des comparables boursiers de **158,01€**.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ fait ressortir une prime de **13,9%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.4 - Analyse des potentielles accrétions/destructions de valeur

Dans la mesure où l'Initiateur est une société holding détenant d'ores et déjà le contrôle de la Société, la conclusion de l'Offre n'entraînera aucune synergie/dissynergie aux bornes du périmètre composé de l'Initiateur et du Groupe (hors frais liés à la cotation de la Société).

En date du 15 avril 2026, la Société a présenté ses résultats annuels 2025, ainsi que ses perspectives de développement.

Notamment, il ressort de la présentation aux analystes les axes de développement suivants :

Voyages sur Mesure

« *Poursuite du déploiement de l'offre de Voyageurs du Monde à travers un site mondial et l'implantation d'agences en Allemagne (Munich, Düsseldorf, Hambourg), en Italie (Milan) et dans d'autres pays dans le futur (Europe du Nord, Amérique du Nord, etc.)*

En Egypte, rénovation de deux steamers et création d'une ferme sur les bords du Nil. ».

Voyages d'Aventure

« *Développement d'une gamme de voyages sur-mesure permettant de développer les voyages en individuel*

Lancement de « hike & bike in France » utilisant toutes les activités réceptives en France pour les clients étrangers. ».

Vélo

« *Déploiement des synergies logistiques et de distribution entre les marques*

Regroupements de certaines structures complémentaires géographiquement ou par nature d'activité

Développement d'une gamme de voyages en groupe

Étude d'une gamme de voyage sur mesure

Développement au UK et US via KE et /ou opportunités croissance externe. ».

L'ensemble des perspectives relatives à des opportunités de croissance organique et identifiées par le Management ont bien été prises en compte dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires retenu pour les besoins de notre analyse multicritère, et sont donc incluses dans la valeur par action de la Société extériorisée par nos soins.

Néanmoins, nous comprenons de nos échanges avec le Manangement que le Groupe est actuellement en process d'acquisition d'une société au Royaume-Uni (ci-après la « Société Cible ») afin notamment de compléter son offre sur l'activité Vélo.

Dans la mesure où ce process n'est pas encore finalisé, le plan d'affaires ne tient compte ni de la contribution de la Société Cible, ni des éventuelles synergies/dissynergies qui pourraient être issues de l'acquisition de la Société Cible (ces synergies/dissynergies n'ayant pas encore fait l'objet d'un chiffrage).

Bien que cette acquisition puisse constituer une potentielle accrétion de valeur aux bornes du Groupe, nous comprenons également de nos échanges avec le Management que le *quantum* des synergies nettes des dissynergies attendues est limité, soumis à des nombreux aléas, et devrait se cristalliser sur un temps long.

En effet, il ressort notamment de nos échanges les éléments suivants :

- le prix d'acquisition de la Société Cible devrait correspondre à un prix de marché, de telle sorte qu'il n'existe pas d'accrétion de valeur aux bornes du Groupe au titre de cette acquisition (i.e. le Groupe ne bénéficie pas d'une décote sur le prix d'acquisition en rapport de la valeur réelle de la Société Cible) ;

- le nombre de cibles potentielles dont l'activité est comparable à la Société Cible et bénéficiant d'une taille et d'une structure suffisamment aboutie (le Groupe ayant intérêt à développer l'activité en interne *from scratch* dans le cas contraire) est limité, voire inexistant, dans la mesure où les cibles identifiées d'après ces critères sont notamment des branches d'activité de groupes internationaux qui ne sont pas disponibles sur le marché, de telle sorte que le Groupe ne peut bénéficier d'un éventuel effet de *build-up* (consistant à racheter une société à un multiple inférieur à celui du groupe dans son ensemble, permettant de bénéficier instantanément d'une accrétion de valeur aux bornes du groupe suite au rachat) ;

- l'activité de la Société Cible, de taille modeste au regard du Groupe (< 2% du CA Groupe), constitue une adjacence à l'activité Vélo, de telle sorte que le Groupe ne devrait pas remettre en cause son autonomie opérationnelle et que l'intégration de la Société Cible présente des aléas avec un effet de courbe d'apprentissage nécessaire, ce qui devrait naturellement limiter le quantum des éventuelles synergies nettes des dissynergies et allonger la temporalité de leur cristallisation.

Ainsi, en tenant compte de l'absence d'opportunité d'accrétion de valeur de nature financière, et du caractère particulièrement limité de l'opportunité d'accrétion de valeur de nature opérationnelle, l'absence de prise en compte de la contribution de la Société Cible, ainsi que des éventuelles synergies/dissynergies qui pourraient être attendues, au niveau du plan d'affaires du Groupe ne semble pas de nature à avoir un impact sur l'équité du Prix d'Offre Action.

4 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre OCA

4.1 - Caractéristiques des OCA

En date du 9 juillet 2021, la Société a émis au pair 651.441 OCA, d'une valeur unitaire nominale unitaire de 85,00€, portant intérêts annuels payables à terme échu au taux de 3,0% (soit 2,55€ par OCA et par an), et d'une maturité de 7 ans.

Ces OCA disposent par ailleurs d'un droit de conversion en actions de la Société à la main de leur porteur tout au long de leur durée de vie (option dites « américaines »), à raison d'un ratio de 1 OCA pour 1 action, étant précisé que la parité de conversion pourra faire l'objet d'ajustements en cas de survenance de l'un des évènements présentés ci-dessous :

- réalisation d'opérations financières comportant un droit préférentiel de souscription côté, ou une attribution gratuite de bons de souscription cotés ;
- attribution gratuite d'actions aux actionnaires, division ou regroupement des actions de la Société ;
- distribution de réserves ou de primes en espèces ou en nature (titres financiers de portefeuille...) ;
- attribution gratuite aux actionnaires de titres financiers autres que des actions de la Société ;
- absorption de la Société par une autre société, fusion avec une ou plusieurs autres sociétés dans une société nouvelle, ou scission ;
- rachat par la Société de ses propres actions à un prix supérieur au cours de bourse ;
- amortissement du capital ;
- modification par la Société de la répartition de ses bénéfices, et/ou création d'actions de préférence entraînant une telle modification ;
- versement de dividende excédant 10,0% du cours de l'action au moment dudit versement, étant précisé que le cours de l'action sera calculé comme la moyenne pondérée par les volumes pendant les 3 dernières séances précédent la cotation de l'action ex-dividende (dividende détaché).

Ce mécanisme de protection des porteurs d'OCA, dit « antidilutif », est limité dans la mesure où il ne s'applique pas notamment en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, de paiement des dividendes en actions, d'attribution gratuite d'actions de la Société à des salariés (ou mandataires sociaux) ou d'attribution d'options de souscription d'actions de la Société à des salariés (ou mandataires sociaux).

Au cas d'espèce, l'unique évènement survenu depuis l'émission des OCA ayant entraîné l'ajustement de conversion est la réalisation de l'OPRA en 2024, à un prix supérieur au cours de bourse.

En tenant compte des modalités de calcul de l'ajustement de la parité de conversion en cas de survenance d'un tel évènement, telle que décrite dans la note d'opération, le nouveau ratio de conversion est de 1 OCA pour 1,014 action, tel que présenté en page suivante.

OCA - Ajustement de la parité suite à l'OPRA	
En #	
Prix OPRA **(a)**	150,0
VWAP 3 jours précédant l'OPRA **(b)**	142,0
Pourcentage racheté **(c)**	20,06%
Ajustement de la parité (d) = (b) x (1-c) / (b - a x c)	**1,014**

Source : Comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2024, Note d'opération, Analyses Crowe HAF

En cas de mise en œuvre des modalités de conversion décrites ci-dessous, et lorsque le nombre d'actions à recevoir n'est pas un nombre un nombre entier, le porteur d'OCA ayant procédé à la demande de conversion aura le choix entre :

- la livraison d'un nombre d'actions correspond à l'entier directement inférieur à celui ressortant du calcul, ainsi que le règlements en espèce de la différence lui permettant de recevoir *in fine* un montant correspondant à la valeur du cours de bourse de l'action multiplié par le ratio de conversion (au cas d'espèce l'équivalent de 0,014 action en espèce), étant précisé que le cours de bourse correspondra selon le cas au dernier cours précédent la date de demande de conversion ou le septième jour précédant la date d'échéance de l'OCA ;
- la livraison d'un nombre d'actions correspond à l'entier directement supérieur à celui ressortant du calcul, en procédant au règlement en espèce à la fraction d'action non encore détenue pour faire suite à l'application du ratio de conversion (au cas d'espèce l'équivalent de 0,986 action en espèce), étant précisé que le cours de bourse de l'action sera calculé selon les mêmes modalités que celles présentées au paragraphe précédent.

Par ailleurs, et en cas d'exercice du droit de conversion de l'OCA par son porteur, ce dernier perdra tout droit aux intérêts courus non encore échus.

A la date du Projet de Note d'Information, il restait 13.201 OCA en circulation.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues

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

- Référence au cours de bourse,
- Référence aux modalités de remboursement,
- Valeur théorique de l'OCA
- Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.

4.2.1 - Référence au cours de bourse

Les OCA de la Société sont cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0014003UV2 et ont pour code mnémonique VDMOC.

Une analyse de la liquidité des OCA, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Voyageurs du Monde - Analyse de la liquidité de l'obligation convertible			
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total[1]
Moyenne 1 mois	0	0	0,0%
Moyenne 3 mois	1	60	0,0%
Moyenne 6 mois	0	60	0,0%
Moyenne 9 mois	1	102	0,0%
Moyenne 12 mois	0	120	0,0%

Source : Euronext au 06/07/2026

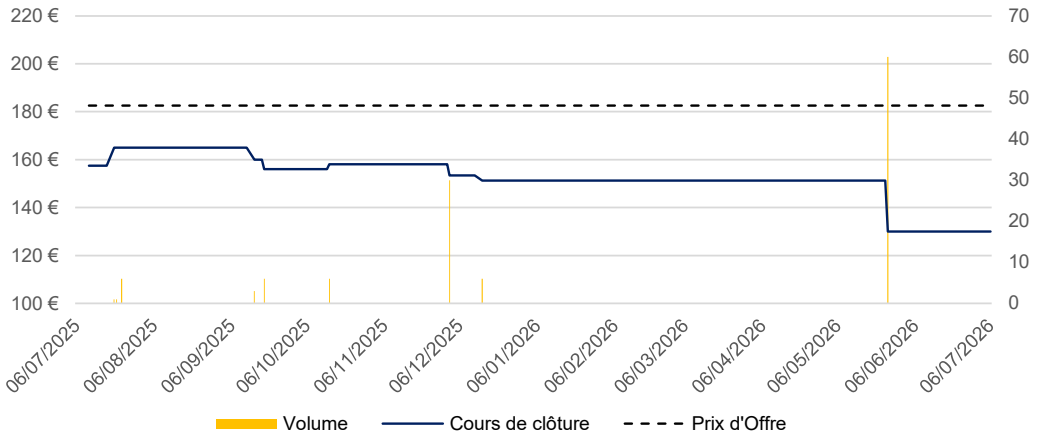
[1] *Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'obligations*

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 0 titre (moyennes 1 mois, 6 mois et 9 mois) et 1 titre (moyennes 3 mois et 6 mois).

Ainsi, l'OCA, qui ne pas fait l'objet de volumes d'échanges réguliers, présente une liquidité extrêmement restreinte.

Ce constat est corroboré par l'analyse du cours de l'OCA, tel que présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'OCA Voyageurs du Monde



Le cours de bourse de l'OCA demeure globalement stationnaire sur la période analysée, démontrant son illiquidité. Une baisse est toutefois constatée le 26 mai, consécutive à un volume de 60 échanges, entrainant une diminution de 151,30€ à 130,02€. Le cours s'est ensuite maintenu à ce niveau de 130,02€ jusqu'au 6 juillet 2026, date d'annonce de l'OPAS-RO.

Il est ainsi intéressant de noter que la distribution du dividende prise en compte le 17 juin 2026 au niveau du cours de bourse de l'action Voyageurs du Monde n'a eu aucune incidence sur le cours de bourse de l'OCA, alors même que celle-ci se situe dans la monnaie à une valeur significativement supérieure à son prix d'exercice. Pour cette raison, nous n'avons effectué aucun retraitement du cours de bourse de l'OCA au titre de cette distribution.

Les différentes moyennes de cours de bourse de l'OCA sont présentées dans le tableau en page suivante.

Voyageurs du Monde - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/obligation	**Prime extériorisée en %[1]**
Cours de clôture (6 juillet 2025)	130,02	40,4%
CMPV* 20 jours	**130,02**	**40,4%**
CMPV* 60 jours	**130,02**	**40,4%**
CMPV* 120 jours	130,02	40,4%
CMPV* 180 jours	138,65	31,6%
CMPV* 250 jours	142,82	27,8%
Maximum - 1 an	*165,00*	*10,6%*
Minimum - 1 an	*130,02*	*40,4%*

[1] Pour un prix d'Offre de 182,52 € par OCA
**Cours Moyen Pondéré par les Volumes*
Source : Euronext au 06/07/2026

Les différentes moyennes du cours de bourse sur des périodes comprises entre 20 jours et 1 an sont présentées ci-dessus. Le cours de bourse des OCA s'établit à **130,02€** en cours de clôture au 6 juillet 2026, soit une valeur identique à celles extériorisées en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours et en cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours.

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. En raison de l'illiquidité de l'OCA, ces références aboutissent à une valeur unique.

Le Prix d'Offre OCA de 182,52€ présente une prime de **40,4%** sur les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20 jours et de 60 jours.

4.2.2 - Référence aux modalités de remboursement

Le remboursement des OCA, tel que présenté dans la note d'opération afférente, peut intervenir au gré de la Société tout au long de leur durée de vie (remboursement anticipé), à leur date d'échéance (remboursement à l'échéance), ou faire l'objet d'une demande par exigibilité anticipée par le représentant des porteurs d'OCA en cas (i) d'inexécution par la Société des stipulations relatives aux OCA, ou (ii) de mise en œuvre d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

Les modalités de remboursement des OCA en fonction des différents cas de figure existant sont les suivantes :

- le remboursement anticipé au gré de la Société pourra être effectué soit par des rachats en bourse ou hors bourse, soit par offres de rachat ou d'échange ;
- le remboursement à l'échéance pourra être effectué par conversion des OCA, ou en numéraire à raison du paiement du pair (85,00€) augmenté des intérêts courus non échus (0,36€ au cas d'espèce en retenant une date d'évaluation au 31 août 2026) ;
- l'exigibilité anticipée donnera lieu au remboursement en numéraire du pair (85,00€).

Nous renvoyons aux conclusions des paragraphes 4.2.1 et 4.2.3 concernant les cas de remboursement anticipé au gré de la Société, et aux conclusions de l'unique paragraphe 4.2.3 concernant les cas de remboursement à l'échéance par conversion des OCA.

Ainsi, le Prix d'Offre OCA de 182,52€ présente une prime :

- comprise entre **23,2%** et **40,4%** sur la référence au remboursement anticipé au gré de la Société ;
- comprise entre **23,2%** et **113,8%** sur la référence au remboursement à l'échéance ;
- de **114,7%** sur la référence à l'exigibilité anticipée.

4.2.3 - Valeur théorique de l'OCA

L'OCA correspondant pour son porteur à la détention d'une obligation nue et d'une option de conversion en action, sa valeur théorique est constituée d'une valeur obligataire et d'une composante optionnelle.

Au cas d'espèce, nous n'avons pas calculé la valeur théorique de la composante obligataire (correspondant à la juste valeur des flux restants à percevoir, et reposant sur l'extériorisation d'une notation de crédit pour la Société dans le but de calculer le taux actuariel applicable à ces flux), et retenu comme valeur obligataire la valeur du nominal de l'OCA (85,0€).

En effet, et bien que le prix d'exercice de l'option de conversion en action de type américaine attachée aux OCA corresponde à la juste valeur de la composante obligataire, la prise en compte de la valeur du nominal de l'OCA n'a aucun impact sur l'extériorisation de la valeur théorique de l'OCA, dans la mesure où l'option est fortement dans la monnaie.

L'option de conversion en action attachée à l'OCA étant de type américaine, nous avons retenu le modèle binomial dans le cadre de l'extériorisation de la valeur théorique de l'OCA.

Le modèle d'évaluation de l'OCA tient ainsi compte des caractéristiques spécifiques de l'option de conversion attachée aux OCA, notamment de la possibilité de conversion en action à tout moment pendant la durée de vie des OCA. A ce titre, la valeur de l'OCA à chaque pas correspond au maximum entre sa valeur de conversion anticipée et sa valeur de continuation, avec un plancher correspondant à son nominal.

Dans le cadre de l'évaluation de l'OCA, nous avons retenu les paramètres suivants :

- une valeur du sous-jacent de 145,50€, correspondant au cours de bourse le jour de l'annonce du projet d'OPAS-RO (le 6 juillet 2026) ;
- une parité de conversion en action de 1,014, correspondant à la parité de conversion des OCA ;
- un taux sans risque de 2,8%, correspondant à la moyenne 3 mois au 6 juillet 2026 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 2 ans ;
- un prix d'exercice de 85,0€ (voir *supra*) ;
- une maturité de 2,0 ans, correspondant à la maturité résiduelle des OCA ;
- un taux de rendement du dividende de 4,0%, en tenant compte du rendement de l'action de la Société au titre des dividendes versés en 2025 et en 2026 ;
- une volatilité de l'action de 30,0%, correspondant à la volatilité de l'action de la Société telle que calculée au 6 juillet 2026 sur une période de 2,0 ans ;
- une prise en compte de pas hebdomadaires.

Nous n'avons pas retenu dans notre évaluation de coût de prêt-emprunt, qui aurait eu pour finalité de minorer la valeur de continuation dans le cadre de l'extériorisation de la valeur de la composante optionnelle attachée aux OCA.

Sur la base de l'ensemble des paramètres retenus, la valeur théorique de l'OCA ressort à **147,54€**[2], soit la valeur du sous-jacent (145,50€), ajustée de la parité de conversion (1,014), en cohérence avec le fait que l'option de conversion soit fortement dans la monnaie ; la décision la plus rationnelle économiquement (maximisant la valeur de l'instrument) consistant pour le porteur d'OCA à exercer de manière anticipée son option.

Le Prix d'Offre OCA de 182,52€ présente une prime de **23,7%** sur la valeur théorique de l'OCA.

[2] 147,54 = 145,50 x 1,014.

4.2.4 - Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action

L'option de conversion attachée à l'OCA émise par la Société est fortement dans la monnaie, son prix d'exercice étant très inférieur au cours de l'action le jour de l'annonce du projet d'OPAS-RO (le 6 juillet 2025), soit 145,50€ (correspondant à une contrevaleur de 147,54€ en tenant compte de l'effet du ratio de conversion de 1,014).

En termes économiques, et dans la mesure où le porteur de l'OCA détient une option de conversion en action de type américaine (*i.e.* à n'importe quel moment tout au long de la durée de vie desdites OCA), la détention d'une OCA est assimilable à la détention de 1,014 action, ainsi que d'une option de vente de type européenne (*i.e.* à la date de maturité desdites OCA) de cette fraction de 1,014 action au prix d'exercice de 85,00€.

Tel qu'extériorisé en section 4.2.3 précédente, et dans la mesure où la décision la plus rationnelle pour le porteur de l'OCA est l'exercice anticipé de l'option d'achat, la juste valeur de l'option de vente de type européenne est négligeable pour le porteur d'OCA, de telle sorte que la détention d'une OCA est *in fine* assimilable à la détention de 1,014 action.

Ainsi, en tenant compte des valeurs extériorisées dans le cadre de l'analyse multicritère de la valeur de l'action de la Société, étant rappelé que le nombre d'actions retenu dans notre analyse multicritère de la valeur de l'action est bien pleinement dilué (voir section 3.1.1), la valeur de l'OCA par analogie est :

- de 182,52€ pour la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- de 166,22€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- comprise entre 137,71€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 140,18€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;
- de 160,22€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif).

En tenant compte de la parité de conversion de l'OCA en action, le Prix d'Offre OCA de 182,52€ :

- est égal à la valeur ressortant des références aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- présente une prime de **9,8%** sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime comprise entre **30,2%** (cours moyen pondéré 20 jours) et **32,5%** (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de **13,9%** sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

4.3 - Conclusion

Le Prix d'Offre OCA de 182,52€[3] correspond, par transparence, au Prix d'Offre Action de 180,00€ après prise en compte de la parité de conversion de 1,014.

Il correspond par transparence à la valeur ressortant des références aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, et présente des primes sur l'ensemble des autres valeurs ressortant de la référence au cours de bourse des OCA, de la référence aux modalités de remboursement des OCA, de l'évaluation de la valeur théorique des OCA et de la prise en compte de l'analogie avec l'évaluation multicritère de l'action, comprises entre **9,8%** et **114,7%.**

[3] 182,52 = 180,00 x 1,014.

5 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre Action et du Prix d'Offre OCA de l'Etablissement Présentateur

5.1 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre Action 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 Action, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de la Société :

5.1.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué.

Nous avons également écarté cette approche, pour les raisons évoquées en section 3.2.2 du présent rapport.

5.1.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital (retenue à titre principal) ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- Référence au cours de bourse (retenue à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif) ;
- Référence à l'OPRA 2024 (retenue à titre indicatif) ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs (retenue à titre indicatif) ;
- Référence à l'actif net comptable (retenue à titre indicatif).

Nous avons, comme l'Etablissement Présentateur, retenu les références aux transactions récentes intervenues sur le capital, la méthode des flux de trésorerie actualisés et la référence au cours de bourse à titre principal.

Nous avons par ailleurs, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la méthode des comparables boursiers à titre secondaire/indicatif.

En revanche, et a contrario de l'Etablissement Présentateur, nous avons exclu la référence à l'OPRA 2024, la référence aux objectifs de cours des analystes, la méthode des transactions comparables et la méthode d'actualisation des dividendes futurs.

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 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 en pages suivantes.

5.1.3 - Référence aux transactions récentes sur le capital

L'Etablissement Présentateur a fait référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société suivantes :

- l'Acquisition du Bloc Amiral en juillet 2026 auprès de la société Amiral Gestion, représentant au total 73.969 actions, soit 1,65% du capital et 1,00% des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'Apport de titres de la Société à l'Initiateur en juillet 2026 par les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance, représentant au total 1.012.234 actions, soit 22,54% du capital et 13,73% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Etablissement Présentateur retient en synthèse le prix de 180,00€ correspondant au prix par action de la Société résultant de la réalisation des différentes opérations susmentionnées, étant précisé que ces différentes opérations s'entendent après détachement du dividende de 6,70€ intervenu en juin 2026.

La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société par l'Etablissement Présentateur fait ressortir une valeur correspondant au Prix d'Offre Action.

Nous rappelons que l'analyse des contrats relatifs à l'Acquisition du Bloc Amiral et à l'Apport de titres par nos soins est présentée en sections 6.1 et 6.2.

5.1.4 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe, en normes comptables françaises, pour les exercices allant du 1er janvier 2026 au 31 décembre 2030 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2031 à 2035), sur la base :
    - d'une décroissance linéaire du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un taux de 2,0% en normatif ;
    - d'une croissance linéaire du taux de marge d'EBIT vers un taux de 8,3% en normatif, correspondant à la moyenne des trois derniers exercices (2023 à 2025) ;
    - d'un taux de dotations aux amortissements correspondant à celui de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
    - d'une convergence du niveau d'investissements vers celui des dotations aux amortissements ;
    - d'un niveau de BFR correspondant à celui de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires.
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2035 auquel ont été appliquées les hypothèses normatives (taux de croissance du chiffre d'affaires de 2,0%, taux de marge d'EBIT de 8,3%, autres hypothèses équivalentes à celles de la dernière année de l'horizon extrapolé) ;
- actualisé les flux au taux de 10,4%. Ce taux correspond au coût des fonds propres à dette nulle du Groupe et intègre un taux sans risque (3,5%) et une prime de risque (7,4%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,93 ; et
- ajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2025 (67,2m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action de la Société à 170,0€, le Prix d'Offre Action offrant une prime de 5,8% 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 croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 162,4€ (taux d'actualisation de 10,15% et taux de croissance à l'infini de 1,75%) et 178,7€ (taux d'actualisation de 10,65% et taux de croissance à l'infini de 2,25%).

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 proches de celles de l'Etablissement Présentateur sur l'horizon explicite du plan d'affaires ; les principales divergences expliquant les différences de valeur par action entre les travaux de l'Etablissement Présentateur et nos travaux étant liées aux éléments présentés dans les sections suivantes.

5.1.4.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite

Le plan d'affaires retenu par l'Etablissement Présentateur correspond à celui utilisé par nos soins dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés.

Nos hypothèses divergent néanmoins sur la période explicite, notamment en raison de l'inclusion par nos soins des produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propriétaire dans les flux, tandis que l'Etablissement Présentateur a retenu la juste valeur de ces produits en éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société ; les deux approches restant pertinentes.

Par ailleurs, et tandis que nous prenons en compte une hypothèse de placement de la trésorerie non-propriétaire du Groupe à un taux correspondant au taux sans risque pris en compte dans notre calcul du taux d'actualisation applicable au Groupe, soit 3,6% (comme rappelé, cette hypothèse étant maximisatrice de valeur, voir section 3.3.2.2), l'Etablissement Présentateur tient compte d'un taux correspondant au taux de placement réel de la trésorerie non-propriétaire par le Groupe, autour de 2,5%

Enfin, nous notons un impact mineur lié à une légère différence d'ajustement du BFR au 31 décembre 2025, entrainant un flux complémentaire lié à la variation du BFR de 0,3m€ en 2026 au niveau de nos travaux en rapport de ceux de l'Etablissement Présentateur.

5.1.4.2 - Extrapolation

L'Etablissement Présentateur a procédé à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires sur une période de 5 ans (2031 à 2035), contre une période de 3 ans (2031 à 2033) pour notre part.

Au même titre que l'Etablissement Présentateur, nos hypothèses visent principalement à tenir compte de l'importante dynamique de croissance du chiffre d'affaires et de l'absence d'atteinte de la marge opérationnelle normative sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Néanmoins, et contrairement à nous, l'Etablissement Présentateur ne tient pas compte de l'augmentation du taux d'investissements en rapport de l'historique lié à la complexification de l'environnement informatique. Ce faisant, il retient un taux de marge d'EBIT normatif correspondant à la moyenne des trois dernières années d'historique en normatif, tandis que nous avons préféré appliquer la même logique au niveau du taux de marge d'EBITDA.

5.1.4.3 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position, avec la prise en compte du même taux de croissance perpétuelle (2,0%).

Les principales divergences proviennent d'une part du taux de marge d'EBIT (8,3% pour l'Etablissement Présentateur, contre ~8,0% pour notre part), pour les raisons explicitées en

section ci-dessus, et d'autre part de l'inclusion par nos soins des produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propriétaire dans les flux (voir section 5.1.4.1).

5.1.4.4 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût des fonds propres :

Calcul du taux d'actualisation			
		Etablissement Présentateur	**Crowe HAF**
Taux sans risque	(1)	3,5%	3,8%
Prime de risque du marché	(2)	7,4%	5,4%
Beta désendetté	(3)	0,93	1,10
Gearing	(4)	0,0%	0,0%
Beta endetté	(5)	0,93	1,10
Prime de taille			1,3%
Coût des capitaux propres	**(6)**	**10,4%**	**11,1%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 1 an
(2) Bloomberg - moyenne 1 an
(3) Beta Damodaran "Hotel and gaming"
(4) Gearing de la Société
(5) Formule de Hamada
(6) Formule du MEDAF
Paramètres retenus par l'Etablissement Présentateur. Nos paramètres sont présentés en section 3.3.2.5.

L'Etablissement Présentateur extériorise également un taux d'actualisation correspondant au coût des fonds propres au regard de la situation de trésorerie nette du Groupe. Pour autant, nous constatons des divergences quant aux hypothèses retenues notamment au niveau des différents paramètres de marché retenus, l'Etablissement présentateur retenant :

- un taux sans risque correspondant à la moyenne 1 an des OAT 10 ans en date du 6 juillet 2026 (3,5%) ;
- une prime de marché actions France correspondant à la moyenne 1 an des primes de marché action France de Bloomberg en date du 6 juillet 2026 ;
- un béta désendetté correspondant au bêta extériorisé par le professeur Damodaran sur le secteur « Hotel and Gaming » (0,93).

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination des différents paramètres. Nous précisons néanmoins que, tandis que les différences d'appréciation du taux sans risque, de la prime de marché actions France et du béta désendetté induisent un taux d'actualisation plus faible au niveau de nos travaux (9,8%, contre 10,4% pour l'Etablissement Présentateur), nous tenons également compte d'une prime de taille (1,3%), non prise en compte par l'Etablissement Présentateur, dans le cadre de l'appréciation du taux d'actualisation applicable au Groupe.

L'approche de l'Etablissement Présentateur reste toutefois cohérente.

5.1.4.5 - 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 67,5m€ au 31 décembre 2025, intégrant la position de trésorerie nette comptable au 31 décembre 2025 (218,9m€), retraitée des emprunts obligataires convertibles (1,4m€) et de la trésorerie non-propriétaire (-116,8m€), et intégrant l'ensemble des provisions pour risques et charges (-1,8m€), la PIDR nette d'impôt (-2,3m€), les titres de participation (0,3m€), les autres immobilisations financières (2,9m€), les dettes sur immobilisations (-0,3m€), le paiement du dividende de 6,70€ intervenu en juin 2026 (-29,9m€), les intérêts minortaires réévalués en valeur de marché (-23,4m€), et la valeur actualisée des produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propriétaire (18,5m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la trésorerie nette ajustée (55,7m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport.

L'écart entre notre appréciation de la position de trésorerie nette ajustée et celle de l'Etablissement Présentateur porte notamment sur :

- la prise en compte, pour notre part, des intérêts minoritaires en valeur nette comptable (9,2m€) ;
- la prise en compte de la part de l'Etablissement Présentateur des dépôts et cautionnements de nature opérationnelle (-2,5m€) ;
- la prise en compte de la part de l'Etablissement Présentateur du nombre d'actions hors autocontrôle au 31 décembre 2025, contre la prise en compte pour notre part du nombre d'actions ayant effectivement reçu le paiement du dividende versé en juin pour le calcul du décaissement lié à ce versement (-0,2m€) ;
- la prise en compte de la part de l'Etablissement Présentateur de la juste valeur des produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propriétaire (-18,5m€), étant rappelé que nous retenons ces produits financiers dans le cadre de l'extériorisation de la Valeur d'Entreprise du Groupe par la méthode des flux de trésorerie actualisés (voir section 3.3.2.2).

Ces divergences conduisent à un montant de trésorerie nette ajustée supplémentaire de 11,8m€ pour l'Etablissement Présentateur, intégrant néanmoins la juste valeur des produits issus du placement de la trésorerie non-propriétaire dont nous rappelons qu'elle est prise en compte dans nos travaux au niveau du calcul de la Valeur d'Entreprise.

5.1.4.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 170,0€ et est supérieure à la valeur extériorisée par nos travaux (163,92€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime de 5,8% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

5.1.5 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'Etablissement Présentateur affiche en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes spot, sur les 20, 60, 120, 180 et 240 dernières séances boursières, ainsi que le plus haut et le plus bas atteint sur les 12 derniers mois, au 6 juillet 2025 ; cette date correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce du projet d'OPAS-RO.

Nous avons retenu à titre principal le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières, qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous présentons également le cours spot, ainsi que les cours moyens pondérés par les volumes sur les 120, 180 et 250 dernières séances boursières.

La valeur de l'action de la Société retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 130,00€ et 180,00€.

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la référence au cours de bourse comprise entre 135,81€ et 138,24€.

Les divergences qui existent entre les valeurs présentées par l'Etablissement Présentateur et par nos soins sur un même horizon temporel (20 jours, 60 jours…) proviennent du fait que

l'Etablissement Présentateur retient le cours moyen pondéré par les volumes des cours moyens pondérés journaliers non retraités, tandis que nos retraitons les cours moyens pondérés journaliers antérieurs au 17 juin 2026 du dividende versé (6,70€).

Hors prise en compte du retraitement du dividende au niveau des cours moyens pondérés journaliers, nous obtenons, pour information, des résultats similaires à ceux de l'Etablissement Présentateur.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime comprise entre 0,0% et 38,5% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

5.1.6 - Méthode des comparables boursiers

5.1.6.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de sept sociétés du secteur des agences de voyages (HelloWorld Travel, Rainbow Tours, TUI AG, Hostelworld Group, On The Beach Group, Travel + Leisure Co., et Trainline), et correspondant à des OTA, Tour-opérateurs et voyagistes.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de trois sociétés (On The Beach Group, Booking Holdings et Expedia Group) correspondant à des OTA, les deux dernières n'étant pas retenues par l'Etablissement Présentateur.

5.1.6.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios médians retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise (hors prise en compte d'IFRS 16) divisée par l'EBITDA et l'EBIT. Nous avons pour notre part privilégié le multiple d'EBIT, pour les raisons exposées en section 3.3.4.3.

Les multiples médians retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux EBITDA et EBIT 2026 et 2027. Nous avons pour notre part retenu un EBIT 2027 tenant compte du chiffre d'affaires de l'année 2027 du plan d'affaires, auquel a été appliquée la marge normative prise en compte dans le cadre de de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés (~8,0%), pour les raisons exposées en sections 3.3.4.4 et 3.3.4.5.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 67,5m€ au 31 décembre 2025, alors que nous avons retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de 55,7m€ à la même date. Les principaux écarts sont expliqués en section 5.1.4.5 du présent rapport.

5.1.6.3 - 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 94,6€, et est comprise dans une fourchette allant de 83,4€ à 109,7€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action de la Société par la méthode des comparables boursiers de 158,01€.

L'écart observé au niveau du calcul de la valeur d'entreprise par analogie provient de la prise en compte d'échantillons, d'années de référence et d'agrégats différents, mais également d'un différentiel de marge lié à la prise en compte par nos soins d'une marge normative pour assurer sa répétibilité sur le long-terme dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode.

Nous rappelons par ailleurs que notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'inscrit en retrait de celui de l'Etablissement Présentateur, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime de 90,2% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

5.1.7 - Référence à l'OPRA 2024

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la référence à l'OPRA 2024 à titre indicatif.

Pour rappel, la Société a procédé au rachat et à l'annulation de 866.666 actions composant son capital en juillet 2024, pour faire suite à la réalisation de l'OPRA dont la période d'offre s'est étendue entre juin et juillet 2024, au prix de 150,00€ par action.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime de 20,0% sur cette valeur.

Nous excluons cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.5.

5.1.8 - Référence aux cours cibles des analystes

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la référence aux derniers cours cibles des analystes suivant la valeur du titre de la Société, au cas d'espèce Oddo BHF et TP ICAP, retraités et non retraités du dividende versé en juin 2026.

Les derniers cours cibles d'Oddo BHF et de TP ICAP avant annonce de l'Offre s'établissaient respectivement à 187,0€ et 180,0€, doit une valeur moyenne de 183,5€.

Après retraitement du dividende de 6,70€ versé en juin 2026, les objectifs de cours des analystes ajustés ressortent en moyenne à 176,8€.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise des primes et décotes de respectivement -1,9% et 1,8% sur ces valeurs.

Nous excluons cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.6.

5.1.9 - Méthode des transactions comparables

5.1.9.1 - Choix de l'échantillon

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de 2 transactions ayant eu lieu en 2023 et 2025 sur le secteur du voyage organisé en Europe et aux Etats-Unis.

Nous avons, pour notre part, effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada, et décidé d'exclure la méthode pour les raisons exposées en section 3.2.3.

5.1.9.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent aux multiples de chacune des transactions et au multiple moyen de Valeur d'Entreprise / EBITDA ressortant de l'échantillon de transactions comparables, appliqués à l'EBITDA 2026 du plan d'affaires Groupe.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 67,5m€ au 31 décembre 2025, tel que présenté en section 5.1.4.5 du présent rapport.

5.1.9.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action de la Société obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 146,8€ et 168,8€, avec une valeur centrale de 157,8€.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime de 14,0% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

5.1.10 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

L'Etablissement Présentateur a retenu la méthode d'actualisation des dividendes futurs à titre indicatif.

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe, en normes comptables françaises, pour les exercices allant du 1er janvier 2026 au 31 décembre 2030, étant précisé que ce plan d'affaires extériorise l'ensemble des éléments du compte de résultat prévisionnel (*i.e.* jusqu'au résultat net) ;
- tenu compte d'un taux de distribution du résultat net de 50%, ainsi que d'un taux de croissance perpétuelle du dividende de 2,0% postérieurement à la période explicite du plan d'affaires.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action de la Société à 61,0€, le Prix d'Offre Action offrant une prime de 195,0% sur cette valeur.

Nous excluons cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.4.

L'importante divergence entre la valeur par action ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés et de la méthode d'actualisation des dividendes futurs (étant rappelé que nous n'avons pas retenu cette dernière méthode que nous avons considéré redondante avec la première) au niveau des travaux de l'Etablissement Présentateur provient principalement de la conjonction des deux éléments suivants :

- la considération à perpétuité d'un taux de distribution de 50% du résultat net, qui ne permet pas de prendre en compte la cristallisation des résultats générés non distribués au niveau de la valeur par action de la Société ;
- l'absence de normalisation du taux de marge d'EBIT retenue au niveau de la méthode des flux de trésorerie actualisés, entrainant mécaniquement un niveau moins important du résultat distribuable sur l'horizon normatif.

5.1.11 - Référence à l'actif net comptable

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

Il extériorise un actif net comptable (capitaux propres part du Groupe) au 31 décembre 2025 à 231,4m€, soit une valeur de 51,8€ par action. La légère différence qui existe entre la valeur présentée par l'Etablissement Présentateur et celle retenue par nos soins avant retraitement du

dividende (51,37€) provient du fait que l'Etablissement Présentateur ne retient pas le nombre d'actions pleinement dilué dans le cadre du calcul de l'ANC par action de la Société.

Nous précisons en outre que, contrairement à nous, l'Etablissement Présentateur ne procède pas à l'ajustement de l'actif net comptable pour tenir compte du versement de dividende de 6,70€ en juin 2026.

Le Prix d'Offre Action de 180,00€ extériorise une prime de 247,5% sur cette valeur.

Nous excluons cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.1.

5.2 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre OCA de l'Etablissement Présentateur

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

- Référence au cours de bourse de l'OCA ;
- Valeur théorique de l'OCA.

Nous avons, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la référence au bourse de l'OCA et la valeur théorique de l'OCA dans le cadre de l'appréciation de leur valeur.

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

5.2.1 - Référence au cours de bourse de l'OCA

L'Etablissement Présentateur affiche en synthèse le cours spot, ainsi que le plus haut et le plus bas atteint sur les 12 derniers mois, au 6 juillet 2025 ; cette date correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce du projet d'OPAS-RO.

Nous avons retenu le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous présentons également les cours moyens pondérés sur les 120, 180 et 250 dernières séances boursières.

La valeur de l'action de la Société retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse de l'OCA ressort dans une fourchette comprise entre 130,02€ et 165,00€.

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la référence au cours de bourse de 132,02€ ; le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières étant identique en raison de la forte illiquidité de l'instrument.

Le Prix d'Offre OCA de 182,52€ extériorise une prime comprise entre 10,6% et 40,4% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

5.2.2 - Valeur théorique de l'OCA

L'Etablissement Présentateur évalue dans un premier temps la composante obligataire des OCA en extériorisant le taux de marché qui leur est applicable et en actualisant les flux restants à percevoir au titre de cette composante obligataire, et ce afin d'extérioriser le plancher obligataire

correspondant à la valeur minimum de l'obligation (par définition, une option de conversion ne peut avoir une valeur négative et est *florée* à 0).

Dans un second temps, il procède à l'extériorisation de la valeur théorique de l'OCA en retenant un modèle binomial en raison des caractéristiques de l'option de conversion de type américaine.

Nous avons également procédé à l'évaluation de l'OCA en retenant le modèle binomial.

En revanche, nous n'avons pour notre part pas procédé à l'évaluation de la composante obligataire, pour les raisons exposées en section 4.2.3.

5.2.2.1 - Valeur de la composante obligataire

L'Etablissement Présentateur retient un taux de rendement applicable aux OCA de 5,25%, correspondant en l'absence de notation des OCA au rendement observé sur des financements de sociétés de taille intermédiaire de profil de risque comparable.

Après actualisation des flux restants à percevoir sur les OCA (et ce comprenant le remboursement du nominal à l'échéance), l'Etablissement Présentateur retient une valeur obligataire de 83,9€.

5.2.2.2 - Valeur théorique de l'OCA

Dans le cadre de l'évaluation de l'OCA, l'Etablissement Présentateur retient les paramètres suivants :

- une valeur du sous-jacent de 145,50€ ;
- une parité de conversion en action de 1,014 ;
- un taux sans risque de 2,71% ;
- un coût de prêt-emprunt de 0,4% ;
- un taux de rendement du dividende de 4,6% ;
- une maturité de 2,0 ans, correspondant à la maturité résiduelle des OCA ;
- une volatilité de l'action de 34,4% ;
- une prise en compte de pas trimestriels.

La valeur théorique de l'OCA obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant le modèle binomial ressort à 147,54€.

Bien que certains paramètres retenus par l'Etablissement Présentateur diffèrent légèrement des nôtres, nous obtenons la même valeur théorique de l'OCA, eu égard au fait que celle-ci est fortement dans la monnaie et que la décision la plus rationnelle économiquement consiste pour le porteur d'OCA à exercer de manière anticipée son option.

Le Prix d'Offre OCA de 182,52€ extériorise une prime de 23,7% sur la valeur retenue par l'Etablissement Présentateur.

6 - Analyse des éléments connexes à l'Offre

Nous avons examiné les éléments connexes à l'Offre qui ont été portés à notre connaissance, afin d'apprécier si ces derniers comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

A notre connaissance, les éléments connexes à l'Offre existants sont :

- le contrat d'Acquisition de la participation au capital de la Société détenue par la société Amiral Gestion ;
- le contrat d'Apport à l'Initiateur d'actions ordinaires au capital de la Société détenues par les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance ;
- le règlement général du Fonds Commun de Placement d'Entreprise (ci-après le « FCPE »), régissant la liquidité des actions de la Société détenues par ce dernier ;
- le Protocole présentant le projet ayant entraîné la mise en concert de l'Initiateur, des Fondateurs et des Investisseurs ;
- le Pacte en vigueur entre les actionnaires de l'Initiateur ;
- le mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites qui devrait être mis en place.

6.1 - Contrat d'Acquisition du Bloc Amiral

En date du 6 juilllet 2026, l'Initiateur et la société Amiral Gestion ont conclu un contrat d'acquisition portant sur la participation au capital de la Société détenue par ce dernier. A la suite du *closing* de cette opération (en date du 7 juillet 2026), l'Initiateur détenait 63,89% du capital de la Société (la participation de la société Amiral Gestion au capital de la Société représentant 1,65% du capital de la Société, soit 73.969 actions ordinaires).

Notamment, le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral présente le prix de cession, les conditions relatives à l'octroi d'un potentiel complément de prix, les déclarations et garantie des parties, et le sort des frais et débours.

Nous avons analysé les principales dispositions du contrat d'Acquisition. Il ressort de celui-ci les éléments suivants :

- le prix par action proposé dans le cadre de l'acquisition de la participation au capital de la Société détenue par la société Amiral Gestion est de 180,00€, soit le Prix d'Offre Action ;
- l'octroi d'un éventuel complément de prix interviendrait en cas d'acquisition ou cession par l'Initiateur ou par l'un de ses affiliés d'actions de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre Action dans les 12 mois suivants la réalisation de l'opération susmentionnée (ci-après l' « Opération Subséquente »), et correspondrait à la différence entre le prix par action proposé dans le cadre de l'Opération Subséquente et le Prix d'Offre Action, multiplié par le nombre d'actions cédées dans le cadre du contrat d'Acquisition du Bloc Amiral ;
- les déclarations et garanties correspondent à des clauses usuelles relatives à la capacité des parties, à la propriété des actions visées et à la disponibilité des fonds nécessaires à la réalisation de l'acquisition ;
- l'ensemble des frais et débours liés à la réalisation de l'opération seront supportés par les parties à hauteur des montants engagés.

Ainsi, le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral ne contient pas de mécanisme qui s'apparenterait à un avantage consenti au profit de la société Amiral Gestion, et qui ne serait pas rémunéré à sa juste valeur.

Il n'existe donc au niveau de l'ensemble de ses termes et conditions aucune disposition qui viendrait remettre en cause l'équité du Prix d'Offre Action.

6.2 - Contrat d'Apport

En date du 6 juilllet 2026, l'Initiateur d'une part, et les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance d'autre part, également actionnaires au capital de l'Initiateur, ont conclu un contrat d'apport portant sur la participation au capital de la Société détenue par ces derniers. A la suite du *closing* de cette opération (en date du 24 juillet 2026), l'Initiateur détenait 86,44% du capital de la Société (la participation des sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance au capital de la Société représentant 22,54% du capital de la Société, soit 1.012.234 actions ordinaires).

Notamment, le contrat d'Apport présente l'évaluation et la rémunération de l'apport, les déclarations des parties, les éventuelles conditions suspensives, le régime fiscal de l'Apport et le sort des frais et débours.

Nous avons analysé les modalités de détermination de la parité d'échange (6.1.1), ainsi que de rémunération de l'Apport (6.1.2).

Nous avons également analysé les principales autres dispositions du contrat d'Acquisition. Il ressort de celui-ci les éléments suivants :

- les déclarations correspondent à des clauses usuelles relatives à la capacité des parties et à la propriété des actions visées ;
- les conditions suspensives, relatives à l'appréciation par le commissaire aux apports de la valeur de l'Apport, l'appréciation par le commissaire aux comptes de l'augmentation de capital envisagée et des avantages particuliers attachés aux Actions de Préférence (ci-après les « ADP ») de catégorie 2 qui devraient être émises en rémunération de l'Apport, à l'approbation de la conversion d'AO en ADP 1 et 2 et de l'Apport, à la constatation de l'augmentation de capital, et à la modification des statuts, correspondent à des conditions usuelles aux regard des modalités de l'opération, des règles statutaires et du maintien de la gouvernance.

L'appréciation par le commissaire aux apports de la valeur de l'Apport et par le commissaire aux comptes de l'augmentation de capital envisagée et des avantages particuliers attachés aux ADP 2 n'appellent pas de commentaires de notre part.

6.2.1 - Détermination de la parité d'échange

Valeur de l'action de la Société

La valeur de l'action de la Société retenue pour les besoins de la détermination de la parité d'échange dans le cadre de la rémunération de l'Apport s'élève à 180,00€ par action, soit le Prix d'Offre Action.

Valeur de l'action de l'Initiateur

La valeur de l'action de l'Initiateur retenue pour les besoins de la détermination de la parité d'échange dans le cadre de la rémunération de l'Apport s'élève à 1,70€ par action.

Au 31 décembre 2025, l'actif net comptable de l'Initiateur s'élève à 300,4m€. A cette date, l'Initiateur détient 2.793.812 actions ordinaires de la Société, pour une valeur nette comptable de 48,4m€ (étant précisé que cette valeur ne tient pas compte du mali technique de fusion résultant de l'absorption de la société Avantage SA par l'Initiateur en 2018, pour un montant de 252,1m€).

En tenant compte du Prix d'Offre Action de 180,00€, la valeur de marché des actions de la Société détenues par l'Initiateur s'élève à 502,9m€[4]. Il existe ainsi une plus-value latente sur les titres de 454,5m€[5], qui doit être ajoutée aux capitaux propres de l'Initiateur.

Par ailleurs, le mali technique de fusion correspond à une non-valeur, car ne participant pas au processus de génération de flux de la société. A ce titre, il doit faire l'objet d'une élimination au niveau de l'actif économique de l'Initiateur, ainsi que d'une imputation sur ses capitaux propres.

Nous comprenons de nos échanges avec le Management qu'il n'existe pas d'indices qui remettraient en cause la considération de la valeur nette comptable en tant que valeur de marché pour les autres éléments d'actif et de passif, qui ont par ailleurs une valeur non significative aux bornes de l'Initiateur (la société étant une société holding).

Entre le 31 décembre 2025 et la date du contrat d'Apport, le résultat intercalaire (y compris les frais et débours relatifs à l'opération, et hors prise en compte du versement de dividende) est estimé à -2,6m€.

Enfin, la Société a versé en juin 2026 un dividende de 6,70€ par action, représentant un montant de 18,7m€ pour l'Initiateur, qu'il convient d'ajouter aux capitaux propres de l'Initiateur (dans la mesure où le Prix d'Offre Action correspond à un prix après prise en compte du versement dudit dividende).

En tenant compte de l'ensemble de ces éléments, l'ANR de l'Initiateur s'élève à 518,9m€, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Initiateur - Présentation de l'ANR	
En m€	
ANC au 31/12/2025	300,4
+ Plus-value latente sur les titres de la Société	454,5
- Mali technique de fusion	-252,1
+ Résultat intercalaire	-2,6
+ Dividende reçu de la Société	18,7
= ANR	**518,9**

Source : Comptes annuels de l'Initiateur au 31 décembre 2025, Analyses Crowe HAF

Au cas d'espèce, il a été retenu dans le cadre de la détermination de la parité d'échange un ANR de l'Initiateur s'élevant à **520,2m€**, légèrement différent de celui ressortant de notre analyse, en raison notamment de la prise en compte par les parties de la valeur brute des immobilisations corporelles et incorporelles, et non de leur valeur nette comptable, étant précisé que cette différence a un impact non significatif sur la valeur de l'action de l'Initiateur (écart inférieur à 0,3%).

Au *closing* de l'opération, le capital de l'Initiateur est composé de 305.485.906 actions, réparties entre 93.160.731 AO, 62.793.595 ADP 1 et 149.531.580 ADP 2. Nous comprenons de nos discussions avec le Management que l'Initiateur n'a pas émis d'instruments complémentaires ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, à son capital.

Nous avons analysé les statuts de l'Initiateur, notamment les caractéristiques des différentes catégories d'actions composant le capital de la société et les modalités d'écoulement de la valeur des fonds propres et quasi-fonds propres de la société entre ces dernières.

Dans la mesure où la préférence attachée aux ADP 1 et ADP 2 n'a pas un caractère pécuniaire, l'ensemble des catégories d'actions ont la même valeur sur le plan économique. En tenant compte du nombre d'actions composant le capital de l'Initiateur, la valeur de l'action de l'Initiateur ressort ainsi à **1,70€**[6].

[4] 502,9 = 2,793812 x 180,00.
[5] 454,5 = 502,9 - 48,4.
[6] 1,70 = 520,2 / 305,485906.

Parité d'échange

Après prise en compte de la valeur par action de la Société et de l'Initateur, la parité d'échange est de 1 action de la Société pour 105,696 actions de l'Initiateur.

Dans la mesure où la valeur par action de la Société correspond au Prix d'Offre Action, et où la valeur par action de l'Initiateur est calculée par transparence avec le Prix d'Offre Action, tout en intégrant d'une part l'impact de l'ensemble des opérations intervenues jusqu'au *closing* de l'Apport (étant précisé que l'Acquisition du Bloc Amiral est réalisée au Prix d'Offre Action, et n'a donc aucun impact sur l'ANR de l'Initiateur) et d'autre part l'absence de différence de substance économique entre les différentes catégories d'actions composant le capital de l'Initateur, la détermination de la parité d'échange ne contient pas de mécanisme qui s'apparenterait à un avantage pour les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance, et qui ne serait pas rémunéré à sa juste valeur.

La détermination de la parité d'éhange n'appelle donc aucun commentaire de notre part.

6.2.2 - Rémunération de l'Apport

En rémunération de l'Apport de leur participation au capital de la Société, soit 1.012.234 actions ordinaires, les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance se sont vu attribuer 106.989.083 Actions de Préférence de catégorie 2 (ci-après les « ADP 2 ») nouvellement émises, après prise en compte de la parité d'échange[7].

Comme présenté en section 6.2.1 *supra*, et dans la mesure où la préférence attachée aux différentes ADP composant le capital de l'Initiateur n'a pas un caractère pécuniaire, l'attribution d'ADP est équivalente à celle d'actions ordinaires sur le plan économique.

Préalablement à l'Apport, afin notamment de se conformer aux dispositions des statuts de la Société (qui capent le nombre d'ADP 2 à la moitié du capital social), l'Initateur a d'ailleurs procédé à la conversion d'ADP 2 en AO, à raison d'un ratio de conversion de 1 pour 1.

En outre, et afin notamment de maintenir le contrôle de l'Initiateur par ses Fondateurs (en maintenant leurs droits de vote cumulés au-delà de 50,0% des droits de vote théoriques), l'Initateur a également procédé à la conversion d'ADP 1 en AO, à raison d'un ratio de conversion de 1 pour 1.

La rémunération de l'Apport n'appelle donc aucun commentaire de notre part.

6.3 - Règlement général du FCPE

Afin de faire participer les salariés à la création de valeur du Groupe, la Société a mis en place un FCPE en 1997. Dans la mesure où le FCPE détient des actions de la Société et organise la liquidité de ses parts au profit des salariés, nous avons analysé la référence de valeur ressortant de l'application du mécanisme de liquidité du FCPE.

En effet, s'il est usuel d'organiser la liquidité de FCPE détenant des actions au capital de sociétés cotées sur la base du cours de bourse de l'action de ces dernières, cette approche n'est pas automatique et ne serait être considérée pertinente dans le cas des sociétés cotées pour lesquelles le cours de bourse s'avère illiquide et ne permet pas d'extérioriser une valeur de marché de l'action.

[7] 106.989.083 = 1.012.234 x 105,696.

Au cas d'espèce, le règlement général du FCPE dispose notamment, relativement au mécanisme garantissant la liquidité des titres détenus, que :

- « […] Les transactions sur les actions de l'ENTREPRISE seront effectuées sur le marché Euronext Growth Paris. » ;
- « […] Les actions seront évaluées sur la base du cours de l'action, égal au cours de clôture du titre Voyageurs du Monde sur Euronext Growth à la date de la valeur liquidative du FONDS […] »

Nous avons pu nous assurer que l'inventaire du FCPE en date du 31 décembre 2025, certifié par les commissaires aux comptes, extériorise un actif net réévalué (sur la base duquel s'effectue la liquidité des parts du FCPE) tenant compte de la référence au cours de bourse (voir partie 3.3.3) dans le cadre de l'appréciation de la juste valeur du portefeuille de titres.

Ainsi, la valeur de l'action de la Société retenue dans le cadre de l'organisation de la liquidité des parts du FCPE est inférieure au Prix d'Offre Action. Par conséquent, le règlement général du FCPE ne soulève pas de remarque particulière de notre part.

6.4 - Protocole

En date du 6 juillet 2026, les actionnaires de l'Initateur ont conclu un protocole d'accord (le Protocole) visant à améliorer la liquidité future de leurs titres, au travers de la définition d'un projet séquencé en plusieurs étapes (ci-après le « Projet Global ») ayant pour objectif à terme d'entraîner le retrait de cote de la Société et la réorganisation du capital de l'Initiateur.

Ce Protocole fixe les conditions dans lesquelles interviendrait le Projet Global, formalise les engagements respectifs des différents signataires, et défini les conséquences de l'absence de réalisation, du report, de la réalisation partielle ou de l'adaptation de certaines étapes du Projet Global, le cas échéant, ainsi que les relations entre les Parties dans ces différentes hypothèses.

La signature du Protocole fait suite à la conduite d'analyses, au cours de l'année 2025, sur la liquidité de leur participation au capital de l'Initateur par les actionnaires, et ayant abouti à la conclusion que la cotation de la Société était susceptible d'amoindrir l'attractivité de la participation de l'Initiateur au capital de la Société auprès d'investisseurs potentiels.

Nous avons également analysé les principales autres dispositions du Protocole. Il ressort de celui-ci les éléments suivants :

- les étapes du Projet Global sont interdépendantes, de sorte que l'absence de réalisation de l'une des étapes entraînera un report ou la caducité des étapes subséquentes ;
- les engagements des parties correspondent à des clauses usuelles visant à assurer le bon déroulement du Projet Global.

6.4.1 - Avenant au Pacte d'Actionnaires en vigueur

La première étape du Projet Global concerne la signature d'un avenant au Pacte d'Actionnaires en vigueur, visant à la renonciation par les Fondateurs et par les Investisseurs aux dispositions dudit Pacte qui contreviendraient à la réalisation du Projet Global.

Le Pacte d'actionnaires en vigueur est analysé en section 6.5 *infra*.

Par ailleurs, et en cas d'absence de réalisation de l'étape du Projet Global présenté en section 6.4.5 *infra* avant l'expiration du Protocole, le Pacte d'Actionnaires en vigueur reprendra ses pleins effets.

Les termes de l'avenant au Pacte d'Actionnaires en vigueur ne soulèvent pas de remarque particulière de notre part.

6.4.2 - Apports de titres de la Société à l'Initateur

La deuxième étape du Projet Global concerne l'apport de titres de la Société par les sociétés Crédit Mutuel, Certares et Bpifrance à l'Initiateur. Le contrat d'Apport, relatif à cet apport de titres de la Société à l'Initiateur, est analysé en section 6.2 *supra*.

Nous renvoyons donc aux conclusions du paragraphe susmentionné sur ce point.

6.4.3 - Procédure d'OPAS-RO

La troisième étape du Projet Global concerne le dépôt d'une OPAS à caractère obligatoire auprès de l'AMF, la signature du Protocole entraînant la mise en concert de l'Initiateur, des Fondateurs et des Investisseurs qui détiennent ensemble plus de 50,00% du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que, si les conditions le permettent, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

La procédure d'OPAS-RO prévoit la rémunération de l'Etablissement Présentateur, les modalités de réalisation de l'Offre (constitution du Comité d'Offre, rôle de l'expert indépendant et critères de sélection), ainsi que le *modus operandi* en cas d'absence de réalisation des conditions permettant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre (notamment les mesures mises en œuvre pour atteindre le seuil permettant le dépôt d'une OPR-RO pour faire suite à l'échec de l'OPAS-RO), étant précisé qu'en cas d'absence de mise en œuvre dudit Retrait Obligatoire les étapes suivantes du Protocole sont caduques (sans remise en cause de la réalisation de l'Apport).

Au cas d'espèce, et dans la mesure où le Concert détenait à la date du dépôt de l'Offre plus de 90,00% des droits de vote théoriques de la Société, ce dernier a déposé auprès de l'AMF une OPR, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire à la suite de la période d'Offre en cas de d'atteinte des seuils permettant sa mise en oeuvre.

Le contexte et les termes de la présente Offre sont présentés en section 1.3 *supra*.

L'Initateur procédera au financement de l'opération au moyen de lignes de crédit représentant un montant total de 133,0m€ et rémunérés à des taux compris entre le taux Ester/Euribor + marge complémentaire de 2,0% et le taux Ester/Euribor + marge complémentaire de 2,3% sur un durée maximum de 24 mois, avec une marge variant entre -40 points de base et 20 points de base en fonction du levier d'endettement.

Au cas d'espèce, le taux convenu entre l'Initiateur et les institutions bancaires accordant les lignes de crédit susmentionnées est nécessairement assimilable à un taux de marché dans la mesure où il a fait l'objet d'un *pricing* tenant compte notamment d'une analyse crédit aux bornes du périmètre constitué de l'Initiateur et de la Société, et de l'objet du financement, ainsi que d'une validation en comité de crédit, par les institutions bancaires.

Tandis que les différentes étapes et modalités de la procédure d'OPAS-RO convenues entre les membres du Concert sont usuelles et ne soulèvent pas de remarque particulière de notre part, les termes et conditions du financement associé à la réalisation de l'opération ne sont pas de nature à remettre en cause l'Equité du Prix d'Offre Action.

6.4.4 - Réduction du capital de l'Initiateur

La quatrième étape du Projet Global concerne le désengagement total ou partiel des Fondateurs et d'une partie des Investisseurs (au cas d'espèce les sociétés BNP Paribas, Bpifrance, Crédit Mutuel et Montefiore) par voie de réduction de capital non-motivée par des pertes.

La réduction du capital envisagée correspondra au rachat de 62.061.533 actions de l'Initateur pour un prix ferme et définitif de 105,4m€, correspondant à une valeur unitaire de 1,698€ par action de l'Initateur et par transparence à une valeur de 180,00€ par action de la Société.

Le léger différentiel avec la valeur par action de l'Initateur retenue dans le cadre de la rémunération de l'Apport (1,70€, voir section 6.2) correspond à la prise en compte de la charge liée au financement bancaire obtenu par l'Initiateur pour les besoins de la réalisation de l'OPAS-RO et de la présente réduction de capital (100,8k€), dans le cadre de l'extériorisation de l'ANR de l'Initiateur.

La réalisation de la réduction du capital de l'Initiateur est conditionnée (i) à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, (ii) à l'absence de réalisation d'un ou plusieurs évènements défavorables significatifs (ci-après les « MAC ») sur les volumes de vente, de réservation et de devis, et (iii) à la réalisation de la condition suspensive liée à la non-opposition des créanciers au titre de la réduction de capital, ou à la purge des éventuelles oppositions, étant précisé qu'en cas d'absence de réalisation de la réduction du capital de l'Initiateur, les étapes suivantes du Protocole sont caduques (sans remise en cause de la réalisation des étapes précédentes).

L'Initateur procédera au financement de l'opération au moyen du versement d'un dividende exceptionnel de la Société d'un montant maximum de 105,0m€ et d'une ligne de crédit d'un montant maximum de 14,0m€ au taux Euribor + marge complémentaire de 2,0%, étant précisé qu'en cas d'insuffisance de financement le solde sera inscrit en compte-courant et rémunéré au taux de 3,0% sur un durée maximum de 24 mois.

Il ressort ainsi de l'analyse des modalités de la réduction du capital de l'Initateur que :

- la valeur de l'action de l'Initateur retenue correspond par transparence au Prix d'Offre Action ;
- les MAC et les conditions suspensives constituent des clauses usuelles visant à assurer d'une part la cohérence entre la profitabilité de la Société et le prix payé, et d'autre part la régularité de l'opération ;
- le taux convenu entre l'Initiateur et les institutions bancaires est nécessairement assimilable à un taux de marché, pour les raisons présentées en section 6.4.3 *supra* ;
- le taux convenu entre les parties dans le cadre de la rémunération du compte-courant en cas d'insuffisance de financement, en retrait en rapport du taux du financement bancaire, correspond à un taux négocié entre parties libres, éclairées et indépendantes et tenant compte de l'ensemble des spécificités rattachées audit compte-courant en rapport du financement bancaire.

Les termes de l'opération de réduction de capital de l'Initiateur ne soulèvent pas de remarque particulière de notre part.

6.4.5 - Conversion des ADP de l'Initiateur

La cinquième étape du Projet Global concerne la conversion en AO de l'intégralité des ADP 1 et de 176.268.250 ADP 2 sur les 192.486.747 ADP 2 existantes au capital de l'Initiateur, sur la base d'un ratio de conversion de 1 pour 1, étant précisé qu'en cas. d'absence de réalisation de la conversion des ADP de l'Initiateur, la dernière étape du Protocole est caduque (sans remise en cause de la réalisation des étapes précédentes).

L'absence de conversion d'une partie des ADP 2 permettra notamment d'assurer le maintien pour la société Certares en dessous du seuil de 50,0% des droits de vote de l'Initiateur.

Comme présenté en section 6.2.1, et dans la mesure où la préférence attachée aux différentes ADP composant le capital de l'Initiateur n'a pas un caractère pécuniaire, l'opération de conversion des ADP de l'Initateur en AO n'est pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre Action.

Les termes de l'opération de conversion des ADP de l'Initiateur ne soulèvent pas de remarque particulière de notre part.

6.4.6 - Nouveau Pacte d'actionnaires

La dernière étape du Projet Global concerne la conclusion d'un nouveau Pacte entre les actionnaires de l'Initiateur, qui entrera en vigueur pour faire suite à la réalisation de la conversion des ADP de l'Initiateur, ainsi que le changement de la gouvernance au niveau de l'Initiateur et de la Société, ayant pour finalité de constater les effets du désengagement de certains Fondateurs.

A ce titre, l'ensemble des Fondateurs démissionneront de leurs fonctions au sein de l'Initiateur et de la Société, et tandis que ceux demeurant au capital de la Société seront renouvelés dans leurs fonctions, ceux qui se désengageront totalement signeront de nouveaux contrats de travail avec la Société dont les modalités de rémunération demeureront inchangées en rapport des modalités existantes à date.

La *term sheet* du nouveau Pacte, annexée au Protocole, présente notamment les modalités de gouvernance au niveau de l'Initiateur et de ses filiales et participations, les différents processus de liquidité qui seront mis en place à compter de la conclusion, les règles régissant les titres de l'Initiateur, les modalités d'organisation interne et les dispositions générales.

Notamment, il ressort des dispositions du nouveau Pacte les éléments suivants :

- les processus de liquidité visent uniquement à ordonner la liquidité des actionnaires de l'Initiateur, et n'extériorisent pas de valeur des titres de l'Initiateur (dans la mesure où cette valeur sera déterminée librement par les potentiels acheteurs lors la mise en œuvre du processus de liquidité), hormis le prix plancher en-dessous duquel la société Crédit Mutuel peut s'opposer à la liquidité de sa participation, correspondant par transparence au Prix d'Offre Action, diminué des éventuels dividendes qui seront perçus par cette dernière entre la mise en œuvre du RO et la mise en œuvre du processus de liquidité, et augmenté de 5% par an à partir du 1er janvier 2028 (ci-après le « Prix Plancher CME ») ;
- les règles régissant le transfert de titres et opérations sur titres de l'Initiateur, notamment les transferts libres, le droit de préemption, le droit de sortie conjointe, et le *drag along* (cession forcée), constituent des clauses usuelles visant à assurer la liquidité des actions pour une société ne bénéficiant pas de la liquidité d'un marché organisé ;
- la valeur par action de l'Initiateur relative au droit de retrait des Fondateurs, applicable en cas de perte des mandats exécutifs et/ou fonctions salariées, ainsi qu'en cas de désaccord sur une décisions stratégique nécessitant l'approbation du Conseil d'Administration de l'Initiateur, sera déterminée par transparence avec une valeur de l'action de la Société correspondant à la somme d'un multiple d'EBITDA appliqué à l'EBITDA consolidé du dernier exercice clos, et de la trésorerie nette propriétaire du dernier exercice clos.

Le Prix Plancher CME correspond au maximum à une rémunération des capitaux versés de 5% par an (les dividendes versés ne bénéficiant plus des effets de la rémunération dudit capital), qui se situe en retrait du taux de rémunération des capitaux propres de la Société exigé par ses actionnaires, tel qu'extériorisé par nos soins et retenu dans nos travaux d'évaluation (voir section 3.2.2.5), étant précisé que l'éventuel levier financier a un effet négligeable aux bornes du périmètre constitué de l'Initiateur et de la Société (notamment au regard de la rentabilité des capitaux propres de la Société).

En outre, l'application théorique de la formule relative au droit de retrait des Fondateurs aboutit à la détermination d'une valeur par action de la Société qui se situe en retrait du Prix d'Offre Action.

Ainsi, les termes du nouveau Pacte d'actionnaires ne sont ainsi pas de nature en remettre en cause l'Equité du Prix d'Offre Action.

6.5 - Pacte d'actionnaires en vigueur

En date du 30 avril 2021, les actionnaires de l'Initateur ont conclu un pacte visant à organiser les relations entre eux, en définissant les principes et les modalités devant régir ces dernières, avec pour objectif d'optimiser la valeur de leur investissement.

Notamment, le Pacte d'actionnaires en vigueur présente des modalités et règles similaires à celles du nouveau Pacte, étant précisé que certaines dispositions sont d'ores et déjà caduques à la date du présent rapport (à ce titre, nous ne présenterons pas ces dispositions).

Il a fait l'objet de trois avenants en juillet 2021, en mars 2025 et en juillet 2026, ayant eu respectivement pour effet de constater (i) la modification de l'actionnariat de l'Initiateur (et de *facto* de certains membres adhérent au Pacte d'actionnaires en vigueur), (ii) les effets de la nomination d'administrateurs salariés sur la composition du Conseil d'Administration de la Société, ainsi que la modification de certains points du processus de liquidité, et (iii) la renonciation par les Fondateurs et par les Investisseurs aux dispositions du Pacte d'actionnaires en vigueur qui contreviendraient à la réalisation du Projet Global

Il ressort des dispositions du Pacte d'actionnaires en vigueur (incluant les dispositions de ses avenants) les éléments suivants :

- les processus de liquidité visent uniquement à ordonner la liquidité des actionnaires de l'Initiateur, et n'extériorisent pas de valeur des titres de l'Initiateur (dans la mesure où cette valeur sera déterminée librement par les potentiels acheteurs lors la mise en œuvre du processus de liquidité), hormis :
    - d'une part le prix plancher en-dessous duquel les sociétés Crédit Mutuel et Certares peuvent s'opposer à la liquidité de leur participation, correspondant au maximum à une contrevaleur pour 100% des titres de l'Initateur permettant à la société Crédit Mutuel de réaliser un rendement annuel de 5,0% sur sa participation au capital de l'Initiateur (ci-après le « Prix Plancher CME et Certares ») ;
    - d'autre part, le prix plancher en-dessous duquel l'ensemble des actionnaires peuvent s'opposer à la liquidité de leur participation, correspondant par transparence à une valeur de 85,0€ par action de la Société.
- les règles régissant le transfert de titres et opérations sur titres de l'Initiateur, notamment les restrictions de transfert et transferts libres, le droit de préemption, le droit de sortie conjointe, le *drag along* (cession forcée), constituent des clauses usuelles visant à assurer la liquidité des actions pour une société ne bénéficiant pas de la liquidité d'un marché organisé ;
- la valeur par action de l'Initiateur relative au droit de retrait des Investisseurs, applicable en cas de perte de contrôle de l'Initiateur par les Fondateurs ou dans certains cas de perte de contrôle de la Société par l'Initiateur, sera déterminée par transparence avec une valeur de l'action de la Société correspondant à la valeur la plus élevée entre le prix de cession entraînant la perte de contrôle et la moyenne du cours de bourse sur les six derniers mois précédant la perte de contrôle.

Le Prix Plancher CME et Certares correspond au maximum à une rémunération des capitaux versés de 5% par an, qui se situe en retrait du taux de rémunération des capitaux propres de la Société exigé par ses actionnaires, tel qu'extériorisé par nos soins et retenu dans nos travaux d'évaluation (voir section 3.2.2.5), étant précisé que l'éventuel levier financier (qui est négligeable - voir section 6.4.6) ne peut avoir qu'un effet positif sur la rentabilité des capitaux propres de l'Initiateur en rapport de la rentabilité des capitaux propres de la Société (correspondant à la rentabilité du capital de l'Initiateur, qui est une société holding), puisque cette rentabilité est supérieure au coût après impôts de la dette de l'Initiateur (*i.e.* une rémunération des capitaux propres de 5% par an au niveau de l'Initateur correspond à une rémunération moindre des capitaux propres au niveau de la Société).

En outre, l'application théorique de la formule relative au droit de retrait des Investisseurs aboutit à la détermination d'une valeur par action de la Société qui se situe en retrait du Prix d'Offre Action sur la base du cours de bourse (voir section 3.3.3), et qui correspond au Prix d'Offre Action

sur la base du prix de cession (ces cas de figure étant inapplicables puisque la perte de contrôle de l'Initiateur par les Fondateurs est partie intégrante du Projet Global qui entraîne la caducité du Pacte d'Actionnaires en vigueur).

En effet, et comme précisé en section 6.4.1 supra, et conformément aux stipulations du Protocole, la réalisation de la conversion des ADP de l'Initiateur pour les besoins de la réalisation du Projet Global entraînera la caducité du Pacte d'Actionnaires en vigueur et la mise en place d'un nouveau Pacte d'Actionnaires (présenté en section 6.4.6 *supra*).

Ainsi, les termes du Pacte d'actionnaires en vigueur ne sont ainsi pas de nature en remettre en cause l'Equité du Prix d'Offre Action.

6.6 - Mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites

L'Initiateur devrait conclure avec les bénéficiaires des AGA qui ne sont pas visées par l'Offre un mécanisme de liquidité (ci-après les « Accords de Liquidité ») basé sur des promesses de vente et d'achat (promesses croisées), dont la signature est prévue au mois d'octobre 2026.

Nous comprenons de nos discussions avec le Management que ce mécanisme de liquidité a vocation à être également étendu aux 1.500 potentielles AGA qui ont fait l'objet de promesses de la Société vis-à-vis de salariés, et pour lesquelles il n'existe pas encore à date de plan associé.

En effet, une partie des actions gratuites attribuées par la Société sont actuellement en période d'attribution définitive (*vesting*) ou de conservation, de telle sorte que leurs bénéficiaires ne peuvent pas les apporter à l'Offre. Par conséquent, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à racheter ces actions dans un délai de trois mois calendaires suivant la fin de leur période de conservation, si un bénéficiaire souhaite les céder (la « Promesse d'Achat »). Réciproquement, chaque bénéficiaire s'est engagé de manière irrévocable à vendre ces actions à l'Initiateur dans un délai de trois mois calendaires après la fin de la période d'exercice de la Promesse d'Achat, si l'Initiateur souhaite les acquérir (la « Promesse de Vente »).

La Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées uniquement en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, à un prix déterminée ou déterminable correspondant :

- au Prix d'Offre Action diminué des dividendes versés entre le Retrait Obligatoire et l'exercice de l'une des promesses lorsque le délai d'exercice de ladite promesse n'excède pas une durée d'un an après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;
- à l'application d'une formule calculée sur la base (i) d'un multiple d'EBITDA (10x) appliqué à l'EBITDA consolidé du dernier exercice clos et (ii) de la trésorerie nette consolidée du dernier exercice clos.

Ainsi, le mécanisme de liquidité précédemment décrit n'a pas pour effet d'avantager certains actionnaires de manière particulière, mais vise uniquement à répondre à un besoin éventuel de liquidité.

Il est également important de souligner que ces dispositifs exposent leurs bénéficiaires à la fois à un potentiel de hausse, en cas d'amélioration des indicateurs opérationnels du Groupe, et à un risque de baisse si les performances réalisées s'avéraient inférieures aux prévisions. Ces mécanismes ne garantissent donc aucune valeur et ne portent ainsi pas atteinte au principe d'égalité de traitement entre tous les actionnaires de la Société.

Nous avons procédé à une analyse de la valeur par action de la Société qui ressortirait de l'application de la formule, sur la base des comptes 2025 et de la définition de la position de trésorerie nette consolidée du Groupe au 31 décembre 2025.

Il ressort de l'application de la formule susmentionnée une valeur par action de la Société correspondant au Prix d'Offre Action. Par conséquent, le prix par action issu de l'application du mécanisme de liquidité ne soulève pas de remarque particulière de notre part.

7 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

7.1 - 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.

7.2 - 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.

8 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Les tableaux ci-dessous présentent l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et font ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix d'Offre de 180,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Référence aux transactions récentes		180,0 €		180,00 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	162,4 €	170,0 €	178,7 €	163,92 €	9,8%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 6 juillet 2026)		145,50 €		145,50 €	23,7%
Cours moyen pondéré 20 jours*		141,28 €		138,24 €	30,2%
Cours moyen pondéré 60 jours*		141,49 €		135,81 €	32,5%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		143,95 €		137,63 €	30,8%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		149,50 €		143,09 €	25,8%
*Cours moyen pondéré 240 jours**		153,08 €		n.a.	n.a
*Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a.		147,12 €	22,3%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers	83,4 €	94,6 €	109,7 €	158,01 €	13,9%
Méthodes écartées :					
Actif Net Comptable		51,8 €		44,67 €	303,0%
Références aux cours cibles	176,8 €	n.a.	183,5 €	176,80 €	1,8%

n.a. : non applicable
**calcul des cours moyen pondérés au 06/07/2026*

en €/OCA	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix d'Offre de 182,52€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues :					
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 6 juillet 2026)		130,02 €		130,02 €	40,4%
Cours moyen pondéré 20 jours*		n.a.		130,02 €	40,4%
Cours moyen pondéré 60 jours*		n.a.		130,02 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 120 jours**		n.a.		130,02 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 180 jours**		n.a.		138,65 €	31,6%
*Cours moyen pondéré 250 jours**		n.a.		142,82 €	27,8%
Référence au remboursement au pair		n.a.		85,00 €	114,7%
Référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus		n.a.		85,36 €	113,8%
Valeur théorique de l'OCA		147,54 €		147,54 €	23,7%
Analogie avec l'évaluation multicritère de l'action					
Référence aux transactions récentes		n.a.		182,52 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés		n.a.		166,22 €	9,8%
Référence au cours de bourse					
*Cours moyen pondéré 20 jours***		n.a.		137,71 €	32,5%
*Cours moyen pondéré 60 jours***		n.a.		140,18 €	30,2%
Méthode des comparables boursiers		n.a.		160,22 €	13,9%

n.a. : non applicable
***calcul des cours moyen pondérés au 06/07/2026*

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le Concert détient directement, indirectement et par assimilation 3.886.985 actions au capital de la Société, notamment à la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc Amiral en juillet 2026, étant précisé qu'un apport de titres de la Société à l'Initiateur par une partie des Investisseurs a également été réalisée au cours du

même mois (cet apport n'ayant aucune incidence sur la détention du capital de la Société par le Concert), soit 86,59% de son capital et 90,83% de ses droits de vote théoriques.

Le 6 juillet 2026, après clôture des marchés financiers, l'Initiateur a fait connaître au marché son intention de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, visant à acquérir l'intégralité des actions et OCA de la Société non détenues directement ou indirectement par le Concert, soit 569.991 actions et 13.201 OCA, représentant en cas de conversion un nombre maximum d'actions supplémentaires visées par l'Offre égal à 13.385. Le franchissement du seuil des 90,00% des droits de vote théoriques de la Société par le Concert a entraîné le dépôt d'une Offre Publique de Retrait, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, auprès de l'AMF.

Le dépôt de l'Offre fait suite à la mise en concert entre les Fondateurs, les Investisseurs, et indirectement l'Initiateur en raison de la signature du Protocole d'Accord, qui entrainé la constatation du franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, et revêt ainsi un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En date du 7 septembre 2026, le Concert a déclaré auprès de l'AMF avoir franchi à la hausse le seuil de 90% du capital de la Société, et détenir, directement, indirectement et par assimilation, 4.057.982 actions de la Société, représentant 90,40% de son capital et 93,16% de ses droits de vote théoriques.

A l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions et les OCA non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 180,00€ par action, égale au Prix d'Offre Action, et de 182,52€ par OCA, égale au prix d'Offre OCA. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Voyageurs du Monde du système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris.

Les actionnaires et porteurs d'OCA ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leurs actions et OCA, respectivement au Prix d'Offre Action et au Prix d'Offre OCA, ou bien de se faire indemniser aux mêmes prix (net de tous frais) dans le cadre de la mise en œuvre par l'Initiateur du Retrait Obligatoire.

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

- de 180,00€ pour la référence aux transaction récentes intervenues sur le capital de la Société (méthode retenue à titre principal) ;
- de 163,92€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- comprises entre 135,81€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 138,24€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;
- de 158,01€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 180,00€ par action dans le cadre de l'Offre :

- est égal à la valeur ressortant de la référence aux transaction récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- présente une prime de 9,8% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime comprise entre 30,2% et 32,5% sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 13,9% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

Notre analyse de la valeur de l'OCA de la Société fait ressortir des valeurs :

- de 130,02€ (cours moyen pondéré 20 jours et 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse de l'OCA ;
- de 85,00€ pour la référence au remboursement au pair ;
- de 85,36€ pour la référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus ;
- de 147,54€ pour l'évaluation théorique (modèle optionnel - au cas d'espèce le modèle binomial) ;
- comprises entre 137,71€ (cours moyen pondéré 60 jours de l'action) et 182,52€ (référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société) par analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.

Le prix offert de 182,52€ par OCA dans le cadre de l'Offre :

- présente une prime de 40,4% sur la référence au cours de bourse de l'OCA ;
- présente une prime de 114,7% sur la référence au remboursement au pair ;
- présente une prime de 113,8% sur la référence au remboursement au pair, augmenté des intérêts courus non échus ;
- présente une prime de 23,7% sur la valeur ressortant de l'évaluation théorique ;
- présente une prime comprise entre 0,0% et 32,5% sur l'analogie avec l'évaluation multicritère de l'action.

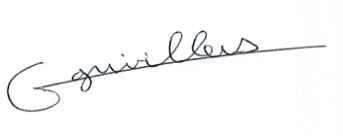
L'examen des éléments connexes à l'Offre, à savoir le contrat d'Acquisition du Bloc Amiral, le contrat d'Apport, le règlement général du FCPE Voyageurs du Monde, le Protocole d'Accord, le Pacte d'actionnaires en vigueur, et le mécanisme de liquidité au bénéfice des attributaires d'actions gratuites, nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires et pour les porteurs d'OCA de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal aux prix constatés lors des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, étant rappelé qu'un prix de 180,00€ par action correspond par transparence à un prix de 182,52€ par OCA au regard de leurs caractéristiques, et présentant des primes sur l'ensemble des méthodes d'évaluation mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, proposant un prix de 180,00€ par action et de 182,52€ par OCA Voyageurs du Monde, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires et pour les porteurs d'OCA de la société Voyageurs du Monde.

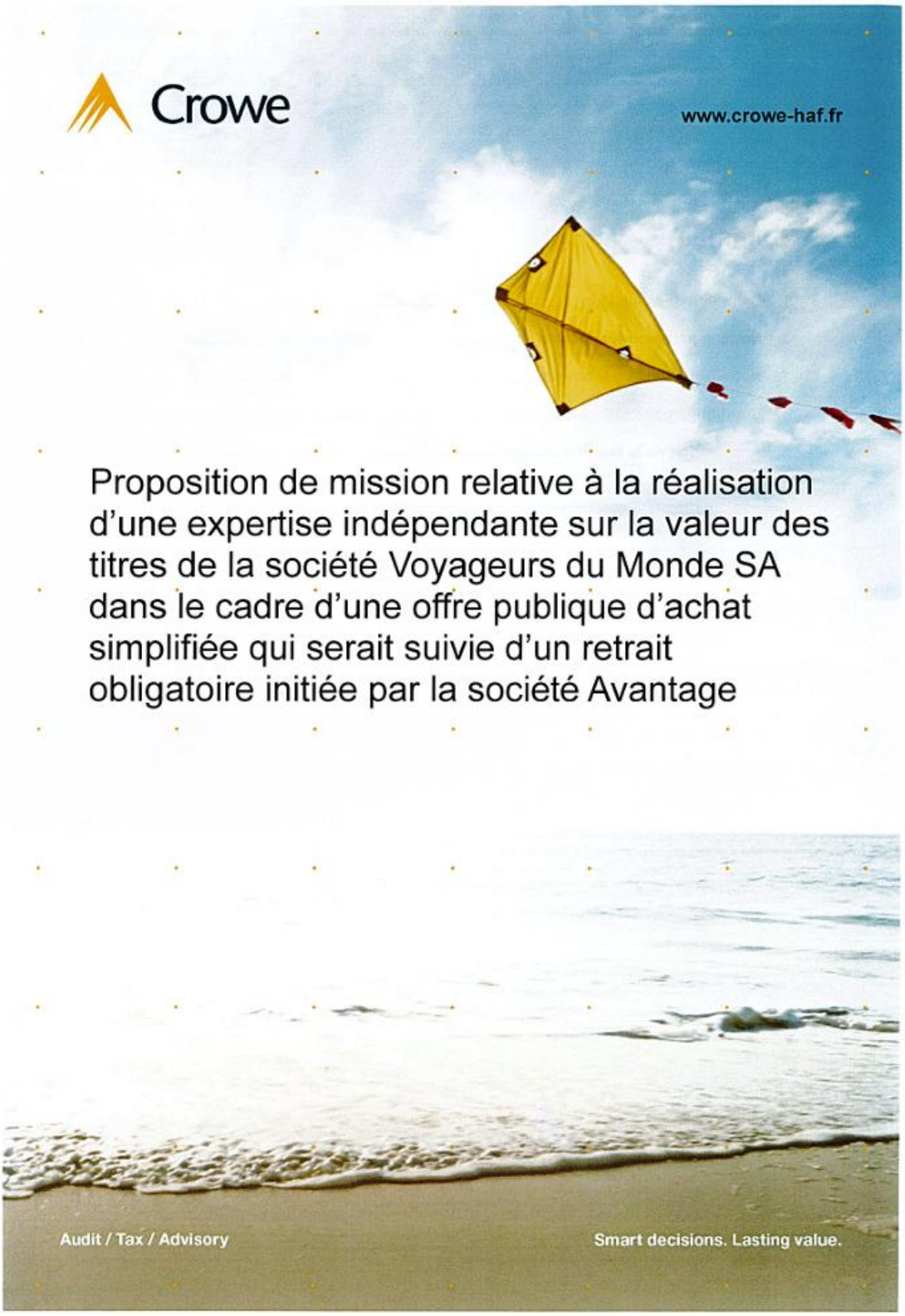
Fait à Levallois-Perret, le 21 septembre 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global



Olivier Grivillers

9 - Annexe – Lettre de mission



Sommaire

1. Définition de la mission 1
2. Notre approche de la mission 4
3. Notre proposition d'intervention 6
4. Conditions particulières 7
5. Acceptation de la mission 8

Annexe : Estimation du budget 9

www.crowe-haf.fr

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 525 200 € - 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.

© 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

Voyageurs du Monde SA
A l'attention d'Alain Capestan
Directeur Général Délégué
55 rue Sainte-Anne
75002 Paris

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre lettre de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Voyageurs du Monde SA (ci-après la « Société »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée qui pourrait être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'offre ») initiée par la société Avantage.

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, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global



Olivier GRIVILLERS
Associé

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Créé en 1996 à la suite de l'acquisition de la société Voyageurs du Monde par Alain Capestan et Jean-François Rial (ci-après les « Fondateurs ») et de son rapprochement avec les voyagistes Déserts, Comptoir d'Islande et Comptoir des Voyages, déjà détenus par les Fondateurs, le groupe Voyageurs du Monde (ci-après le « Groupe ») est l'un des principaux acteurs du secteur de la conception de voyages en France.

Pionnier de la conception de voyages sur mesure et de voyages d'aventures, le Groupe a su combiner habillement croissance organique et acquisitions ciblées pour proposer une gamme de voyages complète à l'international (avec plus de 150 destinations disponibles).

Commercialisant son offre au travers d'un réseau de 18 agences implantées en France (13), en Suisse (2), au Canada (2) et en Belgique (1), et par le biais des canaux digitaux, le Groupe est principalement organisé autour de 2 pôles d'activité :

- organisation de voyages individuels personnalisés, commercialisés à l'aide des marques Voyageurs du Monde, Comptoir des Voyages, Bynativ et Original Travel. Le pôle a généré environ 55% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2025 ;

- organisation de voyages d'aventure (essentiellement treks, randonnées et voyages à vélo), commercialisés notamment à l'aide des marques Terres d'Aventure, Allibert Trekking, Nomade Aventure, KE Adventure Travel, EuroFun Touristik, Loire Valley Travel, Radweg Raisen, SE Tours et Ruckenwind Reisen. Le pôle a généré environ 45% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2025.

Outre l'originalité de sa gamme de voyages, le Groupe se différencie également par un engagement important en faveur des actions RSE, en proposant des voyages responsables : tourisme durable en collaboration avec des associations, actions visant à réduire les impacts de l'activité sur la pollution des milieux et la raréfaction des ressources, accès aux personnes en situation de handicap ou à mobilité réduite, neutralité carbone et mise en place de projets à destinations des populations locales.

Malgré un environnement international très incertain et une situation politique et économique peu favorable, le Groupe a connu une belle progression de son activité au cours de l'exercice 2025. Le chiffre d'affaires s'est élevé à 785,0 M€ contre 735,3M€ en 2024. Sur l'exercice 2025, Le résultat net part du Groupe s'élève à 48,0 millions d'euros, en progression de 1 % par rapport à l'exercice 2024. Ces résultats reflètent la bonne tenue de l'activité malgré des facteurs externes peu favorables.

Une Offre Publique de Rachat d'actions (OPRA) a été initiée par la société en 2024.
En 2025, La Société a constaté la réalisation définitive d'augmentations de capital différées par conversion anticipée, à effet au 13 mai 2025, de la totalité des obligations convertibles en actions réservées émises par la Société le 29 avril 2021 au profit de CERTARES ENRICO SARL, CREDIT MUTUEL EQUITY SCR et BPI FRANCE .

La Société, maison mère du Groupe, est une société cotée sur Euronext Growth, sous le code ISIN « FR0004045847 » et le mnémonique ALVDM, qui a été introduite en bourse en juillet 2006 et qui clôture ses comptes annuels au 31 décembre 2025 conformément aux dispositions légales et réglementaires françaises (règlement ANC n° 2020-01).
Le capital social de la société est détenu majoritairement par la société « Avantage» qui regroupe les fondateurs, le reste du capital représentant le capital flottant.

Il est aujourd'hui envisagé un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») visant les actions de cette société qui serait initiée par l'actionnaire majoritaire (la société Avantage)

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

Préalablement au lancement de l'offre, des actionnaires significatifs du capital flottant (CERTARES ENRICO SARL, CREDIT MUTUEL EQUITY SCR et BPI France) apporteraient leurs titres Voyageurs du Monde à la société Avantage.

Si le résultat de l'OPAS le permet, celle-ci serait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « RO »), visant la totalité des actions de la société non détenues par l'Initiateur.

Dans le cadre du projet d'Offre, la société est tenue de désigner un expert indépendant, en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

En parallèle, le Conseil d'Administration de la Société devrait constituer un comité responsable de l'offre et désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre. Au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration rendra, le moment venu, un avis motivé sur le projet d'Offre, qui sera inclus dans la note en réponse de la Société déposée auprès de l'AMF.

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.

La Société n'ayant 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 disposant des connaissances financières nécessaires à l'adoption d'un regard critique suffisant sur les caractéristiques et conditions de l'opération, un comité responsable de l'Offre devrait être constitué et 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'expert indépendant serait désigné par le Conseil d'Administration de la Société la première quinzaine de juin 2026.

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.

Nous comprenons que l'offre devrait être annoncée au marché début juillet 2026 et que le dépôt de la note en réponse incluant notre rapport devrait intervenir au mois de septembre 2026.Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.
Quand bien même notre rapport définitif sera déposé en septembre 2026, nos travaux démarreront dès notre nomination afin de pouvoir éclairer le conseil d'administration sur notre première approche de la valeur d'ici début juillet 2026 avant annonce du prix d'offre au marché.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. En cas de changement, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission.

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

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 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 2006[1] 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 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

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

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 du Groupe ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des états financiers annuels historiques consolidés au 31 décembre 2025, 2024 et 2023,
3. L'analyse du budget 2026 et du plan d'affaires prévisionnel du Groupe,
4. L'analyse des transactions récentes intervenues au capital de la Société incluant l'apport des titres CERTARES ENRICO SARL, CREDIT MUTUEL EQUITY SCR et BPI France à la société Avantage.
5. L'analyse des opérations et accords connexes à l'Offre incluant des transactions récentes sur le capital de la société et tous les accords conclus notamment au niveau de la société Avantage (protocole d'accord…),
6. L'analyse du cours de bourse de la Société,
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le Groupe et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur du Groupe,
10. L'analyse de la structure du capital et le traitement des instruments dilutifs,
11. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
12. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
13. L'analyse de la note d'information (hors rapport de l'expert indépendant),
14. Des échanges réguliers avec le comité constitué dans le cadre de l'offre,
15. 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 rencontrés.

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

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

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 :

- *Référence aux transactions récentes sur le capital de la société*

Une analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société sera effectuée. Incluant l'apport des titres CERTARES ENRICO SARL, CREDIT MUTUEL EQUITY SCR et BPI France à la société Avantage.il sera fait référence à ces transactions dans l'appréciation du prix d'offre.

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

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. 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 valeur d'entreprise de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net…).

- *Comparaison avec des transactions récentes du secteur*

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

- *Analyse du cours de bourse*

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

- *Analyse des notes d'analystes*

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

- *Accord Connexes à l'offre*

L'ensemble des accords connexes à l'offre (apport de titres, protocole d'accord, management package…) sera analysé dans le cadre de notre appréciation du prix d'offre

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

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 sera signataire de l'expertise indépendante. Il prendra en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Trois autres personnes seront affectées à cette mission :
- Benjamin Dusautoir, manager (consultant externe) ;
- Hugo Pereira, superviseur ;
- Matthias Lebecq, analyste.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante.

Marc de Prémare, associé au sein du département évaluation, 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 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et 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, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Le budget estimé est compris entre 37 et 42 jours, soit un montant d'honoraires hors taxes et débours compris entre 76.000€ et 86.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.050€. En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 27.000€ vous sera demandé.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement de ces honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

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.

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

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 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.

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

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

Accord au nom de la société Voyageurs du Monde SA

Signature

Nom : Alain CAPESTAN

Fonction : Directeur Général Délégué

Date : 09 septembre 2026

© 2026 Crowe HAF

© 2026 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

Annexe : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :
OPAS (OPR)-RO visant les titres Voyageurs du Monde

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération *- Réunions préparatoires avec la société, le comité et les conseils* *- Prise de connaissance générale de la société* *- Entretien avec les dirigeants de la société et ses conseils* *- Analyse et compréhension du projet d'offre publique*	2	2
2. Préparation de l'évaluation *- 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 connexes conclus dans le cadre de l'opération envisagée*	11	13
3. Evaluation des titres de la société (évaluation multicritère) *- 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* *- Références aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société* *Analyse des apports effectués par des actionnaires de la société à Avantage* *- 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*	17	19
4. Rédaction du rapport et échanges avec la société, le comité et l'AMF	7	8
Total Jours	**37**	**42**

© 2026 Crowe HAF www.crowe-haf.fr