

PROLOGUE

Euronext C - FR0010380626 - PROL

- ✓ Un groupe technologique multifacette
- ✓ Des performances opérationnelles en amélioration
- ✓ Un projet de simplification juridique et actionnariale approprié

Disposant de deux filiales cotées (O2i et M2i), Prologue est présent en France, en Espagne, en Amérique Latine et aux États-Unis. Particularité du groupe, les activités sont exercées au sein de cinq entités principales (M2i, O2i, API, Use It Cloud et Alhambra) et autour de quatre domaines : 1/ Formation IT, Digital et en Management (53% du CA) ; 2/ Cloud & Services Managés (12% du CA), 3/ Infrastructures (22% du CA) ; 4/ Logiciels (13% du CA).

A l'image de ses deux filiales M2i et O2i, Prologue affiche depuis 5 ans une amélioration régulière de ses indicateurs financiers. Le CA a progressé de 91,3% pour atteindre 88,06 M€ en 2019 vs 46,3 M€ en 2015. Ces performances ont pu être réalisées grâce au positionnement comme acteur de référence en formation, à des opérations de croissance externe, aux bonnes tendances des activités à l'international, en Espagne et en Amérique Latine et au développement de son offre de gestion multi-cloud.

La rentabilité s'est également améliorée avec un ROP passant d'une perte de -2,94 M€ en 2015 à +2,16 M€ en 2018. La croissance des résultats devrait toutefois marquer une pause en 2019 en raison de l'impact significatif mais exceptionnel des grèves au dernier trimestre.

Au niveau des perspectives, Les objectifs du groupe sont distincts en fonction des activités mais ont tous un point commun à savoir poursuivre la croissance du CA et améliorer la rentabilité.

Pour la formation, l'ambition à 5 ans est devenir le leader en France du secteur de la formation IT-Digital, d'atteindre des ratios de rentabilité en ligne avec les meilleurs acteurs du marché (soit entre 8% à 10% de marge opérationnelle) et d'avoir réussi l'internationalisation de sa marque en Espagne et Amérique Latine.

Pour l'ingénierie, le but est de poursuivre le développement des offres de services à plus forte valeur ajoutée et d'accroître la part de CA récurrent, actuellement à 50%, par le gain de nouveaux contrats de TMA et de gestion de parcs.

Pour les divisions Infrastructures, Cloud & Services partagés, la croissance sera tirée par la montée en puissance progressive de la commercialisation des offres Use It Cloud et d'archivage électronique à valeur probatoire ainsi que par la poursuite d'une bonne dynamique en Espagne et en Amérique Latine grâce à la pertinence de ses solutions en tant que fournisseur de services Clouds et de Data Centers virtuels ultra-sécurisés.

Cette stratégie devrait permettre, selon nous, **une croissance du CA de 5,2% par an** en moyenne sur les trois prochaines années et **une amélioration progressive de la marge opérationnelle** pour atteindre 3,8% du CA en 2022^e (vs 2,4% en 2019^e).

Mi-septembre 2019, **Prologue a annoncé un ambitieux projet de simplification juridique et actionnariale**. Il souhaite finaliser son processus d'intégration capitalistique et opérationnel avec le groupe O2i afin de lui permettre notamment (i) de détenir directement 100% de l'activité du groupe O2i et ainsi de simplifier la structure juridique de l'ensemble du groupe, et d'en optimiser son organisation, son fonctionnement et ses coûts, (ii) d'offrir une plus grande lisibilité auprès des investisseurs, (iii) de limiter les frais, en ne maintenant la cotation que de deux sociétés (Prologue et M2i) au lieu de trois, et (iv) de favoriser encore plus la liquidité du titre Prologue.

Initialement prévue pour se réaliser avant la fin de l'année 2019, l'opération est toujours en cours de préparation et se trouve décalée de plusieurs semaines par rapport au calendrier initialement fixé. La direction estime désormais préférable d'attendre la publication des comptes annuels 2019 des sociétés M2i, O2i et Prologue pour mettre en œuvre l'opération. Ces nouveaux référentiels de comptes plus récents sont susceptibles de faire évoluer les parités d'échange indicatives pré-annoncées (13 actions Prologue pour 1 action M2i et 8 actions Prologue pour 3 actions O2i).

Selon nos estimations, la valorisation du groupe issu d'une moyenne pondérée (80% DCF : 24,6 M€ / 20% comparables : 21,2 M€) ressort à 23,9 M€ soit, sur la base du nombre d'actions en circulation à date, 0,51 € par action. Toutefois compte tenu des projets d'OPE en cours, il est à ce stade impossible de définir précisément la dilution définitive qui pourrait en résulter et par conséquent l'impact sur l'objectif de cours. **Ainsi dans l'attente de la fin des OPE nous initions le suivi de Prologue avec une opinion NEUTRE.**

Loïc Wolf
+ 33 (0) 6 14 26 27 53
lwolf@greensome-finance.com

NEUTRE

INITIATION

Eligible PEA-PME - Label BPI Entreprise innovante

OBJECTIF **PRECEDENT**
0,51 € - €

COURS (24/02/2020) **POTENTIEL**
0,322 € **+58,4 %**

CAPITALISATION **FLOTTANT**
14,9 M€ **12,2 M€**

Ratios	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA		0,36	0,35	0,33
VE/REX		15,02	11,15	9,61
PER		25,95	21,44	15,59
FCF Yield		-12,4%	-2,6%	0,8%
Rendement		0%	0%	0%

Données par Action	2018	2019e	2020e	2021e
BPA corrigé dilué	-0,02	0,01	0,02	0,02
Var. (%)		ns	21,0%	37,5%
FCF PA	0,00	-0,04	-0,01	0,00
Var. (%)		ns	ns	ns
Dividende	-	-	-	-

Comptes	2018	2019e	2020e	2021e
CA (M€)	85,98	88,06	91,86	97,23
Var		2,4%	4,3%	5,9%
EBITDA (M€)	6,69	6,01	6,91	7,49
Marge (%)	7,8%	6,8%	7,5%	7,7%
ROP (M€)	2,16	2,12	2,85	3,31
Mop (%)	2,5%	2,4%	3,1%	3,4%
RNpg (M€)	-1,06	0,58	0,70	0,97
Marge Nette (%)	-1,2%	0,7%	0,8%	1,0%

Structure Financière	2018	2019e	2020e	2021e
FCF (M€)	-0,70	-1,85	-0,39	0,13
Dette fin. Nette (M€)	2,42	4,48	5,07	5,14
Capitaux Propres (M€)	15,09	15,67	16,37	17,34
Gearing	16,1%	28,6%	31,0%	29,7%
ROCE	3,9%	2,7%	3,5%	3,9%

Répartition du Capital		
Georges Seban		4,7%
Actionnaires nominatifs		13,3%
Flottant		81,9%

Performances	2020	3m	6m	1 an
Prologue	-5,9%	-18,1%	-35,0%	-23,2%
CAC Small	-4,7%	-0,4%	3,4%	1,6%
Extrêmes 12 mois	0,30	0,62		

Liquidité	2020	3m	6m	1 an
Volume Cumulé (000)	3 402	8 018	18 282	35 938
En % du Capital	7%	17%	39%	78%
En % du flottant	9%	21%	48%	95%
En M€	1,19	2,82	7,23	16,15

Prochain événement RN 2019: 30 avril 2020 au plus tard

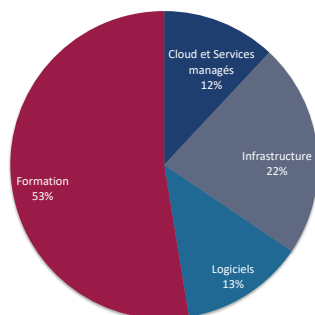
GreenSome a signé un contrat de recherche avec l'émetteur.

Snapshot Prologue

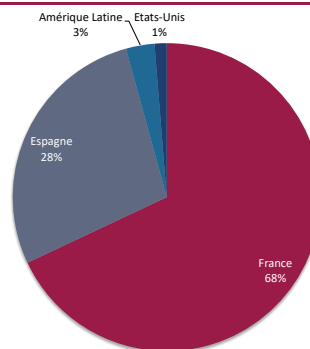
Prologue est une société technologique spécialisée dans les logiciels, les services informatiques et la formation. Le groupe est présent en France, en Espagne, en Amérique Latine et aux États-Unis.

En termes d'offre, Prologue s'est positionné sur des marchés à forte valeur ajoutée comme le Cloud Computing avec sa plateforme CMP - Use IT Cloud, la dématérialisation en tant que tiers de confiance à valeur probatoire, le MRM avec sa suite logicielle Adiict. Le groupe est également l'un des leaders en France dans la formation IT & Management avec plus de 2 400 cursus de formation.

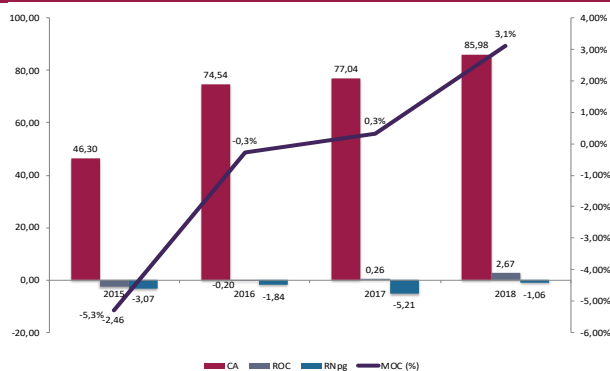
CA 2019 par activité



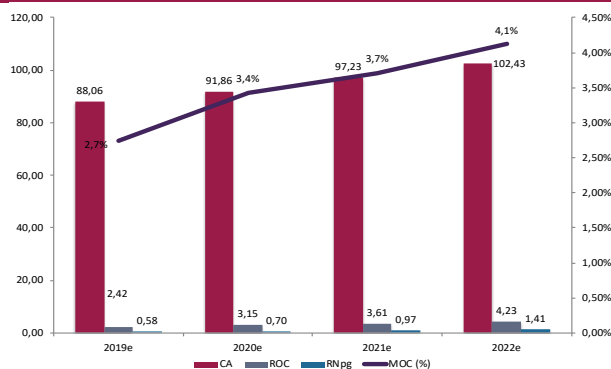
CA 2019 par zone géographique



Évolution 2015-2018 des résultats



Estimation 2019^e-2021^e des résultats



FORCES

- M2i : Acteur de référence de la formation IT/Digital/Management en France
- CA récurrent significatif dans les activités ingénierie et logiciels
- Structure financière saine

FAIBLESSES

- BFR en augmentation
- Profil du groupe difficilement lisible
- Résultat négatif au cours des 4 derniers exercices

OPPORTUNITES

- Marchés sous-jacents en croissance
- Simplification juridique du groupe

RISQUES

- Tension sur le marché de la formation (pression déflationniste sur les prix et sourcing de formateurs plus complexe)
- Accroissement des investissements commerciaux afin d'accélérer la croissance des ventes de logiciels

Matrice fondamentale

Cette matrice a pour but de décrire le profil fondamental historique de Prologue. Elle est construite sur des critères objectifs permettant de juger de sa valeur passée. Chaque critère est traité de manière équi-pondérée afin d'aboutir à une notation entre A et E (A : Excellent profil historique / E : profil historique à haut risque).

	A	B	C	D	E
Position dans la chaîne de valeur					
Effet de levier sur les marges					
Structure financière					
Management					
Historique BPA					
NOTE				C	

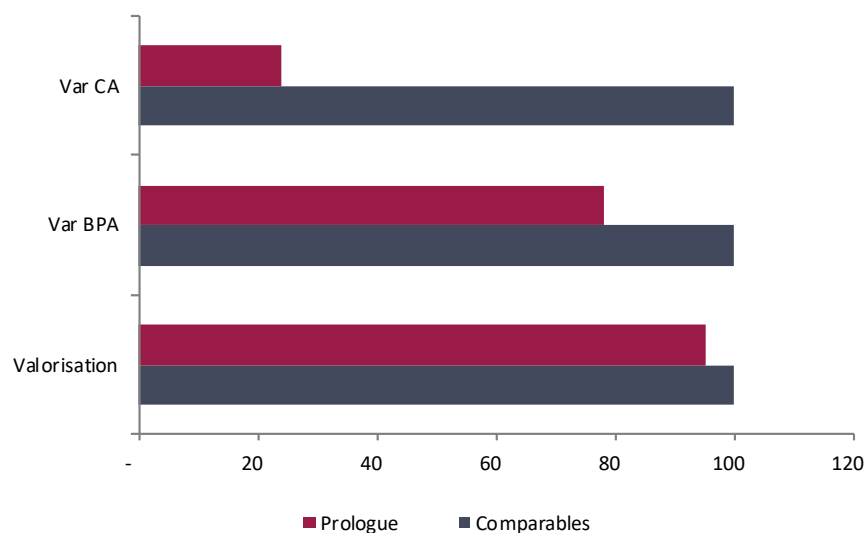
Source : GreenSome Finance

Position dans la chaîne de valeur	Le groupe dispose à la fois d'activités pour lesquelles il dispose d'une position forte (dans la formation, sur la zone Espagne/Amérique Latine, sur l'archivage numérique à valeur probatoire) et d'autres sur lesquelles il est plus en risque soit en raison d'une forte intensité concurrentielle (dans l'ingénierie) soit du fait d'une taille réduite (solutions logicielles et Cloud).
Effet de levier sur les marges	La marge d'EBITDA est passée de -0,6% en 2015 à 7,8% en 2018. Cette amélioration a été obtenue grâce aux forces du modèle économique de M2i qui repose sur l'externalisation complète des formateurs employés à la tâche, à une progression du taux de marge brute de 54,7% en 2015 à 60,7% en 2018, à une maîtrise des charges de personnels qui représentaient 34,4% du CA en 2018 vs 39,5% en 2015, à la cession de l'activité Print déficitaire d'O2i et le recentrage sur les domaines à plus forte valeur ajoutée et à la rationalisation de ses structures. Toutefois, la croissance des résultats devrait marquer une pause en 2019 en raison de l'impact significatif mais exceptionnel des grèves au dernier trimestre.
Structure financière	La structure financière est relativement solide avec au S1 2019 des fonds propres de 14,7 M€ pour un endettement net (retraité IFRS 16) de 9,3 M€ soit un gearing de 63%. Toutefois le BFR a fortement augmenté entre 2015 et 2018 (variation de près de 12,9 M€) passant de 7 jours de CA en 2015 à 17 jours en 2018.
Management	Le management a démontré au cours de ces dernières années sa capacité à redynamiser le groupe et à mieux valoriser ses activités tout en améliorant progressivement la rentabilité. Toutefois il existe un risque lié à l'âge du PDG-fondateur M. Georges Seban (91 ans), également 1 ^{er} actionnaire avec 4,7% du capital. Néanmoins, le groupe a cherché à limiter ce risque par la mise en place d'une équipe de Direction renouvelée qui comprend notamment Olivier Balva, (Directeur opérationnel du Groupe O2i), Benjamin Arragon, (Secrétaire général du Groupe), Jaime Guevara (Directeur Général International) et Pascal FEYDEL, (Directeur Général du Groupe Prologue Numérique et ses filiales).
Historique BPA	Prologue n'a affiché aucun BPA positif sur la période 2015-2018.

Profil d'investissement

Le principe de ce profil est de comparer Prologue à son secteur sur les 3 prochaines années et de voir comment il se situe en termes de croissance de l'activité future, d'évolution des résultats et de prix de marché par rapport aux comparables retenus.

Profil d'investissement Prologue vs Comparables



Source : GreenSome Finance & Infinancials

Il n'existe aucune société cotée directement comparable à Prologue. Nous avons donc sélectionné plusieurs acteurs évoluant dans ses 3 grands domaines d'activités :

○ Pour la formation :

- BTS Group AB (Suède) : est spécialisé notamment dans le développement du Leadership, la formation commerciale et les centres d'évaluation des talents. BTS a réalisé en 2018 un CA de 156,7 M€ avec une marge d'EBIT de 11,4% ;
- GP Strategies Corp. (USA) : est présent dans les domaines de la vente et la formation technique, les solutions e-learning, le conseil en management et les services d'ingénierie. Le groupe a réalisé en 2018 un CA de 449,3 M€ avec une marge d'EBIT de 3% ;

○ Pour l'ingénierie :

- Econocom (Belgique) : est spécialisé dans les prestations de services numériques aux entreprises. Le CA par activité se répartit entre la Gestion Administrative et Financière (46,3%, location et pilotage de parcs informatiques et télécoms), Services (33,8%, prestations de conseil, d'ingénierie, d'infogérance, de maintenance, etc) et Produits et Solutions (19,9%, approvisionnement et intégration de produits informatiques, mobiles, télécoms et multimédias). Econocom a réalisé en 2018 un CA de 2,85 Mds€ avec une marge d'EBIT de 4% ;
- Neurones (France) : NEURONES est un groupe de Conseil (Management, Organisation et Digital) et de Services Informatiques (Infrastructures et Applications) qui accompagne ses clients dans leurs projets de transformation numérique et d'évolution de leur système d'information. Neurones a réalisé en 2018 un CA de 490 M€ avec une marge d'EBIT de 9,44% ;

○ Pour les logiciels et la Cybersécurité :

- Infotel (France) : Infotel est le spécialiste des systèmes de gestion des grands comptes, du mobile aux bases de données de très gros volume (Big Data). À la pointe des innovations technologiques, Infotel développe son expertise autour de deux pôles de compétence complémentaires : les services informatiques et l'édition de logiciels. Infotel a réalisé en 2018 un CA de 231,7 M€ avec une marge d'EBIT de 9,94% ;

- Wallix (France) : Editeur de logiciels de cybersécurité, WALLIX Group est le spécialiste Européen de la gouvernance des comptes à privilèges. Répondant à l'évolution réglementaire récente (NIS/RGPD en Europe et OIV en France) et aux enjeux de cybersécurité qui touchent l'ensemble des entreprises, les produits et solutions WALLIX aident les utilisateurs à protéger leurs actifs informatiques critiques. Wallix a réalisé en 2018 un CA de 12,64 M€ avec une marge d'EBIT négative ;
- Wedia (France) : Wedia propose des solutions et services logiciels aux acteurs du marketing et de la communication. Sa plateforme « Cloud » de Marketing Resource Management accompagne ses clients tout au long du cycle de vie des contenus marketing (textes, photos, vidéos, 3D...) depuis leur création jusqu'à leur diffusion et la mesure de leur efficacité. Wedia a réalisé en 2018 un CA de 10,75 M€ avec une marge d'EBIT de 12,9% ;

Par rapport aux comparables, Prologue affiche :

- Un taux de croissance moyen 2018-2021^e du CA de 5,5% vs 17,6% ;
- Un taux de croissance moyen 2018-2021^e du BPA de 49,3% vs 37,4% ;
- Une décote de 5%. Pour ce qui est du ratio de valorisation moyen, nous l'élaborons en intégrant les multiples suivants : VE/CA, VE/EBITDA et PE sur 2019^e, 2020^e et 2021^e.

Dernières actualités

05/02/2020 : CA 2019

- CA T4 : 27,27 M€, -2,09%
- CA 12 mois : 88,06 M€, +2,4%
- Fin d'année marquée par l'impact des grèves en France sur l'activité Formation qui a connu une baisse de 14% au T4 ;
- Hors de France, le groupe a enregistré au T4 une croissance interne très soutenue avec une hausse de 15,8% en Espagne, de 124,3% en Amérique Latine et de 85% aux USA ;
- La croissance des résultats devrait marquer une pause en 2019 en raison de l'impact significatif mais exceptionnel des grèves.

13/01/2020 : Point sur le calendrier du projet de renforcement capitalistique

- L'opération est toujours en cours de préparation, mais sa finalisation se trouve décalée de plusieurs semaines par rapport au calendrier initialement fixé, en raison notamment des délais inhérents à la nomination du commissaire unique à la fusion et aux apports par le Tribunal de Commerce de Nanterre et des grèves qui ont fortement perturbé le travail des différents intervenants ;
- En conséquence, la Direction du Groupe Prologue estime désormais préférable d'attendre la publication des comptes annuels 2019 des sociétés M2i, O2i et Prologue pour mettre en œuvre l'opération. Les différents intervenants financiers pourront ainsi effectuer leurs travaux d'évaluation des sociétés M2i, O2i et Prologue, ainsi que l'appréciation des différentes parités d'échange, sur la base des comptes annuels 2019 de ces trois entités. Ces nouveaux référentiels de comptes plus récents sont susceptibles de faire évoluer les parités d'échange indicatives annoncées dans le communiqué de presse du 11 septembre 2019.

15/11/2019 : CA 9 mois

- CA T3 : 18,1 M€, -0,5%
- CA 9 mois : 60,8 M€, +4,6%
- Sur le 3^{ème} trimestre 2019, l'activité a été contrastée entre, d'une part, une croissance soutenue de l'activité de formation qui voit ses ventes progresser de 7,6% et, d'autre part, une baisse de 6,4% des activités de Cloud et services managés liée à un recul de 30,6% de l'activité en Amérique Latine. Cette contreperformance momentanée sur ce territoire devrait être rattrapée en partie d'ici la fin de l'année avec un faible impact sur son niveau de rentabilité ;
- L'activité Infrastructures (Matériels, Cybersécurité), après un bon 1^{er} semestre 2019, enregistre sur le 3^{ème} trimestre plusieurs décalages de commandes qui expliquent un recul de 8,8% de ses ventes sur la période par rapport à 2018. Cette tendance devrait ainsi s'inverser au 4^{ème} trimestre 2019 et retrouver une évolution conforme à son potentiel de développement. L'activité Logiciels, comme les trimestres précédents et pour des raisons déjà évoquées, est en recul de 7,7%.

27/09/2019 : Résultats semestriels

- CA S1 2019 de 42,71 M€, +7%
- ROC de 0,34 M€ vs 0,52 M€
- Sur le 2^{ème} semestre 2019, Prologue anticipe une nouvelle progression de ses activités par rapport à 2018 et une nette hausse de ses marges opérationnelles par rapport au 1^{er} semestre 2019.

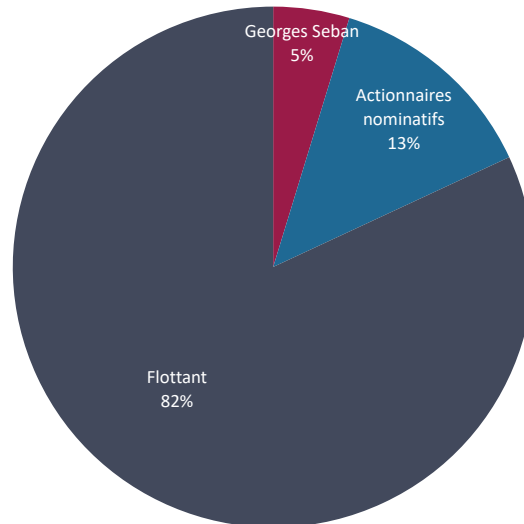
11/09/2019 : Projet de renforcement capitalistique entre Prologue, O2i et M2i

- Prologue souhaite finaliser son processus d'intégration capitalistique et opérationnel avec le groupe O2i afin de lui permettre notamment (i) de détenir directement 100% de l'activité du groupe O2i et ainsi de simplifier la structure juridique de l'ensemble du groupe, et d'en optimiser son organisation, son fonctionnement et ses coûts, (ii) d'offrir une plus grande lisibilité auprès des investisseurs, (iii) de limiter les frais, en ne maintenant la cotation que de deux sociétés (Prologue et M2i) au lieu de trois, et (iv) de favoriser encore plus la liquidité du titre Prologue ;
- Le groupe Prologue a donc annoncé le 11 septembre 2019 un projet d'OPE sur les titres des sociétés O2i et M2i ;
- L'opération capitalistique, telle qu'elle est envisagée par la Direction du Groupe Prologue et qui formerait un tout indissociable, consisterait en premier lieu à proposer aux actionnaires de la société M2i d'apporter leurs actions à une offre publique d'échange initiée par Prologue sur la base d'une parité indicative de 13 actions Prologue pour 1 action M2i. En second lieu, immédiatement après la réalisation de cette première opération, à laquelle la société O2i aurait apporté ses titres M2i, O2i ferait l'objet d'une fusion- absorption par Prologue sur la base d'une parité indicative de 8 actions Prologue pour 3 actions O2i.

Profil boursier

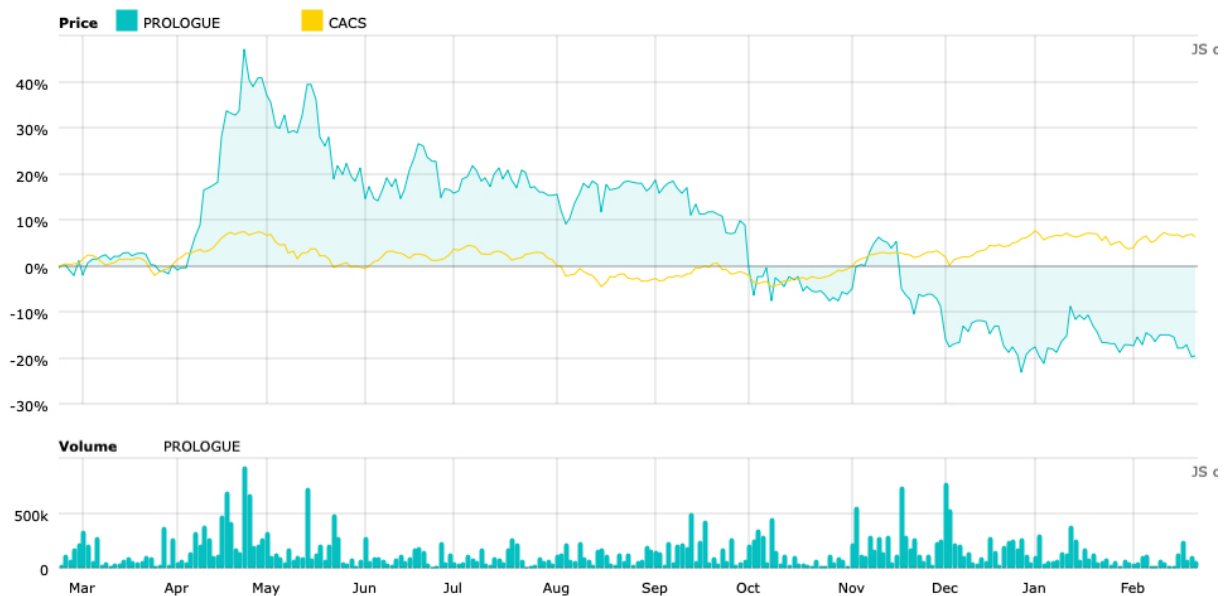
Nombre de titres : 46 334 034
 Marché : Euronext C
 Cotation : Continu
 Isin : FR0010380626
 Ticker : PROL

Répartition du capital au 31/01/2020 (base non diluée)



Source : Société

Evolution du titre (base 100) vs Euronext Cac Small



Source : Euronext

SOMMAIRE

UN GROUPE MULTIFACETTE	9
Historique	9
Profil actuel	10
M2i : Un leader de la formation en France	11
O2i : Pôle ingénierie et suite logicielle Adiict.....	11
API : spécialiste de la dématérialisation	12
Alhambra : Tête de pont sur l’Espagne et l’Amérique Latine	13
Use It Cloud : une interface unique dédiée au multi-cloud.....	13
Des performances financières en progression.....	14
STRATEGIE & PREVISIONS FINANCIERES	16
Des objectifs distincts pour un but commun	16
TMVA 2019-2022 ^e du CA de 5,2%.....	16
Une rentabilité en amélioration progressive.....	17
Une situation financière sous contrôle	18
EVALUATION	19
Valorisation par DCF	19
Valorisation par comparaisons boursières	20
Synthèse	20

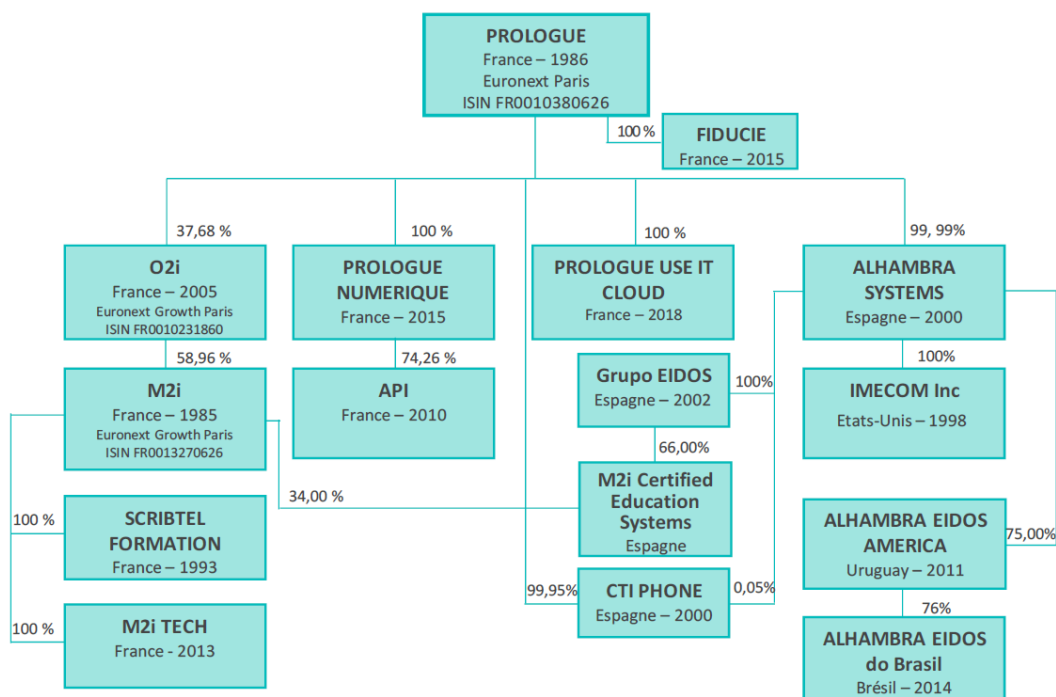
Un groupe multifacette

Historique

Filiale à l'origine du Groupe Bull, Prologue a été créée en 1986 sur la base d'un concept simple : offrir aux sociétés de service informatique un environnement complet de développement de logiciels fondé sur la technologie multi-utilisateur. En 1991, la Société a acquis son indépendance financière par le biais d'un rachat de l'entreprise par ses salariés.

- 1986 : Création de la société par Georges Seban au sein du groupe Bull ;
- 1991 : Rachat de l'entreprise par ses salariés et par Georges Seban avec l'appui de sociétés d'investissements ;
- 1993 : Signature d'un accord technologique avec Microsoft et développement de la technologie WINTimes ;
- 1997 : rachat de la technologie WINTimes par Microsoft ;
- 1998 : Introduction au Nouveau Marché ;
- 1998-2001 : acquisitions de plusieurs sociétés de technologies afin de constituer une offre globale dont l'objet est de conforter le modèle multi utilisateurs tout en y intégrant l'ensemble des fonctions nécessaires à son ouverture vers le monde externe à l'entreprise. Cette offre s'articule autour de 3 domaines technologiques : l'exploitation des données (Linux, Clusters, solutions globales dédiées à la gestion), le transfert et l'accès aux données (échanges de données informatisés, télé-déclarations, télé-procédures, Feuilles de Soins Electroniques), la sécurisation des données (contrôle d'accès, chiffrement, authentification, autorisations) ;
- 2002-2005 : restructuration et simplification de l'organisation. La déclaration de cessation de paiements effectuée en date du 02 novembre 2004 s'est soldée le 7 novembre 2005 par la validation du plan de continuation présenté par la société assorti d'un plan d'étalement des dettes sur 10 ans ;
- 2006-2014 : repositionnement des activités et poursuite des restructurations ;
- 2010 : changement complet de Direction avec la nomination de Georges Seban (PDG) ;
- 2014 : OPE sur le groupe O2i et sortie anticipée du plan de continuation ;
- 2017 : Transfert sur Euronext Growth de M2i, filiale d'O2i, et cession des activités Print historiquement déficitaires.

Organigramme au 30 juin 2019

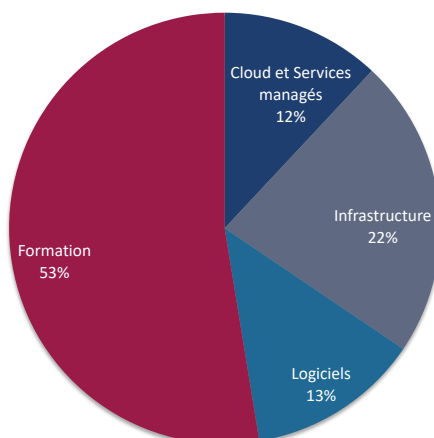


Source : Société

Profil actuel

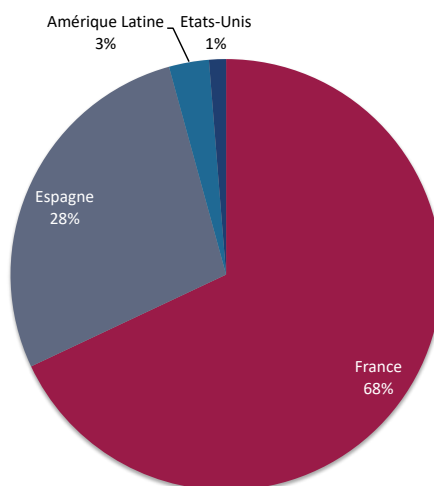
Présent en France, en Espagne, en Amérique Latine et aux États-Unis, l'activité du groupe s'articule aujourd'hui autour de quatre domaines : 1/ Formation IT, Digital et en Management ; 2/ Cloud & Services Managés : prestations récurrentes en mode Cloud privé avec attention personnalisée vendues aux clients sous la forme de contrats pluriannuels comprenant des frais d'installation, un abonnement et dans certains cas une facturation à la consommation, 3/ Infrastructures : vente d'équipements, de licences d'utilisation de logiciels externes et des projets de cybersécurité ; 4/ Logiciels : ventes de solutions développées en interne.

Répartition du CA 2019 par activité



Source : Société

Répartition du CA 2019 par zone géographique



Source : Société

Particularité du groupe, les activités sont exercées au sein de cinq entités principales : M2i, O2i, API, Use It Cloud et Alhambra, chacune ayant ses propres spécificités.

M2i : Un leader de la formation en France

Nous reprenons ici les principaux éléments que nous avons détaillés lors de la publication de notre étude d'initiation sur M2i en mai 2018.

Créé en 1985, M2i est un acteur de référence dans le domaine de la formation IT, Digital et Management. Chaque année, le groupe accompagne à travers ses 2 400 programmes de formation plus de 100 000 stagiaires.

Le groupe a été un acteur majeur de la consolidation du marché puisqu'il a réalisé 19 acquisitions entre 2006 et 2014.

Le succès de M2i repose sur l'adéquation entre plusieurs facteurs :

- **Un maillage territorial complet** : M2i dispose du plus grand réseau en France avec 35 agences réparties sur tout le territoire, toutes sont des centres de certification agréés (Kryterion, Pearson Vue, Certiport, Tosa, ECDL...). Le principal concurrent du groupe compte un réseau deux fois moins développé ;
- **Une stratégie commerciale duale/locale qui s'appuie sur une équipe de plus de 100 commerciaux** : Au niveau local, il bénéficie de la puissance de l'offre du groupe et d'un ancrage de proximité. Au niveau national, il peut accompagner la montée en puissance des grands comptes avec une cellule d'appels d'offres dédiée et suivre le déploiement des contrats sur toute la France ;
- **L'offre la plus large du marché** avec plus de 2 000 programmes de formation, 1 400 experts et 100 000 personnes formées chaque année. Le catalogue est régulièrement enrichi afin de répondre aux nouvelles demandes des entreprises et des salariés, avec par exemple des formations diplômantes, certifiantes (Amazon, Microsoft, Redhat, Dell...) ou en management et qui s'opèrent selon toutes les modalités éducatives (classe virtuelle, blended learning, COOC...) ;
- **Une plateforme logistique** développée en interne (qui a nécessité 2 M€ d'investissements en 10 ans) qui permet de gérer avec rigueur l'ensemble des problématiques opérationnelles d'une formation : sélectionner et faire intervenir pour la date et le lieu requis le bon formateur, parmi les 1 400 experts avec lesquels M2i a l'habitude de travailler, gestion opérationnelle du stage pour les 100 000 stagiaires formés annuellement (convocation, validation de la prise en charge par les OPCA, signature des fiches de présence, absences, etc.), réserver l'une des 230 salles ayant l'équipement matériel et logiciel adéquat pour la formation requise, envoi des supports de cours appropriés, gestion des passages de tests, de certifications et de diplômes... ;
- **Un portefeuille de 4 200 clients actifs** aussi bien dans le secteur public que privé

O2i : Pôle ingénierie et suite logicielle Adiict

Nous reprenons ici les principaux éléments que nous avons détaillés lors de la publication de notre étude d'initiation sur O2i en novembre 2018.

O2i Ingénierie

O2i Ingénierie fédère l'ensemble des métiers liés aux activités « services » du Groupe O2i. Cette entité a été bâtie sur une double expertise :

- En outils et solutions métiers pour les différents acteurs du secteur Presse/Média/Production Numérique ;
- En maîtrise d'œuvre et conduite de projets professionnels grands comptes.

O2i Ingénierie intervient principalement sur trois secteurs d'activités (Agences, PME & Grands Comptes, Education) pour lesquels il propose différentes solutions regroupées au sein de 4 domaines :

- Infrastructure : serveurs & virtualisation, Stockage & Sauvegarde, Réseaux d'entreprise & Solutions Wifi
- Intégration Apple & Mobilité : industrialisation du déploiement, intégration dans les environnements Windows, Gestion du cycle de vie & de la sécurité ;
- Datacenter & Services Cloud : Hébergement d'infrastructure, Solutions SaaS, Messagerie collaborative ;
- Sécurité : Solution de protection Firewall, Solution centralisée antivirus, Solution de sécurisation de Réseaux.

O2i propose un accompagnement de bout en bout de la chaîne de valeur, du conseil au support en passant par le déploiement et l'intégration.

Adiict : solution logicielle collaborative full-web

Positionné sur le marché du DAM (Data Asset Management ou gestion des actifs numériques), la suite logicielle Adiict répond à l'une des problématiques actuelles des marques qui doivent reprendre le contrôle total de la gestion, de l'organisation et de la diffusion de leurs contenus, et ce dans un environnement où le marketing digital évolue très rapidement. En effet, avec l'apparition du marketing digital, du mobile et des réseaux sociaux, la quantité des actifs et la diversité des formats (textes, vidéos, sons, images, graphiques...), que le marketing et la communication doivent produire et gérer, a ainsi explosé.

Grâce à la solution Adiict DAM, une marque peut optimiser son patrimoine numérique et structurer les échanges et les contenus. A l'instar d'une médiathèque, elle centralise et organise toutes ses données afin de pouvoir visualiser et collaborer avec l'ensemble des documents dans un seul espace de travail.

Adiict se veut une solution :

- Agile, pensée pour optimiser le travail collaboratif ;
- Intuitive, conçue pour réduire le time to market de manière significative ;
- Interactive, développée pour répondre aux campagnes plurimédia et coordonner les diffusions print et digitales.

Sur la base de la brique DAM, il est possible de combiner d'autres modules pour une véritable solution sur mesure en accord avec les besoins sectoriels :

- Gestion de projet : visualisation et gestion en temps réel de l'ensemble des projets grâce à un portail dédié intuitif et ergonomique ;
- PIM (Product Information Management) : dynamisation des référentiels produits en automatisant les associations de données grâce à un moteur sémantique ;
- Chemin de Fer : assistant de publication intuitif et suivi en temps réel de l'avancement de la conception des ouvrages (livres, catalogues, magazines) depuis la création du chemin de fer, l'insertion de pages ou la vérification des fichiers ;
- Web to Print : automatisation de l'impression des différents supports de communication en digitalisant les processus de commande ;
- Workflow collaboratif : organisation des échanges et des cycles de validation entre les équipes, internes ou externes, clients ou fournisseurs, en fonction de leurs tâches et droits d'accès.

API : spécialiste de la dématérialisation

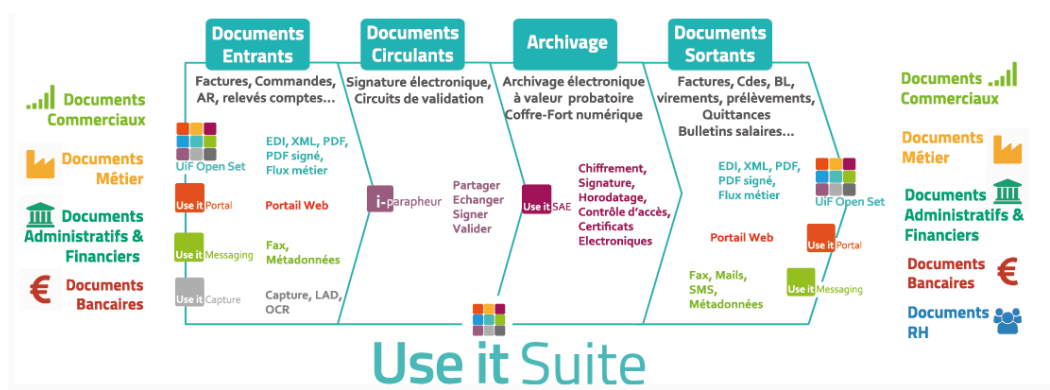
API est un éditeur et Intégrateur de solutions de Dématérialisation et Archivage. Il offre tout un panel de solutions découlant de nouveaux besoins adjacents, tels que le travail collaboratif ou l'archivage, complément aujourd'hui indispensable à un process documentaire sécurisé et réglementé.

La vision de l'optimisation des processus documentaire de Prologue s'articule autour de :

- L'acquisition de tous les documents entrants, qu'ils soient numériques ou papier ;
- La gestion tous les documents circulants, au travers d'outils de Travail Collaboratif adaptés et simples ;
- La diffusion de tous les documents sortants, au format électronique adéquate vers tous les partenaires, ou en papier si nécessaire ;
- L'Archivage des documents sensibles.

La principale solution proposée par API est Use It Suite, véritable plateforme de communication et de dématérialisation de tous les documents de l'entreprise. Use it Suite est composée de différents modules, tous interactifs, qui proposent de gérer les documents :

- Entrants : en papier ou au format électronique ;
- Circulants : à partager, signer, valider, classer et consulter ;
- Sortants : documents pour les partenaires externes (fournisseurs, clients, administrations, banques etc.) et vers l'archivage.



Alhambra : Tête de pont sur l'Espagne et l'Amérique Latine

Alhambra comprend les filiales en Espagne, en Amérique Latine et aux États-Unis qui travaillent en lien avec les autres entités du groupe pour servir les clients internationaux.

En Espagne et en Amérique Latine, Alhambra héberge les données et assure les processus informatiques de ses clients, leur apportant :

- Des services Cloud privés et hybrides avec continuité des services, backup managés, récupération en cas de désastre, réparation nationale et internationale de l'hébergement ;
- De la connectivité et des communications unifiées (VoIP, FoIP, sms...) sécurisées, nationales et internationales ;
- Toute la gamme des services de cybersécurité tant par des interventions chez les clients que par la supervision 24/24h, 7/7j à partir son centre de d'opération situé à Madrid ;
- Des intégrations de systèmes et des solutions logicielles sécurisées par conception et par développement pour des applications critiques, mobiles et de haute disponibilité, conçues pour assurer le contrôle et le respect des politiques et procédures.

Alhambra a reçu des certifications sur la haute qualité de tous ses services et son respect des normes internationales (ISO, CMMI...).

Au Brésil, Alhambra est un opérateur télécom qui déploie son réseau de fibre optique et de liaisons hertziennes de haut débit sur la région sud du pays. Il fournit également sur l'ensemble du pays des prestations de téléphonie sur IP et des services Cloud avec un focus spécifiques aux besoins des grands call centers.

Aux États-Unis, l'entité commercialise auprès d'une de grandes sociétés et entités publiques des solutions de fax et de messagerie unifiée ainsi que les services Cloud spécialisés du groupe.

Use It Cloud : une interface unique dédiée au multi-cloud

La solution Use It Cloud répond à la tendance forte de la part des entreprises de basculer d'un hébergement en cloud privé vers du mutli-cloud. Un nombre croissant de sociétés sélectionne ce modèle d'infrastructures pour rester libre de se tourner vers le fournisseur Cloud de leur choix à tout moment.

Use It Cloud est destinée aux directions informatiques qui rencontrent des contraintes liées à la gestion multi-cloud (nécessité d'avoir des spécialistes pour gérer chaque fournisseur, risque de dépendance technologique, absence d'interopérabilité et de réversibilité). Les entreprises utilisatrices de Use It Cloud peuvent suivre le cycle de vie complet de leurs applications et gérer l'ensemble de leurs ressources Cloud, en environnement Cloud public, Cloud privé ou Cloud hybride à travers une interface unique. Use It Cloud est à la fois un outil de déploiement, de supervision, de pilotage, de configuration, d'approvisionnement et d'authentification.

Par exemple, Orange Business Services a choisi la plateforme Use IT Cloud pour le déploiement et le pilotage des infrastructures et des applications dans des environnements multi-cloud.

Des performances financières en progression

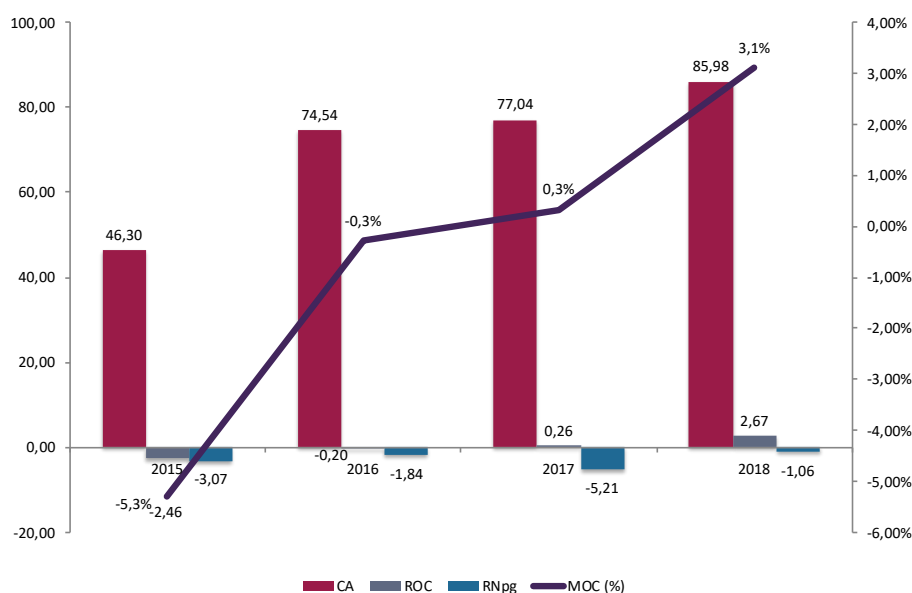
A l'image de ses deux filiales M2i et O2i, Prologue affiche depuis 2015 une amélioration régulière de ses différents indicateurs financiers.

Le CA a progressé de 85,7% pour atteindre 85,98 M€ en 2018 vs 46,3 M€ en 2015. Sur la période, le ROP est passé d'une perte de -2,94 M€ à +2,16 M€.

Ces performances ont pu être réalisées grâce :

- Aux opérations de croissance externe avec les acquisitions en 2015 d'O2i en France et de Software Ingenieros en Espagne ;
- Aux forces du modèle économique de M2i qui repose sur l'externalisation complète des formateurs employés à la tâche et sur la mutualisation des frais fixes. Cela offre un effet de levier sur les marges dès que le point mort est dépassé ;
- Aux bonnes tendances des activités à l'international, en Espagne et en Amérique Latine ;
- Au développement de son offre de gestion multi-cloud, Use It Cloud ;
- A une amélioration du taux de marge brute de 54,7% en 2015 à 60,7% en 2018 ;
- A une maîtrise des charges de personnels qui représentaient 34,4% du CA en 2018 vs 39,5% en 2015 ;
- A la cession de l'activité Print déficitaire d'O2i et le recentrage sur les domaines à plus forte valeur ajoutée ;
- A la rationalisation de ses structures.

Évolution 2015-2018 des résultats

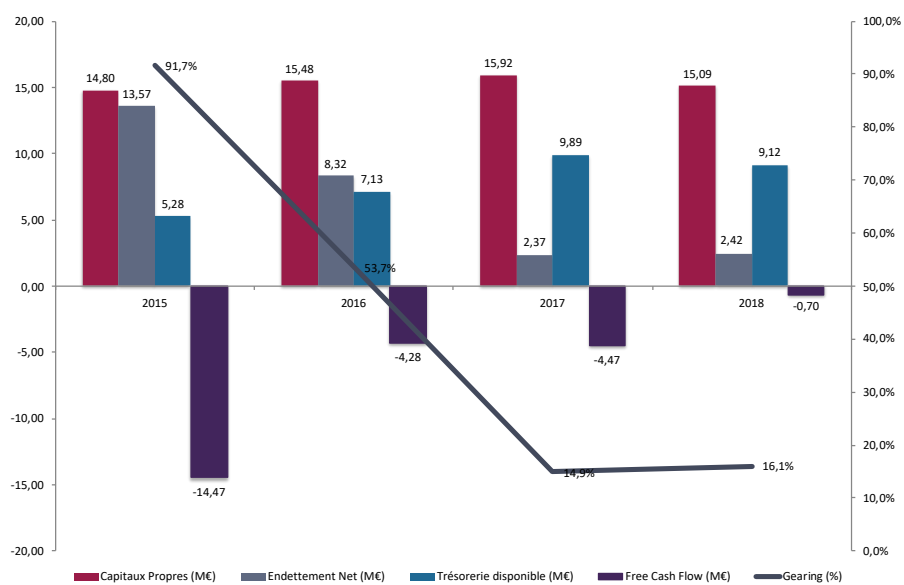


Source : Société

La situation financière de Prologue s'est également renforcée avec sur la période une hausse des capitaux propres, de 14,8 M€ en 2015 à 15,1 M€ en 2018, et une nette baisse de l'endettement net. Ainsi, fin 2018, Prologue disposait d'une trésorerie disponible de 9,1 M€ et affichait un endettement net de 2,42 M€ soit un gearing de 16,1% vs 91,7% en 2015.

En revanche, entre 2015 et 2018, le BFR a fortement progressé passant de 0,91 M€ à 4,17 M€. Ainsi malgré l'amélioration des résultats et compte tenu des investissements, le Free Cash Flow est négatif sur les trois derniers exercices.

Évolution 2015-2018 de la structure financière



Source : Société

Stratégie & Prévisions financières

Des objectifs distincts pour un but commun

Les objectifs du groupe sont distincts en fonction des activités mais ont tous un point commun, à savoir poursuivre la croissance du CA et améliorer la profitabilité.

Pour la formation, l'ambition à 5 ans est devenir le leader en France du secteur de la formation IT-Digital, d'atteindre des ratios de rentabilité en ligne avec les meilleurs acteurs du marché (soit entre 8% à 10% de marge opérationnelle) et d'avoir réussi l'internationalisation de sa marque en Espagne et Amérique Latine.

Pour y parvenir, M2i doit poursuivre sa montée en puissance qui repose sur six piliers :

- Renforcer son maillage territorial ;
- Progresser sur ses offres inter-entreprises (qui regroupent plusieurs sociétés) ;
- Accélérer le déploiement de ses offres récentes (management, formations diplômantes, B2C...) ;
- Développer de nouvelles offres de formations effectuées via des modalités d'apprentissage innovantes (classes virtuelles...) ;
- Accroître sa présence auprès de ses clients grands comptes ;
- Ouvrir de nouveaux comptes en se portant régulièrement candidat à des appels d'offres d'envergures régionales ou nationales ;
- Intensifier les ventes croisées sur les différents segments.

Pour l'ingénierie, le but est de poursuivre le développement des offres de services à plus forte valeur ajoutée et d'accroître la part de CA récurrent, actuellement à 50%, par le gain de nouveaux contrats de TMA et de gestion de parcs. Par ailleurs, en fonction des conditions de marchés, les activités de vente de matériels pourraient être stoppées.

Pour les divisions Infrastructures, Cloud & Services partagés, la croissance sera tirée par la montée en puissance progressive de la commercialisation des offres Use It Cloud et d'archivage électronique à valeur probatoire ainsi que par la poursuite d'une bonne dynamique en Espagne et en Amérique Latine grâce à la pertinence de ses solutions en tant que fournisseur de services clouds et de data centers virtuels ultra sécurisés.

TMVA 2019-2022^e du CA de 5,2%

Pour 2019, Prologue a publié un CA T4 de 27,27 M€ en baisse de -2,09%. Sur 12 mois, le CA ressort à 88,06 M€ en progression de +2,4%. La fin de l'année a été marquée par l'impact des grèves en France sur l'activité Formation qui a connu une baisse de 14% au T4. Alors que le groupe avait affiché une belle dynamique sur les 9 premiers de l'exercice (+9,2%), cette dernière s'est complètement retournée sur le dernier trimestre de l'année.

Hors de France, le groupe a enregistré au T4 une croissance interne très soutenue avec une hausse de 15,8% en Espagne, de 124,3% en Amérique Latine et de 85% aux USA. Les activités Cloud & Services managés d'une part et logiciels d'autre part ont été les plus dynamiques aussi bien sur le T4 (respectivement +44,1% et 37,1%) que sur l'année (+6,4% et +5,5%).

Pour les trois prochaines années nos prévisions de CA reposent sur les hypothèses suivantes :

- Pour les activités de formation : le groupe indique constater depuis mi-janvier un retour progressif à la normale de son activité. Si les ventes du T1 resteront toutefois encore perturbées, dès le T2, il devrait renouer avec un niveau de croissance organique soutenue. En nous basant sur la dynamique favorable du marché de la formation IT et Digital qui progresse régulièrement année après année et compte tenu de sa position de n°2 du secteur, de la qualité de son offre et de son portefeuille clients grands comptes, nous estimons que M2i doit pouvoir afficher de manière récurrente une croissance annuelle de son CA de 5%-7% ;
- Une croissance de 3% par an pour les Infrastructures ;
- Une hausse de 7% par an pour l'activité Clouds grâce notamment à la montée en puissance de la solution Use It Cloud ;
- Une progression de 5% par an pour les Logiciels grâce à la sortie prévue des nouvelles versions de certains produits dont l'attente de leurs disponibilités a pénalisé le groupe sur les derniers trimestres.

Nous estimons que Prologue devrait ainsi afficher une croissance régulière de son CA avec un TMVA 2019-2022^e de 5,2%.

Prévisions 2019-2022^e de CA

CA (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	TMVA 2019-2022e
Formation	46,30	48,18	51,56	54,65	5,7%
% Var.	0,5%	4,1%	7,0%	6,0%	
% CA	52,6%	52,5%	53,0%	53,4%	
Cloud & Services Managés	10,54	11,28	12,07	12,91	7,0%
% Var.	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	
% CA	12,0%	12,3%	12,4%	12,6%	
Infrastructures	19,81	20,40	21,02	21,65	3,0%
% Var.	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	
% CA	22,5%	22,2%	21,6%	21,1%	
Logiciels	11,42	11,99	12,59	13,22	5,0%
% Var.	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	
% CA	13,3%	13,6%	13,7%	13,6%	
Total	88,07	91,86	97,23	102,43	5,2%
% Var.	2,4%	4,3%	5,9%	5,3%	

Estimations : GreenSome Finance

Une rentabilité en amélioration progressive

La croissance des résultats devrait marquer une pause en 2019 en raison de l'impact significatif mais exceptionnel des grèves. Pour la suite, **nous anticipons au niveau des marges** :

- Un effet de levier opérationnel chez M2i une fois le point mort dépassé du fait de la spécificité de son modèle économique qui repose sur l'externalisation complète des formateurs qui permet d'ajuster les achats en fonction des formations à délivrer et sur une structure de coûts fixes relativement stables ;
- Une réduction du poids des frais de structure ;
- Une progression contrôlée des frais de personnels.

Nous estimons que Prologue devrait voir sa marge opérationnelle s'améliorer progressivement pour atteindre 3,8% du CA en 2022^e. A plus long terme, nous pensons qu'elle pourrait se stabiliser sur une moyenne de 5,5%.

Prévisions 2019^e-2021^e de résultats

(M€)	2019e	2020e	2021e	2022e	TMVA 2019-2022e
CA	88,06	91,86	97,23	102,43	5,2%
% Var.	2,4%	4,3%	5,9%	5,3%	
EBITDA	6,01	6,91	7,49	8,21	11,0%
% Var.	-10,2%	15,0%	8,5%	9,6%	
% CA	6,8%	7,5%	7,7%	8,0%	
EBIT	2,12	2,85	3,31	3,93	22,9%
% Var.	-2,0%	34,7%	16,0%	18,8%	
% CA	2,4%	3,1%	3,4%	3,8%	
RN	0,58	0,70	0,97	1,41	34,5%
% Var.	ns	21,0%	37,5%	46,4%	
% CA	0,7%	0,8%	1,0%	1,4%	

Estimations : GreenSome Finance

Une situation financière sous contrôle

Nous estimons que le BFR devrait continuer à augmenter, en lien avec la hausse constatée dans l'activité formation nécessaire pour soutenir la croissance, et représenter 38 jours de CA en 2022^e vs 17 jours en 2018. Malgré cela, le groupe affichera, selon nous, un Free Cash-Flow opérationnel permettant de couvrir les investissements à partir de 2021^e. Sa situation financière devant ainsi se renforcer à partir de cette échéance.

Tableaux de flux prévisionnels

	2019e	2020e	2021e	2022e
FCF Opérationnel	2,15	3,61	4,13	5,92
Investissements	4,00	4,00	4,00	4,00
FCF Financement	3,00	0,00	0,00	0,00
Var. Trésorerie	3,15	-0,39	0,13	1,92
Trésorerie de clôture	1,97	1,38	1,31	3,02
Endettement Net retraité (M€)	4,48	5,07	5,14	3,43
Gearing	29%	31%	30%	18%
BFR	6,62	8,43	10,22	10,77
<i>en jour de CA</i>	<i>27</i>	<i>33</i>	<i>38</i>	<i>38</i>

Estimations : GreenSome Finance

Evaluation

Valorisation par DCF

Notre modèle de valorisation par les DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- Pour la période 2019^e-2021^e sur nos prévisions exposées précédemment ;
- Pour la période 2022^e-2028^e sur :
 - Une croissance annuelle moyenne du CA de 4,5% ;
 - Une marge d'exploitation moyenne de 5,4% ;
 - Des dotations aux amortissements équivalentes aux Capex ;
 - Un taux d'IS normatif de 25% ;
 - Un BFR stable à 10,5% du CA ;
- Un endettement net retraité de 4,1 M€ à fin 2019^e ;
- Une valeur de 15,9 M€ des intérêts minoritaires dans O2i ;
- Une croissance à l'infini de 1,5% ;
- Un WACC de 10,4% intégrant un taux sans risque de -0,21% (OAT 10 ans), une prime de risque de marché de 5,90% (source Factset) et un facteur de risque société de 1,80.

Tableau Prévisionnel des Flux de Trésorerie (M€)

M€	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	88,1	91,9	97,2	102,4	107,8	112,7	117,9	123,2	128,5	133,7
Variation		4,3%	5,9%	5,3%	5,2%	4,6%	4,6%	4,5%	4,3%	4,0%
EBIT	2,4	2,9	3,3	4,3	4,9	5,4	6,1	7,1	8,1	9,1
% CA	2,7%	3,1%	3,4%	4,2%	4,6%	4,8%	5,2%	5,8%	6,3%	6,8%
IS	0,5	0,6	0,7	1,1	1,2	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3
Taux d'imposition (%)	31,0%	28,0%	26,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Amortissements et provisions	3,6	3,8	3,9	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
% CA	4,1%	4,1%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Cash flow d'exploitation	5,6	6,0	6,5	6,6	7,2	7,8	8,5	9,4	10,4	11,3
Investissements industriels	4,0	4,0	4,0	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
% CA	4,5%	4,4%	4,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Variation du BFR	2,4	1,8	1,8	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5
BFR	6,6	8,4	10,2	10,8	11,3	11,9	12,4	13,0	13,5	14,1
% CA	7,5%	9,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Cash flow disponible	-0,9	0,1	0,7	2,7	3,1	3,5	4,0	4,8	5,5	6,3
Cash flow disponible actualisé	-0,9	0,1	0,6	2,0	2,1	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6
Valeur terminale actualisée	29,2									
Somme des CFD actualisés	15,7									
Endettement net retraité au 30/06/2019	4,5									
Intérêts minoritaires O2i	15,9									
Valeur de l'entreprise (M€)	24,5									
Valeur par action (€)	0,52									

Tableau de sensibilité

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
8,4%	0,76	0,82	0,89	0,97	1,06
9,4%	0,59	0,63	0,68	0,74	0,80
10,4%	0,46	0,49	0,52	0,56	0,61
11,4%	0,35	0,37	0,40	0,43	0,46
12,4%	0,26	0,28	0,30	0,32	0,35

Taux d'actualisation	Marge Opérationnelle Normative				
	4,8%	5,8%	6,8%	7,8%	8,8%
8,4%	0,59	0,74	0,89	1,04	1,19
9,4%	0,44	0,56	0,68	0,81	0,93
10,4%	0,32	0,42	0,52	0,62	0,72
11,4%	0,23	0,32	0,40	0,48	0,56
12,4%	0,16	0,23	0,30	0,37	0,44

Estimations : GreenSome Finance

Nous obtenons par la méthode du DCF une valorisation de Prologue de 0,52 € par action.

Valorisation par comparaisons boursières

Nous avons retenus comme comparables boursiers les sociétés présentées en page 4.

Comparables

Société	Capi. (M€)	CA 2019e (M€)	MOP 2019e (%)
BTS Group AB	425	N/A	N/A
GP Strategies Corp.	211	574,4	7,2
Econocom Group SE	621	3 297,5	6,2
Wedia SA	24	N/A	N/A
Wallix Group SA	70	20,3	N/M-
Infotel SA	290	278,5	11,6
Neurones SA	525	574,6	11,8
Moyenne	309	949	9,2

	VE/CA			VE/EBIT			P/E		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
BTS Group AB	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
GP Strategies Corp.	0,59	0,56	0,52	16,27	10,10	8,41	16,0	11,5	9,4
Econocom Group SE	0,33	0,32	0,32	8,55	7,40	6,54	8,5	7,0	5,9
Wedia SA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Wallix Group SA	1,92	1,24	0,90	N/M	N/M	12,07	N/M		31,8
Infotel SA	0,87	0,82	0,77	9,69	8,81	7,89	20,1	17,8	15,9
Neurones SA	0,74	0,70	0,66	7,16	7,07	6,70	16,1	15,9	15,0
Moyenne	0,89	0,73	0,63	10,42	8,35	8,32	15,17	13,07	15,61

	CA			EBIT			BPA		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Prologue	88,1	91,9	97,2	2,1	2,9	3,3	0,01	0,02	0,02
Valo Théorique € par action	1,24	0,99	0,88	0,03	0,07	0,15	0,19	0,20	0,32

Source : Factset, Infancials.com

En appliquant les ratios moyens 2019^e-2021^e, nous obtenons par la méthode des comparaisons boursières une valorisation de Prologue de 0,45 € par action.

Synthèse

Au vu d'un échantillon de comparables globalement éloigné de Prologue nous avons décidé de pondérer la méthode des comparaisons boursières à 20%.

Il en ressort un objectif de cours de 0,51 €.

Synthèse des valorisations

Méthode	Objectif de cours	Pondération	Potentiel
DCF	0,52 €	80%	56%
Comparaisons boursières	0,45 €	20%	35%
Moyenne pondérée	0,51 €		52%

Source : GreenSome Finance

Données financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	46,30	74,54	77,04	85,98	88,06	91,86	97,23	102,43
Achats	21,01	30,66	31,88	33,96	34,93	35,58	37,50	39,48
Charges Externes	7,28	12,66	13,03	14,78	15,59	16,16	17,30	18,21
Charges de personnel	18,30	27,48	27,68	29,57	30,52	32,16	33,82	35,35
Impôts et taxes	0,70	1,22	1,20	1,33	1,37	1,42	1,51	1,59
EBITDA	-0,30	2,98	3,88	6,69	6,01	6,91	7,49	8,21
Amortissements	1,71	2,91	3,35	3,70	3,27	3,42	3,53	3,61
Dotations	0,45	0,28	0,27	0,31	0,32	0,33	0,35	0,37
EBIT	-2,94	-0,82	-2,50	2,16	2,12	2,85	3,31	3,93
Résultat financier	-0,76	-0,66	-0,78	-0,57	-0,65	-0,53	-0,55	-0,56
Résultat Exceptionnel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les bénéfices	-0,15	0,34	0,54	0,03	0,45	0,65	0,73	0,89
Amortissements des survaleurs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net Part du Groupe	-3,07	-1,84	-5,21	-1,06	0,58	0,70	0,97	1,41
Résultat net Corrigé Part du Groupe	-3,07	-1,84	-2,71	-1,06	0,58	0,70	0,97	1,41

BILAN (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Actif immobilisé	34,76	33,91	32,30	33,86	46,87	47,32	47,63	47,85
Stocks	1,86	2,02	0,41	0,27	0,27	0,28	0,30	0,32
Clients	26,09	24,71	27,91	34,97	38,16	41,34	45,05	47,46
Autres actifs courants	1,73	3,55	2,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et FCP	5,28	7,13	9,89	9,12	1,97	1,38	1,31	3,02
TOTAL ACTIF	69,71	71,31	73,25	78,21	87,27	90,32	94,29	98,64
Capitaux propres	14,80	15,48	15,92	15,09	15,67	16,37	17,34	18,75
Intérêts minoritaires	5,22	7,07	13,06	17,40	17,83	18,79	19,86	20,92
Provisions	1,09	1,10	1,19	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Dettes Financière Long Terme	7,91	8,83	5,13	3,45	6,45	6,45	6,45	6,45
Dettes de location à long terme	0,00	0,00	0,00	0,00	12,40	12,40	12,40	12,40
Dettes Financière Court Terme	10,93	6,62	7,13	8,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Fournisseurs	27,05	25,54	25,14	31,06	31,81	33,19	35,13	37,01
Autres Passifs Courants	2,71	6,68	5,68	1,39	1,39	1,39	1,39	1,39
TOTAL PASSIF	69,71	71,32	73,25	78,21	87,27	90,32	94,29	98,64

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Capacité d'autofinancement	-1,22	2,12	2,17	6,98	4,60	5,42	5,92	6,46
Variation du BFR	3,24	2,73	3,94	3,01	2,45	1,82	1,79	0,55
Flux de trésorerie liés à l'activité	-4,45	-0,61	-1,78	3,96	2,15	3,61	4,13	5,92
Investissements	10,02	3,66	2,70	4,66	4,00	4,00	4,00	4,00
Cession	0,08	0,70	0,55	0,13	2,00	0,00	0,00	0,00
Flux Investissements	9,94	2,97	2,15	4,54	2,00	4,00	4,00	4,00
Augmentation de capital	-1,12	3,45	10,40	1,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Var Autres Fonds Propres	0,12	-0,12	0,41	-0,72	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts	6,36	2,36	-3,90	-1,01	3,00	0,00	0,00	0,00
Flux financement	5,36	5,69	6,91	-0,63	3,00	0,00	0,00	0,00
Variation de trésorerie	-9,03	2,11	2,98	-1,20	3,15	-0,39	0,13	1,92

RATIOS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA/CA	-0,6%	4,0%	5,0%	7,8%	6,8%	7,5%	7,7%	8,0%
EBIT/CA	-6,3%	-1,1%	-3,3%	2,5%	2,4%	3,1%	3,4%	3,8%
RN/CA	-6,6%	-2,5%	-6,8%	-1,2%	0,7%	0,8%	1,0%	1,4%
ROE (RN/Fonds propres)	-20,8%	-11,9%	-32,7%	-7,1%	3,7%	4,3%	5,6%	7,5%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	-5,7%	-1,6%	-4,9%	3,9%	2,7%	3,5%	3,9%	4,6%
Dettes nettes / Fonds propres (gearing)	91,7%	53,7%	14,9%	16,1%	28,6%	31,0%	29,7%	18,3%
FCF	-7,7	-4,0	-5,5	0,2	-1,85	-0,39	0,13	1,92
FCF par action	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,04	-0,01	0,00	0,04
BPA (en €)	-0,09	-0,05	-0,12	-0,02	0,01	0,02	0,02	0,03
BPA Corrigé dilué (en €)	-0,09	-0,05	-0,06	-0,02	0,01	0,02	0,02	0,03
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nombre d'actions dilué (M)	32,85	35,23	43,41	45,77	46,76	46,76	46,76	46,76

Estimations : GreenSome Finance

Système de recommandation

ACHAT	NEUTRE	VENDRE
Potentiel > +10%	-10% < Potentiel < +10%	Potentiel < -10%

Détection potentielle de conflits d'intérêts

Corporate Finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Contrat de suivi avec l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	OUI	OUI	NON	NON

Historique de publications au cours des douze derniers mois

DATE DE PUBLICATION	TYPE	OPINION	COURS	OBJECTIF DE COURS
-	-	-	-	-

Cette publication a été rédigée par GreenSome Finance pour le compte de GreenSome Consulting. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit. L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni GreenSome Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Finance. GreenSome Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. La présente publication est adressée et destinée uniquement (i) aux professionnels en matière d'investissement entrant dans la catégorie des "Investisseurs Qualifiés" au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'amendé "Order") ; (ii) aux "entités à valeur nette élevée" (high net worth entities) aux associations non immatriculées, au Partenariat et "Trustee" de " Trust à valeur nette élevée" au sens de l'article 49(2) du Order. Tout investissement ou activité d'investissement en lien avec la présente publication est uniquement disponible pour ces personnes et ne sera réalisé qu'avec ces personnes. Les personnes au Royaume-Uni qui recevraient la présente publication (autre que les personnes au (I) au (II) ou les actionnaires existant de la société) ne peuvent fonder leur décision d'investissement sur la présente publication ou agir sur la base de la présente publication. Cette publication ne constitue pas une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis d'Amérique, au Canada, en Australie, au Japon ou en Afrique du Sud. Les valeurs mobilières mentionnées dans la présente publication n'ont pas été et ne seront pas enregistrées au sens du Securities Act de 1933, tel qu'amendé (le « Securities Act ») ou au sens des lois applicables dans les Etats membres des Etats-Unis d'Amérique, et ne pourront être offertes ou vendues aux Etats-Unis d'Amérique qu'à travers un régime d'exemption prévu par ledit Securities Act ou par les lois applicables des Etats membres des Etats-Unis d'Amérique. La présente publication et les informations qu'elle contient ne peuvent être adressées ou distribuées aux Etats-Unis d'Amérique. Les valeurs mobilières de la société ne sont pas offertes aux Etats-Unis d'Amérique.