

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Prologue.

PRÉSENTÉE PAR



TERMES DE L'OFFRE :

11 actions nouvelles Prologue à émettre contre 1 action M2i

DURÉE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE SIMPLIFIÉE : 15 JOURS DE NÉGOCIATION

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

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR PROLOGUE



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 18 mai 2021, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre publique d'échange simplifiée et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent Projet de Note d'Information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Prologue (www.prologue.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de Prologue (101, avenue Laurent Cély, 92230 Gennevilliers) et Invest Securities (73, boulevard Haussmann, 75008 Paris).

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Tous les actionnaires de M2i (y compris, sans que cela soit exhaustif, les mandataires, fiduciaires ou dépositaires), qui transmettraient, ou envisageraient de transmettre ou seraient tenus par une obligation contractuelle ou légale de transmettre ce document et/ou les documents l'accompagnant à toute personne située dans une juridiction située en dehors de la France, devront lire attentivement la section 2.11 du Projet de Note d'Information avant d'effectuer une quelconque action.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Prologue seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'échange simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	6
1.1 PRESENTATION DE L'OFFRE ET IDENTITE DE L'INITIATEUR	6
1.2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	7
1.2.1 <i>Contexte de l'Offre</i>	7
1.2.2 <i>Motifs de l'Offre</i>	8
1.2.3 <i>Répartition du capital des sociétés du Groupe Prologue</i>	8
1.2.4 <i>Engagement d'apport à l'Offre</i>	10
1.2.5 <i>Autorisations réglementaires</i>	10
1.2.6 <i>Consultation du comité social et économique de la Société</i>	10
1.2.7 <i>Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir</i>	10
1.2.7.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière	10
1.2.7.2 Intentions en matière d'emploi	10
1.2.7.3 Composition des organes sociaux et de la direction de la Société	10
1.2.7.4 Synergies – Gains économiques	10
1.2.7.5 Perspective ou non d'une fusion	11
1.2.7.6 Maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	11
1.2.7.7 Politique de distribution de dividendes	11
1.2.7.8 Avantages de l'Offre pour la Société et les actionnaires	11
1.2.7.9 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	11
1.3 CONDITIONNALITE DE L'OFFRE.....	11
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	12
2.1 MODALITES DE L'OFFRE	12
2.2 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	13
2.3 TERMES DE L'OFFRE	14
2.3.1 <i>Offre publique d'échange simplifiée</i>	14
2.3.2 <i>Situation des titulaires d'Actions Gratuites</i>	14
2.4 NOMBRE, CARACTERISTIQUES ET ORIGINE DES ACTIONS PROLOGUE REMISES EN ECHANGE DANS LE CADRE DE L'OFFRE	15
2.4.1 <i>Nombre d'actions Prologue à remettre dans le cadre de l'Offre</i>	15
2.4.2 <i>Provenance des actions Prologue remises en échange</i>	15
2.4.3 <i>Législation en vertu de laquelle les actions Prologue seront créées</i>	16
2.4.4 <i>Caractéristiques et droits attachés aux actions Prologue</i>	16
2.4.5 <i>Formes des actions Prologue à remettre en échange</i>	16
2.4.6 <i>Négociabilité des actions Prologue à remettre dans le cadre de l'Offre</i>	17
2.4.7 <i>Conséquence de l'Offre sur la répartition du capital et des droits de vote de Prologue</i>	17
2.4.7.1 Hypothèse n° 1 : l'ensemble des titres M2i sont apportés à l'Offre	17
2.4.7.2 Hypothèse n°2 : si les actions M2i détenues par O2i et la moitié des actions M2i non détenues par Prologue O2i sont apportées dans le cadre de l'OPE	18
2.4.7.3 Hypothèse n°3 : seuls les titres M2i détenus par O2i sont apportés à l'Offre.....	19
2.5 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE.....	20
2.6 PUBLICATION DES RESULTATS DE L'OFFRE – REGLEMENT LIVRAISON.....	21
2.7 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	21
2.8 EXTENSION DE LA DUREE DE L'OFFRE	22
2.9 FRAIS ET FINANCEMENT DE L'OFFRE	22
2.9.1 <i>Frais liés à l'Offre</i>	22
2.9.2 <i>Modalités de financement de l'Offre</i>	22
2.10 FRAIS DES ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE	23
2.11 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER.....	23
2.12 REGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DES ACTIONS PROLOGUE REÇUES EN ECHANGE DANS LE CADRE DE L'OFFRE.....	23
2.12.1 <i>Régime fiscal de l'Offre</i>	23
2.12.2 <i>Régime fiscal des actions Prologue reçues en échange dans le cadre de l'Offre</i>	25
3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE DE L'OFFRE	31

3.1	PREAMBULE	31
3.2	DETERMINATION DE LA VALORISATION DE M2I	31
3.2.1	<i>Données financières de base pour M2I</i>	31
3.2.1.1	Agrégats de référence de M2I	31
3.2.1.2	Historique de la société M2I	32
3.2.1.3	Présentation des activités de M2I	32
3.2.1.4	Evolution des résultats de M2I depuis 2015	32
3.2.1.5	Bilan économique de M2I sur la période 2015-20	34
3.2.1.6	Plan d'affaires pour la période 2021-2024 de M2I	35
3.2.1.7	Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres de M2i	35
3.2.1.8	Nombre d'actions retenues pour M2I	36
3.2.2	<i>Méthodes retenues pour l'appréciation de M2I</i>	36
3.2.2.1	Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles	36
3.2.2.2	Approche par les cours boursiers	37
3.2.3	<i>Méthodes écartées</i>	38
3.2.3.1	Approche par les comparables boursiers	38
3.2.3.2	Cour cible des analystes	39
3.2.3.3	Actualisation des dividendes	39
3.2.3.4	Actif Net Comptable	39
3.2.3.5	Multiplés de transactions comparables	39
3.3	DETERMINATION DE LA VALORISATION D'O2I	40
3.3.1	<i>Données financières de base pour O2I</i>	40
3.3.1.1	Agrégats de référence d'O2I	40
3.3.1.2	Historique de la société O2I	40
3.3.1.3	Présentation des activités d'O2I	41
3.3.1.4	Evolution des résultats d'O2I depuis 2015	42
3.3.1.5	Bilan économique d'O2I sur la période 2015-18	43
3.3.1.6	Plan d'affaires pour la période 2021-2024 d'O2i	45
3.3.1.7	Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres d'O2i	45
3.3.1.8	Nombre d'actions retenues pour O2i	46
3.3.2	<i>Méthodes retenues pour l'appréciation d'O2i</i>	46
3.3.2.1	Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles	46
3.3.2.2	Approche par les cours boursiers	47
3.3.3	<i>Méthodes écartées</i>	48
3.3.3.1	Approche par les comparables boursiers	48
3.3.3.2	Cour cible des analystes	49
3.3.3.3	Actualisation des dividendes	49
3.3.3.4	Actif Net Comptable	49
3.3.3.5	Multiplés de transactions comparables	49
3.4	DETERMINATION DE LA VALORISATION DE PROLOGUE	50
3.4.1	<i>Données financières de base pour Prologue</i>	50
3.4.1.1	Agrégats de référence de Prologue	50
3.4.1.2	Historique de la société Prologue	50
3.4.1.3	Présentation des activités de Prologue	50
3.4.1.4	Evolution des résultats de Prologue depuis 2015	51
3.4.1.5	Bilan économique de Prologue sur la période 2015-20	53
3.4.1.6	Plan d'affaires pour la période 2021-2024 de Prologue	54
3.4.1.7	Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres de Prologue	55
3.4.1.8	Nombre d'actions retenues pour Prologue	55
3.4.2	<i>Méthodes retenues pour l'appréciation de Prologue</i>	56
3.4.2.1	Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles	56
3.4.2.2	Approche par les cours boursiers	57
3.4.3	<i>Méthodes écartées</i>	58
3.4.3.1	Approche par les comparables boursiers	58
3.4.3.2	Cour cible des analystes	58
3.4.3.3	Actualisation des dividendes	58
3.4.3.4	Actif Net Comptable	58
3.4.3.5	Multiplés de transactions comparables	58
3.5	SYNTHESE	59

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

4.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION	60
4.1	POUR L'INITIATEUR.....	60
4.2	ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	60

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 PRESENTATION DE L'OFFRE ET IDENTITE DE L'INITIATEUR

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Prologue, société anonyme à conseil d'administration au capital de 13.980.335,70 euros, dont le siège social est situé 101, avenue Laurent Cély, 92230 Gennevilliers, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 382 096 451, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010380626 (« **Prologue** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société M2i, société anonyme à conseil d'administration au capital de 494.648 euros, dont le siège social est situé 146/148, rue de Picpus, 75012 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 333 544 153, dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0013270626 (« **M2i** » ou la « **Société** »), d'échanger les actions M2i qu'ils détiennent contre des actions Prologue à émettre, selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée (l'« **Offre** »).

A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur :

- ne détient pas directement de titres de la Société, 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 ;
- détient 5.265.361 actions, soit 34,39% du capital social et 43,66% des droits de vote, de la société O2i, société anonyme à conseil d'administration au capital de 7.655.213 euros, dont le siège social est situé au 101, avenue Laurent Cély, 92230 Gennevilliers, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 478 063 324 (« **O2i** »), que l'Initiateur contrôle au sens de l'article L. 233-3 I, 3° du Code de commerce et qui elle-même détient 2.916.620 actions, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société.

L'Offre vise l'intégralité des actions existantes de la Société, à l'exception des actions auto-détenues¹, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent Projet de Note d'Information, un maximum de 4.915.542 actions (les « **Actions Visées** ») représentant 99,37% du capital social et 100% des droits de vote de la Société.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres 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.

Il est précisé que :

- dans le cadre de la conclusion d'un engagement d'apport avec Prologue en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter les 2.916.620 actions M2i qu'elle détient à l'Offre selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire, les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire), les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire), les 158.500 actions M2i

¹ En effet, le Conseil d'administration de M2i, dans sa réunion du 12 mai 2021, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 30.938 actions auto-détenues par M2i.

susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Dans la mesure où la réglementation applicable le permet, les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019, les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 et les 158.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021, pourront bénéficier du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.3.2 du présent Projet de Note d'Information.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et n'est donc pas soumise à l'application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF sur le seuil de caducité. Conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pour une durée de 15 jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (l'« **Etablissement Présentateur** »), garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Prologue, seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux articles L. 225-147, R. 225-7 et suivants et R. 225-136 du Code de commerce, une requête aux fins de désignation d'un commissaire aux apports a été déposée le 14 octobre 2019 auprès de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre. Il est rappelé que les apports effectués dans le cadre du projet d'Offre sont soumis à la procédure des apports en nature visée par l'article L. 225-147 du Code de commerce dans la mesure où le projet d'Offre vise les actions de M2i, société cotée sur Euronext Growth, et ne peut donc pas bénéficier des dispositions dérogatoires de l'article L. 225-148 du Code de commerce.

Monsieur Olivier Peronnet, associé du Cabinet Finexsi, a été désigné en qualité de commissaire aux apports par ordonnance en date du 22 octobre 2019.

Le commissaire aux apports a rendu deux rapports en date du 14 mai 2021 portant sur l'appréciation de la valeur retenue pour les actions M2i échangées contre des actions Prologue et sur la parité d'échange proposée. Ces rapports seront reproduits dans leur intégralité dans le document « Autres informations » qui sera établi et mis à disposition du public conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

La conclusion du rapport du commissaire aux apports sur la parité d'échange proposée est la suivante² :

« Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 11 actions PROLOGUE à émettre pour 1 action M2i apportée, arrêté par les parties, est équitable. »

1.2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1 Contexte de l'Offre

a) Acquisition de la Société par O2i

Le 19 avril 2006, O2i, société d'ingénierie pour la production graphique numérique, a annoncé l'acquisition de M2i, pour compléter son offre de formation.

b) Rapprochement entre les sociétés Prologue et O2i

Le 2 octobre 2014, Prologue a annoncé un projet de rapprochement avec O2i. Lors de l'assemblée générale d'O2i du 29 juin 2015, les actionnaires d'O2i ont très largement approuvé la mise en place au sein d'O2i d'une nouvelle gouvernance comprenant Monsieur Georges Seban comme Président du conseil d'administration et Monsieur Jean-Thomas Olano comme Directeur Général d'O2i, avec pour mission de poursuivre le développement du projet industriel d'O2i, conformément à l'accord de rapprochement conclu entre Prologue et O2i. Cet accord prévoyait également (i) la signature d'un traité d'apport par Financière Olano portant sur 10% du capital d'O2i, le groupe

² Le rapport du commissaire aux apports sur la valeur des apports fera l'objet d'un rapport complémentaire afin notamment de déterminer la valeur d'apport définitive des actions M2i apportées à l'Offre

Prologue détenant ainsi 39% du capital d'O2i et devenant le premier actionnaire d'O2i à compter du 21 juillet 2015, et (ii) la modification de la composition du conseil d'administration d'O2i, celui-ci étant composé de trois administrateurs, dont deux administrateurs issus de Prologue (Monsieur Georges Seban et Monsieur Jaime Guevara), à compter du mois d'octobre 2015.

c) Admission des titres M2i sur Euronext Growth

Afin de permettre à la Société de financer sa croissance, il a été procédé en date du 26 juin 2017 à une augmentation de capital par placement privé auprès d'un cercle restreint d'investisseurs pour un montant de 6,8 M€. Dans le cadre de cette augmentation de capital, la Société a demandé l'admission de ses titres sur le compartiment E1 (placement privé) d'Euronext Growth dont la première cotation a eu lieu le 18 septembre 2017.

Le 20 mars 2018, la Société a procédé à un transfert de ses titres du compartiment E1 vers le compartiment E2 (offre au public) d'Euronext Growth.

1.2.2 Motifs de l'Offre

Prologue est un groupe technologique spécialisé dans les logiciels, les services informatiques et la formation. Le groupe est présent en France, en Espagne, en Amérique Latine et aux Etats-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 Adiiict. Le groupe est également l'un des leaders en France dans la formation IT & Management avec plus de 2.400 cursus de formation. Les sociétés Prologue, O2i et M2i forment un groupe consolidé sur le plan comptable, dont la maison mère est Prologue (le « **Groupe Prologue** »).

La présente Offre s'inscrit dans le cadre d'une démarche volontaire et vise un renforcement capitalistique et opérationnel entre Prologue, O2i et M2i. Le projet global de réorganisation consiste en premier lieu à proposer aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre présentée dans ce Projet de Note d'Information. En second lieu, immédiatement après la réalisation de cette première opération à laquelle O2i aurait apporté ses titres M2i, O2i ferait l'objet d'une fusion-absorption par Prologue. L'ensemble de ces opérations est indissociable du projet global de réorganisation du Groupe Prologue. Ce projet de renforcement capitalistique est présenté dans un communiqué de presse conjoint aux sociétés Prologue, O2i et M2i, en date du 23 avril 2021.

1.2.3 Répartition du capital des sociétés du Groupe Prologue

Il est fait mention ci-dessous de la répartition du capital et des droits de vote de l'ensemble des sociétés du Groupe Prologue à la date du présent Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur ;

- *Répartition du capital social et des droits de vote de Prologue*

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote exerçables en AG	% des droits de vote exerçables en AG
Groupe familial Georges Seban	2.165.543	4,65%	4.331.086	8,45%
Actionnaires au nominatif	6.058.635	13,00%	7.929.614	15,47%
- Dirigeants et salariés	5.988.450	12,85%	7.819.496	15,25%
- Autres	70.185	0,15%	110.118	0,21%
Fiducie	622.672	1,34%	1.245.344	2,43%
Flottant	37.754.269	81,02%	37.754.269	73,65%

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

TOTAL	46.601.119	100%	51.260.313	100%
--------------	-------------------	-------------	-------------------	-------------

- Répartition du capital social et des droits de vote d'O2i

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote exerçables en AG	% des droits de vote exerçables en AG
Prologue	5.265.361	34,39%	8.280.722	43,66%
Nextstage	6.625.082	43,27%	6.625.082	34,93%
Autres actionnaires au nominatif	813.645	5,31%	1.627.239	8,58%
- Dirigeants et salariés	545.080	3,56%	1.090.160	5,75%
- Autres	268.565	1,75%	537.079	2,83%
Autodétention	172.017	1,12%	-	-
Flottant	2.434.321	15,90%	2.434.321	12,83%
TOTAL	15.310.426	100%	18.967.364	100%

- Répartition du capital social et des droits de vote de M2i

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote exerçables en AG	% des droits de vote exerçables en AG
O2i	2.916.620	58,96%	5.833.240	70,55%
Autres actionnaires au nominatif	436.653	8,83%	873.306	10,56%
- Dirigeants et salariés	368.548	7,45%	737.096	8,91%
- Autres	68.105	1,38%	136.210	1,65%
Autodétention	30.938	0,63%	-	-
Flottant	1.562.269	31,58%	1.562.269	18,89%
TOTAL	4.946.480	100%	8.268.815	100%

1.2.4 Engagement d'apport à l'Offre

Aux termes d'un engagement d'apport signé en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter à l'Offre la totalité de ses titres M2i, représentant un total de 2.916.620 actions, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information (l'« **Engagement d'Apport** »), sous réserve de l'octroi par l'AMF à O2i d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les actions Prologue au résultat de l'Offre, sur le fondement de l'article 234-4 du règlement général de l'AMF.

L'Engagement d'Apport expirera automatiquement, sans aucune formalité nécessaire, à la plus proche des dates suivantes : (i) la date à laquelle l'AMF déclarerait l'Offre non conforme, ou (ii) la date du refus de l'AMF d'octroyer à O2i une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les actions Prologue au résultat de l'Offre, sur le fondement de l'article 234-4 du règlement général de l'AMF.

1.2.5 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

1.2.6 Consultation du comité social et économique de la Société

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, M2i a informé son comité social et économique le 24 avril 2021 du projet d'OPE simplifiée et des conséquences prévisibles de ce projet sur l'emploi au sein de M2i. Le comité social et économique a émis un avis favorable en date du 27 avril 2021, qui figurera dans le projet de note en réponse de M2i.

1.2.7 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.7.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière

L'Offre présentée dans ce Projet de Note d'Information s'inscrit dans le cadre d'un projet global de réorganisation capitalistique du Groupe Prologue.

L'Initiateur n'entend pas modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. Il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de la Société.

1.2.7.2 Intentions en matière d'emploi

L'Initiateur indique que son Offre s'inscrit dans une politique de poursuite industrielle et de développement de l'activité de la Société. Il entend donc poursuivre la politique de la Société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines. L'Initiateur souhaite conserver le savoir-faire des équipes et du management, et entend notamment maintenir les emplois du personnel et des dirigeants.

1.2.7.3 Composition des organes sociaux et de la direction de la Société

La Société est une société anonyme à conseil d'administration depuis le 5 juillet 2017, par suite d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire du 20 juin 2017.

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé de 3 administrateurs :

- Monsieur Olivier Balva (Président Directeur Général) ;
- Monsieur Georges Seban ; et
- Monsieur Jaime Guevara.

La direction de la Société est actuellement assurée par Monsieur Olivier Balva (Président Directeur Général), accompagné de Madame Thuy Nguyen (Directeur Général Délégué).

L'Initiateur n'envisage pas de modifier l'organisation juridique et opérationnelle de M2i. La structure managériale de la Société et la composition des organes de direction ne seraient pas non plus modifiées.

1.2.7.4 Synergies – Gains économiques

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts ou de gains économiques à l'issue de l'Offre.

1.2.7.5 Perspective ou non d'une fusion

À la date du présent Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.

1.2.7.6 Maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur a l'intention de maintenir la cotation des actions de M2i sur Euronext Growth Paris.

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à un retrait obligatoire dans les trois mois de la clôture de l'Offre, en application des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, ni de procéder à une offre publique de retrait dans les conditions posées par les articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.2.7.7 Politique de distribution de dividendes

La Société mène actuellement une stratégie d'investissement afin de poursuivre sa croissance. La Société n'a pas versé de dividendes sur les trois derniers exercices.

L'Initiateur entend maintenir cette stratégie et n'envisage pas de modification de la politique de distribution de dividendes sur les douze prochains mois.

1.2.7.8 Avantages de l'Offre pour la Société et les actionnaires

L'Offre en titres donne aux actionnaires de M2i la possibilité de recevoir une action avec une liquidité supérieure, tout en leur permettant de profiter des perspectives de croissance du Groupe Prologue.

1.2.7.9 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A l'exception de l'Engagement d'Apport présenté au paragraphe 1.2.4, l'Initiateur n'est partie à aucun autre accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue et n'a pas connaissance de tels accords. Il n'existe aucune clause de complément de prix ou d'ajustement du prix dans le cadre des différents accords conclus.

1.3 CONDITIONNALITE DE L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-12 du règlement général de l'AMF, l'Offre est soumise à l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Prologue de (i) la parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée retenue dans le cadre de l'Offre, (ii) l'autorisation de l'émission d'actions Prologue en rémunération des apports à l'Offre et (iii) la délégation au conseil d'administration pour la constatation de la réalisation définitive de l'augmentation du capital social et la modification des statuts.

Conformément à l'avis de réunion valant avis de convocation publié au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires le 17 mai 2021, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Prologue se réunira le 30 juin 2021 afin d'approuver ces résolutions.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 MODALITES DE L'OFFRE

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 18 mai 2021 sous la forme d'une offre publique d'échange simplifiée portant sur l'intégralité des actions existantes de la Société. Cela comprend notamment les actions M2i détenues par O2i qui ont fait l'objet d'un Engagement d'Apport détaillé au paragraphe 1.2.4.

Invest Securities, agissant en tant qu'Etablissement Présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les termes de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de Prologue le 12 mai 2021.

Conformément à l'avis de réunion valant avis de convocation publié au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires le 17 mai 2021, l'assemblée générale ordinaire annuelle et extraordinaire des actionnaires de Prologue se réunira le 30 juin 2021 afin d'approuver, notamment les résolutions suivantes³ :

- Approbation de la parité d'échange des actions de la société M2i contre des actions de la Société, dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par la Société (l' « **OPE** »), sous réserve de l'approbation de la 25^{ème} résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société d'un montant nominal global maximum de 16.221.288,60 euros par l'émission d'un nombre maximum de 54.070.962 actions nouvelles de 0,30 euro de valeur nominale chacune, en rémunération d'apports en nature à la Société d'actions de la société M2i, selon la parité d'échange approuvée aux termes de la 24^{ème} résolution dans le cadre de l'OPE, et à l'effet de constater ladite augmentation de capital de la Société, sous réserve de l'approbation de la 24^{ème} résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Examen et approbation du projet de fusion par voie d'absorption de la société O2i par la Société (la « **Fusion** »), approbation de l'apport des éléments d'actif et de passif, de l'évaluation desdits apports et de leur rémunération, sous réserve (i) de la réalisation des conditions suspensives prévues dans le projet de traité de fusion et (ii) de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet de constater la réalisation des Conditions Suspensives et, en conséquence, de constater la réalisation définitive de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société en rémunération de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'annuler certaines actions auto-détenues par la Société à la suite de la réalisation de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et à la Fusion par la présente assemblée.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et n'est donc pas soumise à l'application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF sur le seuil de caducité.

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org). Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les

³ L'assemblée générale du 30 juin 2021 étant aussi l'assemblée générale annuelle de Prologue, seules les résolutions relatives à l'opération de renforcement capitalistique du Groupe Prologue, en ce compris celles relatives à l'Offre, sont présentées ci-après.

principaux éléments du Projet de Note d'Information a été diffusé par l'Initiateur le 18 mai 2021. En outre, le présent Projet de Note d'Information est également disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.prologue.fr) et est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities.

Conformément aux dispositions des articles 231-19, 231-26 et 231-27 du règlement général de l'AMF, la Société déposera auprès de l'AMF, un projet de note en réponse au moins quinze jours de négociation après le dépôt du Projet de Note d'Information, comprenant notamment (i) le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF, (ii) l'avis motivé de son conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, et (iii) l'avis du comité social et économique de la Société.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la Note d'Information.

Le présent Projet de Note d'Information, après avoir reçu le visa de l'AMF, ainsi que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'Initiateur (www.prologue.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le projet de note en réponse, après avoir également reçu le visa de l'AMF, ainsi que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège de la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de la Société (<https://www.m2information.fr/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé en application des dispositions de l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités du calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

2.2 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE

A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur :

- ne détient pas directement de titres de la Société 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 ;
- détient 5.265.361 actions, soit 34,39% du capital social et 43,66% des droits de vote d'O2i, que l'Initiateur contrôle au sens de l'article L. 233-3 I, 3° du Code de commerce et qui elle-même détient 2.916.620 actions, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société.

L'Offre vise l'intégralité des actions existantes de la Société, à l'exception des actions auto-détenues⁴, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent Projet de Note d'Information, un maximum de 4.915.542 actions représentant 99,37% du capital social et 100% des droits de vote de la Société.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres 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.

Il est rappelé que :

- dans le cadre de la conclusion d'un engagement d'apport avec Prologue en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter les 2.916.620 actions M2i qu'elle détient à l'Offre selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société ;

⁴ En effet, le Conseil d'administration de M2i, dans sa réunion du 12 mai 2021, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 30.938 actions auto-détenues par M2i.

- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire), les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019, dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire), les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables ou, le cas échéant, par l'assemblée générale des actionnaires de M2i ou le conseil d'administration de M2i (notamment décès ou invalidité du bénéficiaire), les 158.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Dans la mesure où la réglementation applicable le permet, les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019, les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 et les 158.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021, pourront bénéficier du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.3.2 du présent Projet de Note d'Information.

2.3 TERMES DE L'OFFRE

2.3.1 Offre publique d'échange simplifiée

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de M2i les Actions Visées en échange d'actions Prologue selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre pour 1 action M2i apportée.

Conformément à l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général.

2.3.2 Situation des titulaires d'Actions Gratuites

La Société a décidé la mise en place de plans d'attribution gratuite d'actions (i) le 19 juillet 2019 (le « **Plan d'AGA 2019** »), (ii) le 27 juillet 2020 (le « **Plan d'AGA 2020** »), et (iii) le 22 avril 2021 (le « **Plan d'AGA 2021** »), lesquels sont toujours en cours.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 et du Plan d'AGA 2021 :

Référence du plan	Plan d'AGA 2019	Plan d'AGA 2020	Plan d'AGA 2021
Nombre d'actions gratuites demeurant attribuables sous conditions à la date du présent document	90.005	92.500	158.500
Date d'attribution	19 juillet 2019	27 juillet 2020	22 avril 2021

Date d'acquisition	19 juillet 2021	27 juillet 2022	22 avril 2023
Date de fin de la période de conservation	19 juillet 2022	27 juillet 2023	22 avril 2024

Aucune action gratuite attribuée dans le cadre du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 et du Plan d'AGA 2021 n'ayant été acquise au jour du présent Projet de Note d'Information, les Actions Visées n'incluent pas les 90.005 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2019 pourraient donner droit, ni les 92.500 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2020 pourrait donner droit, ni les 158.500 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2021 pourrait donner droit.

Toutefois, l'Initiateur et la Société sont convenus de conclure avec tous les bénéficiaires du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 et du Plan d'AGA 2021, qui ne peuvent apporter leurs actions M2i à l'Offre en raison des modalités des plans (lesquels prévoient respectivement une fin de la période de conservation le 19 juillet 2022, le 27 juillet 2023 et le 22 avril 2024), un mécanisme de liquidité aux termes duquel, en cas de liquidité insuffisante de l'action M2i, ils se verront octroyer le droit d'échanger leurs actions M2i contre des actions Prologue sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée (sous réserve de certains ajustements à l'occasion de certaines transactions financières réalisées par Prologue ou M2i), dans la mesure où les réglementations applicables le permettent et à condition que lesdits titulaires aient accepté un tel mécanisme d'échange.

Pour la mise en œuvre du mécanisme de liquidité décrit au présent article, une liquidité insuffisante sera caractérisée (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ou d'une radiation des actions de M2i d'Euronext Growth Paris, ou (ii) si le volume moyen d'actions M2i échangées par jour au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 0,1 % du capital social, sur la base des informations publiées par Euronext Growth Paris.

Le mécanisme de liquidité sera uniquement mis en œuvre jusqu'au trentième jour de négociation suivant la date respective à laquelle la période de conservation du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 ou du Plan d'AGA 2021 prendra fin, soit jusqu'au 30 août 2022 inclus s'agissant des bénéficiaires du plan d'AGA 2019, jusqu'au 7 septembre 2023 inclus s'agissant des bénéficiaires du plan d'AGA 2020, et jusqu'au 3 juin 2024 inclus s'agissant des bénéficiaires du plan d'AGA 2021.

2.4 NOMBRE, CARACTERISTIQUES ET ORIGINE DES ACTIONS PROLOGUE REMISES EN ECHANGE DANS LE CADRE DE L'OFFRE

2.4.1 Nombre d'actions Prologue à remettre dans le cadre de l'Offre

Un nombre maximum de 54.070.962 actions Prologue à émettre pourra être remis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport des actions de la Société.

2.4.2 Provenance des actions Prologue remises en échange

Conformément à l'avis de réunion valant avis de convocation publié au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires le 17 mai 2021, l'assemblée générale ordinaire annuelle et extraordinaire des actionnaires de Prologue se réunira le 30 juin 2021 afin d'approuver notamment les résolutions suivantes⁵ :

- Approbation de la parité d'échange des actions de la société M2i contre des actions de la Société, dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par la Société (l' « OPE »), sous réserve de l'approbation de la 25^{ème} résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société d'un montant nominal global maximum de 16.221.288,60 euros par l'émission d'un nombre maximum de 54.070.962 actions nouvelles de 0,30 euro de valeur nominale chacune, en rémunération

⁵ L'assemblée générale du 30 juin 2021 étant aussi l'assemblée générale annuelle de Prologue, seules les résolutions relatives à l'opération de renforcement capitalistique du Groupe Prologue, en ce compris celles relatives à l'Offre, sont présentées ci-après.

d'apports en nature à la Société d'actions de la société M2i, selon la parité d'échange approuvée aux termes de la 24^{ème} résolution dans le cadre de l'OPE, et à l'effet de constater ladite augmentation de capital de la Société, sous réserve de l'approbation de la 24^{ème} résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

- Examen et approbation du projet de fusion par voie d'absorption de la société O2i par la Société (la « **Fusion** »), approbation de l'apport des éléments d'actif et de passif, de l'évaluation desdits apports et de leur rémunération, sous réserve (i) de la réalisation des conditions suspensives prévues dans le projet de traité de fusion et (ii) de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet de constater la réalisation des Conditions Suspensives et, en conséquence, de constater la réalisation définitive de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société en rémunération de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;
- Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'annuler certaines actions auto-détenues par la Société à la suite de la réalisation de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et à la Fusion par la présente assemblée.

Conformément à ces résolutions, les actions Prologue à remettre en échange des actions M2i apportées à l'Offre seront des actions nouvelles émises, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par décision du conseil d'administration de Prologue.

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-129-5 du Code de commerce, le conseil d'administration de Prologue établira un rapport complémentaire qui sera présenté à la première assemblée générale ordinaire des actionnaires qui suivra la date de règlement-livraison de l'Offre.

Le montant exact de l'augmentation de capital dépendra du nombre d'actions M2i apportées à l'Offre et sera arrêté postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

2.4.3 Législation en vertu de laquelle les actions Prologue seront créées

Les actions Prologue seront émises conformément au droit français.

2.4.4 Caractéristiques et droits attachés aux actions Prologue

Les actions Prologue remises en échange des actions M2i apportées à l'Offre seront des actions ordinaires, toutes de même catégorie et donnant les mêmes droits que les actions existantes. Les nouvelles actions Prologue remises en échange des actions M2i apportées à l'Offre seront donc immédiatement assimilées aux actions Prologue actuellement admises aux négociations sur Euronext Paris – compartiment C sous le code ISIN FR0010380626.

Chaque action Prologue donnera droit, dans la propriété de l'actif social et dans le partage des bénéfices, à une part proportionnelle au nombre total des actions Prologue émises. Chacune donnera notamment droit, au cours de la vie de la société comme en cas de liquidation, au règlement de la même somme nette pour toute répartition ou tout remboursement. En outre, elle donnera droit au vote et à la représentation dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions légales et statutaires.

2.4.5 Formes des actions Prologue à remettre en échange

Les actions Prologue pourront revêtir la forme nominative ou au porteur, au choix de l'actionnaire.

En application des dispositions de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier, les actions Prologue seront obligatoirement inscrites en compte-titres tenu, selon le cas, par Prologue ou un intermédiaire habilité. En conséquence, les droits des porteurs d'actions seront représentés par une inscription en compte à leur nom dans les livres :

- de CACEIS – Services aux émetteurs – 1-3, place Valhubert – 75013 Paris, mandaté par Prologue pour les actions Prologue conservées sous la forme nominative pure ;
- d'un intermédiaire financier habilité de leur choix et CACEIS – Services aux émetteurs – 1-3, place Valhubert – 75013 Paris, mandaté par Prologue, pour les actions Prologue conservées sous la forme nominative administrée ;
- d'un intermédiaire financier habilité de leur choix pour les actions Prologue conservées sous la forme au porteur.

Selon le calendrier indicatif, il est prévu que les actions Prologue soient inscrites en compte-titres à la date de règlement-livraison de l'Offre.

2.4.6 Négociabilité des actions Prologue à remettre dans le cadre de l'Offre

Aucune clause statutaire ne limite la libre négociabilité des actions Prologue qui seront remises dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux articles L. 211-15 et L. 211-17 du Code monétaire et financier, les actions Prologue se transmettent par virement de compte à compte et le transfert de propriété des actions Prologue résultera de leur inscription au compte-titres de l'acquéreur.

Les actions nouvelles émises par Prologue dans le cadre de l'Offre feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris. Leur admission est prévue à la date de règlement-livraison de l'Offre sous le code ISIN FR0010380626.

2.4.7 Conséquence de l'Offre sur la répartition du capital et des droits de vote de Prologue

Sont présentées ci-dessous trois simulations représentant le capital social de Prologue avant et après la réalisation de l'Offre (l'« **Opération** ») dans l'hypothèse où :

- l'ensemble des titres M2i visés seraient apportés à l'Offre ;
- la moitié des titres M2i visés et non détenus par O2i à la date du Projet de Note d'Information ainsi que les titres M2i faisant l'objet de l'Engagement d'Apport entre Prologue et O2i seraient apportés à l'Offre ;
- seuls les titres M2i faisant l'objet de l'Engagement d'Apport entre Prologue et O2i seraient apportés à l'Offre.

2.4.7.1 Hypothèse n° 1 : l'ensemble des titres M2i sont apportés à l'Offre

Dans l'hypothèse où 100% des actions M2i visées seraient apportées à l'Offre, la répartition du capital social de l'Initiateur serait la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions avant l'Opération	% du capital social avant l'Opération	Nombre d'actions après l'Opération	% du capital social après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	31,87%
Groupe familial Georges Seban	2.165.543	4,65%	2.165.543	2,15%
Actionnaires au nominatif	6.058.635	13,00%	10.861.818	10,79%
- Dirigeants et salariés	5.988.450	12,85%	10.042.478	9,98%
- Autres	70.185	0,15%	819.340	0,81%
Fiducie	622.672	1,34%	622.672	0,62%

Flottant	37.754.269	81,02%	54.939.228	54,57%
TOTAL	46.601.119	100%	100.672.081	100%

Actionnaires	Nombre de droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	Nombre de droits de vote exerçables en AG après l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	30,46%
Groupe familial Georges Seban	4.331.086	8,45%	4.331.086	4,11%
Actionnaires au nominatif	7.929.614	15,47%	12.732.797	12,09%
- Dirigeants et salariés	7.819.496	15,25%	11.873.524	11,27%
- Autres	110.118	0,21%	859.273	0,82%
Fiducie	1.245.344	2,43%	1.245.344	1,18%
Flottant	37.754.269	73,65%	54.939.228	52,16%
TOTAL	51.260.313	100%	105.331.275	100%

Dans cette hypothèse, le nombre maximum d'actions nouvelles Prologue à émettre par l'Initiateur s'élèverait à un total de 54.070.962 actions, ce qui représenterait 53,71% du capital social et 51,33% des droits de vote de Prologue à l'issue de la réalisation de cette augmentation de capital, sur la base du capital et des droits de vote de Prologue au 14 mai 2021.

Dans cette hypothèse, Prologue détiendrait 99,37% du capital social de M2i.

2.4.7.2 Hypothèse n°2 : si les actions M2i détenues par O2i et la moitié des actions M2i non détenues par Prologue O2i sont apportées dans le cadre de l'OPE

Actionnaires	Nombre d'actions avant l'Opération	% du capital social avant l'Opération	Nombre d'actions après l'Opération	% du capital social après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	35,78%
Groupe familial Georges Seban	2.165.543	4,65%	2.165.543	2,41%
Actionnaires au nominatif	6.058.635	13,00%	8.460.221	9,43%
- Dirigeants et salariés	5.988.450	12,85%	8.015.464	8,94%
- Autres	70.185	0,15%	444.757	0,50%
Fiducie	622.672	1,34%	622.672	0,69%

Flottant	37.754.269	81,02%	46.346.743	51,68%
TOTAL	46.601.119	100%	89.677.999	100%

Actionnaires	Nombre de droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	Nombre de droits de vote exerçables en AG après l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	34,01%
Groupe familial Georges Seban	4.331.086	8,45%	4.331.086	4,59%
Actionnaires au nominatif	7.929.614	15,47%	10.331.200	10,95%
- Dirigeants et salariés	7.819.496	15,25%	9.846.510	10,44%
- Autres	110.118	0,21%	484.690	0,51%
Fiducie	1.245.344	2,43%	1.245.344	1,32%
Flottant	37.754.269	73,65%	46.346.743	49,13%
TOTAL	51.260.313	100%	94.337.193	100%

Dans cette hypothèse, le nombre maximum d'actions nouvelles Prologue à émettre par l'Initiateur s'élèverait à un total de 43.076.880 actions, ce qui représenterait 48.04% du capital social et 45,66% des droits de vote de Prologue à l'issue de la réalisation de cette augmentation de capital, sur la base du capital et des droits de vote de Prologue au 14 mai 2021.

Dans cette hypothèse, Prologue détiendrait 79.17% du capital social et 76.28% des droits de vote de M2i.

2.4.7.3 Hypothèse n°3 : seuls les titres M2i détenus par O2i sont apportés à l'Offre

Dans l'hypothèse où seuls les titres M2i détenus par O2i seraient apportés à l'Offre (soit 2.916.620 actions M2i, correspondant à 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote), la répartition du capital social de l'Initiateur serait la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions avant l'Opération	% du capital social avant l'Opération	Nombre d'actions après l'Opération	% du capital social après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	40,77%
Groupe familial Georges Seban	2.165.543	4,65%	2.165.543	2,75%
Actionnaires au nominatif	6.058.635	13,00%	6.058.635	7,70%
- Dirigeants et salariés	5.988.450	12,85%	5.988.450	7,61%

- Autres	70.185	0,15%	70.185	0,09%
Fiducie	622.672	1,34%	622.672	0,79%
Flottant	37.754.269	81,02%	37.754.269	47,98%
TOTAL	46.601.119	100%	78.683.939	100%

Actionnaires	Nombre de droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG avant l'Opération	Nombre de droits de vote exerçables en AG après l'Opération	% des droits de vote exerçables en AG après l'Opération
O2i	-	-	32.082.820	38,49%
Groupe familial Georges Seban	4.331.086	8,45%	4.331.086	5,20%
Actionnaires au nominatif	7.929.614	15,47%	7.929.614	9,51%
- Dirigeants et salariés	7.819.496	15,25%	7.819.496	9,38%
- Autres	110.118	0,21%	110.118	0,13%
Fiducie	1.245.344	2,43%	1.245.344	1,49%
Flottant	37.754.269	73,65%	37.754.269	45,30%
TOTAL	51.260.313	100%	83.343.133	100%

Dans cette hypothèse, le nombre maximum d'actions nouvelles Prologue à émettre par l'Initiateur s'élèverait à un total de 32.082.820 actions, ce qui représenterait 40,77% du capital social et 38,49% des droits de vote de Prologue à l'issue de la réalisation de cette augmentation de capital, sur la base du capital et des droits de vote de Prologue au 14 mai 2021.

Dans cette hypothèse, Prologue ne détiendrait que 58,96% du capital social et 54,49% des droits de vote de M2i, par construction.

2.5 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou toute 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 toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent présenter leurs actions à l'Offre dans les conditions exposées dans le présent Projet de Note d'Information, devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard à la date de clôture de l'Offre.

Les actionnaires de la Société inscrits en compte sous la forme nominative pure dans les registres de la Société devront demander la conversion de leur inscription sous la forme nominative administrée pour apporter leurs actions à l'Offre, à moins qu'ils n'aient demandé au préalable la conversion sous la forme « au porteur ».

Conformément à l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusque, et y compris, à la date de clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils seront irrévocables.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext, transférer à Euronext les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des Actions à l'Offre, sauf en vertu d'un accord écrit conclu avec l'Initiateur ou ses affiliés. En particulier, aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les Actions seront apportées à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre. La date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

2.6 PUBLICATION DES RESULTATS DE L'OFFRE – REGLEMENT LIVRAISON

L'AMF fera connaître les résultats de l'Offre par un avis qui sera publié au plus tard 9 jours de bourse après la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF. Euronext Paris indiquera dans un avis les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

Les actions M2i apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur à la date de règlement-livraison mentionnée dans l'avis d'Euronext Paris, après (i) la réalisation de la centralisation par Euronext Paris des ordres d'apport d'actions, (ii) la réalisation des formalités relatives à l'émission des actions Prologue devant être remises dans le cadre de l'Offre, et notamment l'enregistrement desdites actions dans les registres comptables d'Euroclear France, (iii) la diffusion de l'avis d'admission aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris des actions Prologue nouvellement émises et (iv) la livraison par l'Initiateur à Euronext Paris des actions Prologue remises en rémunération de l'Offre.

Aucun intérêt ne sera dû au titre de la période courant de la présentation des actions M2i à l'Offre à la date de règlement-livraison de l'Offre.

2.7 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

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

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

18 mai 2021	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF par l'Initiateur et mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information de Prologue
	Dépôt de la demande d'O2i à l'AMF d'autorisation du franchissement temporaire du seuil de 30% du capital social de Prologue

9 juin 2021	Dépôt à l'AMF du projet de note en réponse de M2i comprenant le rapport de l'expert indépendant, l'avis du comité social et économique et l'avis motivé du conseil d'administration de M2i et mise à disposition du public dudit projet de note en réponse
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de M2i
22 juin 2021	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de Prologue et visa de la note en réponse de M2i
	Obtention de la dérogation d'OPA obligatoire
23 juin 2021	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) (i) de la note d'information de Prologue et de la note en réponse de M2i visées par l'AMF et (ii) des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de Prologue et de M2i
24 juin 2021	Ouverture de l'Offre
30 juin 2021	Assemblées générales des actionnaires d'O2i et de Prologue approuvant les résolutions nécessaires à la mise en place du projet global de réorganisation capitalistique du Groupe Prologue (notamment l'offre publique d'échange de Prologue sur M2i s'agissant de l'assemblée générale des actionnaires de Prologue)
15 juillet 2021	Clôture de l'Offre
29 juillet 2021	Publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre
30 juillet 2021	Conseil d'administration de Prologue approuvant l'émission des actions Prologue en rémunération des actions M2i apportées à l'Offre
6 août 2021	Règlement-livraison des actions échangées dans le cadre de l'Offre

Conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture et de clôture ainsi que les résultats de l'Offre devront être publiés par l'AMF.

2.8 EXTENSION DE LA DUREE DE L'OFFRE

Pendant la durée de l'Offre, l'AMF peut en reporter la date de clôture et est seule compétente à cet égard, conformément aux dispositions de l'article 231-34 de son règlement général.

2.9 FRAIS ET FINANCEMENT DE L'OFFRE

2.9.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant, en particulier, les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques et comptables et de tous autres experts et autres consultants, ainsi que les frais de publicité et de communication) est estimé à environ 400 K€ (hors taxes et fiscalité).

2.9.2 Modalités de financement de l'Offre

L'Offre ne nécessite pas de financement dans la mesure où elle consiste en l'échange des actions M2i apportées à l'Offre contre des actions nouvelles Prologue.

2.10 FRAIS DES ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions M2i à l'Offre.

2.11 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire à l'étranger et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Les titulaires d'actions M2i situés en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions Prologue peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. 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. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays.

Les personnes venant à entrer en possession du présent Projet de Note d'Information et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter.

Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains États. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite.

2.12 REGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DES ACTIONS PROLOGUE REÇUES EN ECHANGE DANS LE CADRE DE L'OFFRE

2.12.1 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des porteurs d'actions M2i est attirée sur le fait que le présent exposé est un résumé du régime fiscal applicable fondé sur les dispositions françaises actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Cette description ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un porteur d'actions M2i, il est recommandé aux porteurs d'actions M2i de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Sauf précision spécifique, les informations ci-dessous ne portent pas sur le régime fiscal et social applicable aux bénéficiaires du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 ou du Plan d'AGA 2021, ni aux titulaires éventuels d'actions M2i issues de plans d'attribution gratuite d'actions. Ces derniers sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, sous réserve, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet Etat.

- i) Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

a. Régime de droit commun

Conformément à l'article 150-0 B du Code général des impôts (le « **CGI** »), la plus-value ou la moins-value d'échange des actions M2i contre des actions Prologue réalisée dans le cadre de l'Offre relève d'un régime de sursis d'imposition et n'est pas prise en compte pour l'établissement de l'impôt sur le revenu (et des prélèvements sociaux) au titre de l'année de l'échange, l'échange de titres résultant d'une offre publique réalisée conformément à la réglementation en vigueur présentant un caractère intercalaire.

Il en résulte notamment que :

- l'opération d'échange n'a pas à être déclarée par le contribuable dans sa déclaration d'impôt sur le revenu ; et
- la moins-value d'échange éventuellement réalisée ne peut être constatée au titre de l'année de l'échange et ne peut par la suite être imputée sur les plus-values éventuellement réalisées au cours de l'année de l'échange ou des dix (10) années suivantes.

Le sursis d'imposition expire lors, notamment, de la cession, du rachat, du remboursement ou de l'annulation des actions Prologue reçues en échange. Le gain net réalisé lors de l'évènement mettant fin au sursis sera calculé à partir du prix de revient fiscal des actions M2i remises à l'échange et selon des modalités d'imposition applicables au jour dudit évènement. Pour les besoins de la détermination des abattements éventuellement applicables en cas d'option globale pour l'imposition au barème progressif, la durée de détention sera calculée en prenant pour point de départ la date d'acquisition des actions M2i échangées.

b. Actions détenues dans le cadre d'un Plan d'Epargne en Actions (« **PEA** »)

Le régime fiscal du PEA est offert uniquement aux personnes physiques ayant leur résidence fiscale en France au sens de l'article 4 B du CGI.

Le régime fiscal des plus-values de cession et produits générés sur les actions Prologue détenues dans le cadre du PEA est résumé à la section 2.12.2(b)(1).

Les actionnaires de M2i détenant leurs actions M2i dans le cadre d'un PEA peuvent apporter leurs actions à l'Offre. Les actions Prologue reçues lors de l'échange sont éligibles au PEA. Les actionnaires de M2i détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

ii) Personnes morales résidentes fiscales en France assujetties à l'impôt sur les sociétés

L'article 38, 7 du CGI prévoit un sursis d'imposition applicable aux profits et pertes constatés à l'occasion d'opérations d'offre publique d'échange d'actions sous réserve que le montant de la soulte éventuellement reçue n'excède pas 10% de la valeur nominale des actions reçues lors de l'échange ou le montant de la plus-value réalisée. Ainsi, conformément aux dispositions de l'article 38, 7 du CGI, le profit ou la perte résultant de l'échange des actions M2i contre des actions Prologue réalisé dans le cadre de l'Offre est compris dans le résultat de l'exercice au cours duquel les actions Prologue reçues en échange sont cédées. En cas d'échange avec soulte, la plus-value réalisée est toutefois comprise dans le bénéfice de l'exercice au cours duquel intervient l'échange à concurrence du montant de la soulte.

Le profit ou la perte résultant de la cession ultérieure des actions Prologue reçues en échange sera déterminé par rapport à la valeur que les actions M2i avaient du point de vue fiscal dans les comptes de la personne morale concernée. Pour l'application, le cas échéant, du régime des plus-values à long-terme, le délai de détention des actions Prologue s'appréciera à compter de la date d'acquisition des actions M2i remises à l'échange.

Les dispositions de l'article 38, 7 du CGI revêtent un caractère impératif.

Aux termes des dispositions de l'article 54 septies du CGI, des obligations déclaratives spécifiques sont mises à la charge des personnes morales bénéficiant du sursis d'imposition de l'article 38, 7 du CGI.

iii) Personnes non-résidentes fiscales en France

Sous réserve de l'application des stipulations d'une convention fiscale internationale conclue entre la France et le pays de résidence de l'actionnaire concerné, les plus-values réalisées lors de la cession des actions M2i dans le cadre de l'Offre par des actionnaires non-résidents fiscaux français au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont exonérées d'impôt en France (article 244 bis C du CGI) à l'exception des plus-values de cessions de participations substantielles au sens de l'article 244 bis B du CGI et des plus-values réalisées par les personnes physiques ou morales domiciliées, résidant, établies ou constituées dans un Etat ou territoire non-coopératif (« ETNC ») au sens de l'article 238-0 A du CGI, autres que ceux mentionnés au 2° du 2 bis de l'article 238-0 A du CGI. La liste des ETNC est publiée par décret ministériel et mise à jour annuellement. A cet égard, il est rappelé que la loi n°2018-898 du 23 octobre 2018 relative à la lutte contre la fraude, entrée en vigueur le 1^{er} décembre 2018, a élargi la liste des ETNC tels que définis à l'article 238-0 A du CGI aux Etats et juridictions figurant sur la liste noire publiée par le Conseil de l'Union européenne et mise à jour régulièrement.

Les actionnaires de M2i non-résidents fiscaux de France sont également invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel, notamment afin de déterminer le régime fiscal applicable dans leur Etat de résidence fiscale.

iv) Autres porteurs d'Actions

Les titulaires d'actions M2i soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.12.2 Régime fiscal des actions Prologue reçues en échange dans le cadre de l'Offre

La présente section constitue une synthèse du régime fiscal applicable aux dividendes versés par Prologue à ses actionnaires, personnes physiques ou personnes morales, ayant ou non leur résidence fiscale ou leur siège social en France, en l'état actuel de la législation fiscale française et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales tendant à éviter les doubles impositions. Elle s'applique aux actionnaires qui détiennent des actions de Prologue autrement que par l'intermédiaire d'une base fixe en France ou d'un établissement stable en France.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif) ou par un changement de leur interprétation par l'administration fiscale française.

De manière générale, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de Prologue.

Ceux-ci doivent, par conséquent, s'assurer auprès de leur conseiller fiscal habituel de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, notamment à raison de l'acquisition, la détention ou la cession des actions de Prologue. Les non-résidents fiscaux français doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, en prenant en compte, le cas échéant, les dispositions de la convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

Il est précisé, en tant que de besoin, que l'entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2019 du prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu ne modifie pas les règles d'imposition exposées ci-dessous. En effet, les revenus de capitaux mobiliers sont hors du champ d'application de ladite réforme (BOI-IR-PAS-10-15/05/2018 n°30).

En tout état de cause, les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux personnes qui deviendront actionnaires de Prologue.

Toutefois, les personnes physiques résidentes fiscales françaises qui se livrent à des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée à titre professionnel doivent se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer les conséquences et modalités d'application du prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu sur les revenus tirés de ces opérations.

i) Actionnaires dont la résidence fiscale ou le siège social est situé en France

La présente sous-section décrit le régime fiscal susceptible de s'appliquer aux dividendes versés par Prologue aux actionnaires, personnes physiques ou personnes morales, ayant leur résidence fiscale ou leur siège social en France.

Ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de la fiscalité susceptible de s'appliquer aux actionnaires ayant leur résidence fiscale ou leur siège social en France. Ceux-ci doivent s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

- a. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé en dehors d'un PEA et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Les paragraphes suivants décrivent le régime fiscal susceptible de s'appliquer aux dividendes versés par Prologue aux personnes physiques, ayant leur résidence fiscale en France, détenant les actions de Prologue dans le cadre de leur patrimoine privé en dehors du cadre d'un PEA et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations.

1) Retenue à la source

Les dividendes versés par Prologue aux personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France ne sont, en principe, pas soumis à retenue à la source.

Toutefois, en application des articles 119 bis 2 et 187 du CGI, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales conclues par la France, si les dividendes sont payés hors de France dans un ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI (la liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel et est mise à jour annuellement), autres que ceux mentionnés au 2° du 2 bis de l'article 238-0 A du CGI, les dividendes versés par Prologue font l'objet d'une retenue à la source de 75% du montant brut des revenus distribués, sauf si le débiteur apporte la preuve que les distributions de ces produits n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, leur localisation dans un tel État ou territoire.

2) Prélèvement forfaitaire non libératoire et impôt sur le revenu

En application de l'article 117 quater du CGI, les dividendes versés aux personnes physiques fiscalement domiciliées en France sont soumis à un prélèvement forfaitaire non libératoire de l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 12,8% assis sur le montant brut des revenus distribués, sous réserve de certaines exceptions tenant, notamment, aux contribuables dont le revenu fiscal de référence de l'avant-dernière année n'excède pas certains seuils.

Toutefois, les personnes physiques appartenant à un foyer fiscal dont le revenu fiscal de référence de l'avant dernière année, tel que défini au 1° du IV de l'article 1417 du CGI, est inférieur à 50 000 € pour les contribuables célibataires, divorcés ou veufs et à 75 000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune peuvent demander à être dispensés de ce prélèvement, dans les conditions prévues à l'article 242 quater du CGI, c'est-à-dire en produisant, au plus tard le 30 novembre de l'année précédant celle du paiement des revenus distribués, auprès des personnes qui en assurent le paiement, une attestation sur l'honneur indiquant que leur revenu fiscal de référence figurant sur l'avis d'imposition établi au titre des revenus de l'avant-dernière année précédant le paiement desdits revenus est inférieur aux seuils susmentionnés. Toutefois, les contribuables qui acquièrent des actions après la date limite de dépôt de la demande de dispense susmentionnée peuvent, sous certaines conditions, déposer cette demande de dispense auprès de leur établissement payeur lors de l'acquisition de ces actions, en application du paragraphe 320 de la doctrine administrative BOI-RPPM-RCM-30-20-10-20/12/2019.

Ce prélèvement forfaitaire non libératoire est effectué par l'établissement payeur des dividendes s'il est établi en France. Si l'établissement payeur est établi hors de France, les dividendes versés par Prologue sont déclarés et le prélèvement correspondant payé, dans les 15 premiers jours du mois qui suit celui du paiement des dividendes, soit par le contribuable lui-même auprès du service des impôts de son domicile, soit par l'établissement payeur, lorsqu'il est établi dans un Etat membre de l'Union européenne, en Islande, en Norvège ou au Liechtenstein et qu'il a été mandaté à cet effet par le contribuable.

Ce prélèvement forfaitaire non libératoire constitue un acompte d'impôt sur le revenu et s'impute sur l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année au cours de laquelle il est opéré, l'excédent étant restitué.

Il est rappelé que les dividendes régulièrement versés aux personnes physiques fiscalement domiciliées en France sont imposés (i) à l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 12,8% (dit prélèvement forfaitaire unique ou « flat tax ») ou (ii), sur option expresse et irrévocable devant être exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration, au barème progressif de l'impôt sur le revenu après un abattement de 40%. L'option pour le barème progressif de l'impôt sur le revenu est globale et porte sur l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ du prélèvement forfaitaire unique.

3) Prélèvements sociaux

Le montant brut des dividendes distribués par Prologue est également soumis aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée au taux de 9,2% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale, au taux de 0,5% ; et
- le prélèvement de solidarité prévu à l'article L. 136-6 du Code de la sécurité sociale, au taux de 7,5%.

Ces prélèvements sociaux sont effectués de la même manière que le prélèvement forfaitaire non libératoire de 12,8% précité.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable lorsque les dividendes sont soumis au prélèvement forfaitaire unique de 12,8%. En cas d'option pour le barème progressif de l'impôt sur le revenu, la contribution sociale généralisée est déductible à hauteur de 6,8% du revenu imposable de l'année de son paiement (le surplus, soit 2,4%, n'est pas déductible).

4) Contribution sur les hauts revenus

En vertu de l'article 223 sexies du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (« **CEHR** »), au taux de :

- 3%, pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 000 € et 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, divorcés ou séparés et entre 500 000 € et 1 000 000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune ;
- 4%, pour la fraction du revenu fiscal de référence qui excède 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, divorcés ou séparés et 1 000 000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune.

L'assiette de la CEHR est constituée du montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1 du IV de l'article 1417 du CGI. Le revenu fiscal de référence visé à l'article 1417 du CGI comprend notamment les dividendes perçus par les contribuables concernés.

- b. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé dans le cadre d'un PEA et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

1) Plan d'épargne en actions

Les actions ordinaires de Prologue constituent des actifs éligibles au PEA pour les actionnaires personnes physiques dont la résidence fiscale est située en France.

Le plafond des versements dans un PEA est de 150 000 euros (étant rappelé que pour un couple marié ou pacsé, chaque personne composant le couple peut souscrire un PEA).

Sous certaines conditions tenant, notamment, à l'absence de retrait ou de rachat portant sur les titres inscrits en PEA avant la cinquième année de son fonctionnement, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des dividendes, et des plus-values nettes de cession, générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces plus-values soient maintenues dans le PEA, et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison des dividendes et des plus-values nettes de cession depuis l'ouverture du plan. Cependant, ces dividendes et ces plus-values restent soumis aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2%⁶ (cf. supra).

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquent toutefois à certains cas de clôture du PEA). Les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal sur cette question.

A défaut de respecter les conditions de l'exonération, il résulte des dispositions de l'article 200 A du CGI que le gain net résultant d'un retrait ou d'un rachat effectué sur un PEA avant l'expiration de la cinquième année de fonctionnement du PEA est soumis, hors prélèvements sociaux au taux global de 17,2%, au prélèvement forfaitaire unique au taux d'imposition de 12,8%, sauf option globale pour le barème progressif de l'impôt sur le revenu (cf. supra.).

2) Plan d'épargne en actions dit « PME-ETI »

La loi de finances pour 2014 a créé une nouvelle catégorie de PEA dit « PME-ETI », qui bénéficie des mêmes avantages fiscaux que le PEA. Les titres éligibles doivent notamment avoir été émis par une entreprise qui, d'une part, occupe moins de 5 000 personnes et qui, d'autre part, a un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1,5 milliard d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 milliards d'euros. Un décret d'application (n°2014-283) précisant ces conditions a été publié le 5 mars 2014. Lorsque les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, ces derniers doivent également être émis par une entreprise dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros ou l'a été à la clôture d'un au moins des quatre exercices comptables précédant l'exercice pris en compte pour apprécier l'éligibilité des titres de la société émettrice. Les seuils financiers et d'effectifs des sociétés dont les titres sont cotés sont appréciés sur la base des comptes consolidés de la société émettrice des titres concernés et, le cas échéant, de ceux de ses filiales.

Le plafond des versements est fixé à 225.000 euros.

Chaque contribuable (ou conjoint ou partenaire de Pacs) peut détenir à la fois un PEA « classique » et un PEA « PME-ETI » (mais ne peut en revanche être titulaire que d'un plan de chaque type), la somme des versements effectués ne pouvant toutefois excéder 225.000 €.

Les actions de Prologue sont éligibles au PEA dit « PME-ETI ».

c. Personnes morales dont le siège social est situé en France

Les revenus distribués au titre des actions détenues par les personnes morales dont la résidence est située en France ne seront, en principe, soumis à aucune retenue à la source.

Toutefois, si les dividendes versés par Prologue sont payés hors de France dans un ETNC, les dividendes distribués par Prologue font l'objet d'une retenue à la source au taux de 75% en application des articles 119 bis 2 et 187 du CGI, sauf si le débiteur apporte la preuve que les distributions de ces produits n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, leur localisation dans un tel Etat ou territoire.

Les dividendes perçus par ces personnes sont en principe imposables dans les conditions de droit commun, c'est-à-dire au taux normal de l'impôt sur les sociétés égal, pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2021, à 26,5% (27,5% pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est au moins égal à 250 millions d'euros), majoré, le

⁶ Sauf application éventuelle de la règle du taux historique, les investisseurs sont invités à voir leur conseil fiscal sur ce point.

cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés excédant 763 000 € par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Nous attirons votre attention sur le fait que la loi de finances pour 2018 a prévu une diminution progressive du taux de l'impôt sur les sociétés, pour atteindre 25% en 2022.

Sous certaines conditions, les PME sont susceptibles de bénéficier, dans les conditions prévues aux articles 219-I-b et 235 ter ZC du CGI, d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% (sur la fraction de leur bénéfice n'excédant pas 38.120 €) et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Conformément aux dispositions des articles 145 et 216 du CGI, les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés détenant une participation représentant au moins 5% du capital de Prologue, en pleine ou en nue-propriété, peuvent bénéficier, sous certaines conditions et sur option, du régime des sociétés mères en vertu duquel les dividendes perçus par la société mère ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-part forfaitaire représentative des frais et charges supportés par cette société et égale à 5% du montant desdits dividendes. Pour pouvoir bénéficier de cette exonération, les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères doivent, en particulier, être ou avoir été conservés pendant un délai de deux ans à compter de leur inscription en compte.

ii) Actionnaires dont la résidence fiscale ou le siège social est situé hors de France

Les informations contenues dans la présente section constituent une synthèse du régime fiscal susceptible de s'appliquer, en l'état actuel de la législation française et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales tendant à éviter les doubles impositions, aux investisseurs qui n'ont pas leur résidence fiscale ou leur siège social en France et qui recevront des dividendes à raison des actions de Prologue qu'ils détiendront autrement que par l'intermédiaire d'une base fixe ou d'un établissement stable en France.

Ceux-ci doivent néanmoins s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier. Les non-résidents fiscaux français doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence.

a. Personnes physiques dont la résidence fiscale est située hors de France

Les dividendes distribués par Prologue font, en principe, l'objet d'une retenue à la source, prélevée par l'établissement payeur des dividendes, lorsque le domicile fiscal du bénéficiaire personne physique effectif est situé hors de France en application des articles 119 bis 2 et 187 du CGI. Sous réserve de ce qui est indiqué ci-après, le taux de cette retenue à la source est fixé à 12,8%. Elle est liquidée sur le montant brut des revenus mis en paiement.

Toutefois, les dividendes distribués par Prologue font l'objet d'une retenue à la source au taux de 75%, s'ils sont payés ou réputés payés hors de France dans un ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI, autre que ceux mentionnés au 2° du 2 bis l'article 238-0 A du CGI, sauf si le débiteur apporte la preuve que les distributions de ces produits n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, leur localisation dans un tel État ou territoire. La liste des ETNC est publiée par arrêté interministériel.

Cette retenue à la source peut être réduite, voire supprimée, en application des conventions fiscales internationales tendant à éviter les doubles impositions conclues par la France et l'État de résidence du bénéficiaire. Les actionnaires sont invités à se renseigner sur les modalités pratiques d'application des conventions fiscales internationales, telles que notamment prévues par la doctrine administrative (BOI-INT-DG- 20-20-20-20-12/09/2012) relative aux procédures dites « normale » ou « simplifiée » de réduction ou d'exonération de la retenue à la source.

b. Actionnaires personnes morales dont le siège social est situé hors de France

Les dividendes distribués par Prologue font, en principe, l'objet d'une retenue à la source dont le taux est désormais aligné sur le taux normal de l'impôt sur les sociétés, soit 26,5% à compter du 1^{er} janvier 2021 et 25% à compter

du 1^{er} janvier 2022. Cette retenue à la source est prélevée par l'établissement payeur des dividendes, lorsque le siège social du bénéficiaire est situé hors de France en application des articles 119 bis 2 et 187 du CGI.

Toutefois :

- à condition de remplir les critères prévus par la doctrine administrative (notamment, BOI-IS-CHAMP-10-50-10-40-25/03/2013, n°580 et s.), les organismes à but non lucratif, dont le siège est situé (i) dans un État membre de l'Union européenne ou (ii) dans un État partie à l'accord sur l'Espace Economique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales (Islande, Norvège et Liechtenstein), peuvent bénéficier d'un taux de retenue à la source réduit à 15% (article 187 du CGI) ;
- sous réserve de remplir les conditions visées à l'article 119 ter du CGI telles qu'elles sont commentées par la doctrine administrative (BOI-RPPM-RCM-30-30-20-10-03/07/2019), les personnes morales qui détiennent, en pleine propriété ou en nue-propriété pendant au moins deux ans, 10% au moins du capital de Prologue peuvent bénéficier d'une exonération de retenue à la source à raison des dividendes versés par Prologue si (i) leur siège de direction effective est situé dans un État membre de l'Union européenne, ou dans un État partie à l'accord sur l'Espace Economique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales (Islande, Norvège et Liechtenstein), si (ii) elles revêtent l'une des formes prévues à l'annexe à la directive 2011/96/UE du 30 novembre 2011 ou une forme équivalente et si (iii) elles sont passibles d'un impôt sur les sociétés visé à l'annexe I de la directive précitée dans l'Etat de leur siège de direction effective ;
- sous réserve de remplir les conditions visées à l'article 119 ter 1-c du CGI telles qu'elles sont commentées par la doctrine administrative (BOI-RPPM-RCM-30-30-20-40-07/06/2016), les personnes morales qui détiennent, en pleine propriété ou en nue-propriété pendant au moins deux ans, au moins 5% du capital de Prologue peuvent bénéficier d'une exonération de retenue à la source à raison des dividendes versés par Prologue si (i) elles sont privées de toute possibilité d'imputation de la retenue à la source dans leur Etat de résidence et (ii) si leur siège de direction effective est situé dans un État membre de l'Union européenne, en Islande, en Norvège ou au Liechtenstein.

Les actionnaires concernés sont invités à se renseigner sur les modalités d'application de ces exonérations.

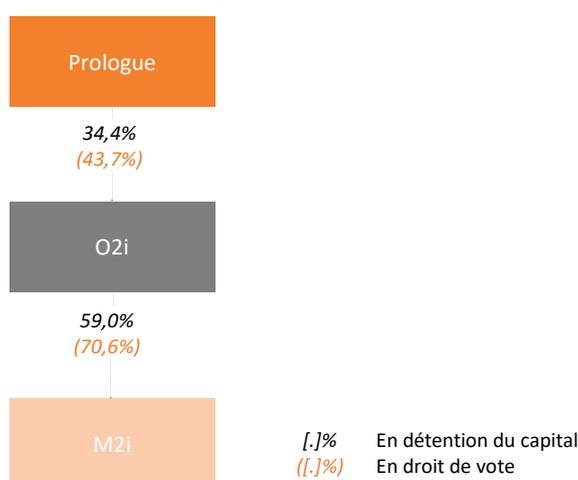
Toutefois, les dividendes distribués par Prologue font l'objet d'une retenue à la source au taux de 75% (sous réserve, le cas échéant, des dispositions plus favorables des conventions internationales) s'ils sont payés ou réputés payés hors de France dans un ETNC au sens des dispositions prévues à l'article 238-0 A du CGI, autre que ceux mentionnés au 2° du 2 bis l'article 238-0 A du CGI, sauf si le débiteur apporte la preuve que les distributions de ces produits n'ont ni pour objet ni pour effet de permettre, dans un but de fraude fiscale, leur localisation dans un tel Etat ou territoire. La liste des ETNC est publiée par arrêté interministériel et mise à jour annuellement.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITE DE L'OFFRE

3.1 PREAMBULE

Ce rapport d'évaluation est produit dans le cadre du projet de renforcement capitalistique entre Prologue, O2I et M2I annoncé le 11 septembre 2019, reporté le 30 avril 2020 en raison de la crise sanitaire et réenclenché le 23 avril 2021. L'opération, 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 M2I d'apporter leurs actions à une Offre Publique d'Echange initiée par Prologue sur la base d'une parité indicative de 11 actions Prologue pour 1 action M2I. En second lieu, immédiatement après la réalisation de cette première opération, à laquelle 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.

Organigramme du groupe Prologue



Détenteur de 34,4% du capital et 43,7% des droits de vote, Prologue contrôle O2i qui lui-même contrôle M2i avec 59% du capital et 70,6% des droits de vote. Au vue de l'imbrication des 3 sociétés, il est nécessaire pour évaluer les parités proposées de valoriser les 3 sociétés par itération, en commençant par évaluer dans un premier temps M2I, puis dans un second temps O2I en valorisant distinctement ses actifs propres et la participation dans M2I sur la base de la valorisation obtenue précédemment et enfin Prologue en valorisant ses actifs propres et sa participation dans O2I.

3.2 DETERMINATION DE LA VALORISATION DE M2I

3.2.1 Données financières de base pour M2I

3.2.1.1 Agrégats de référence de M2I

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de M2I pour les exercices 2016, 2017, 2018, 2019 et 2020, le prospectus AMF en vue du transfert des actions du groupe de cotation E1 (Placement Privé) au groupe de cotation E2 (Offre au public), les rapports semestriels 2019 et 2020 et les communiqués financiers publiés par la société depuis 2017, notamment ceux traitant des performances trimestrielles.

Le management de M2I a également communiqué un plan d'affaires pour la période 2021-24. Les estimations au-delà de 2024 ont été construites sur la base des performances passées et des discussions avec la direction de la société, sans que ce dernier ne valide ou n'infirmes les hypothèses.

3.2.1.2 Historique de la société M2I

Créé en 1985, M2i (ex M2I Formation) est un acteur historique de la formation professionnelle informatique. En 2006, M2I est acquis par O2I et devient une filiale opérationnelle autonome du groupe. Bénéficiant des moyens financiers d'O2I suite à l'introduction en bourse de cette dernière en 2005, M2I va devenir un acteur important de la consolidation du secteur de la formation IT, avec 19 acquisitions dans le domaine entre 2006 et 2014 dont Scribtel, Avolys et Bull Formation.

Depuis, le groupe mène une stratégie de croissance externe ciblée, qui s'est notamment traduite par l'acquisition de Formatic (0,6 million d'euros de CA) en novembre 2017, une prise de participation de 34% dans la société de formation en langues par téléphone ou visioconférence Ecsplcité (CA 2017 de 2,3 millions d'euros) en octobre 2018 et une prise de participation de 34% dans DevUP (CA de 2018 de 0,3 million d'euros) spécialisé dans le conseil et la formation en cyber sécurité en janvier 2019. Enfin, M2i a débuté fin 2018 son internationalisation avec la constitution d'une filiale en Espagne, M2i Certified Education Systems, avec le soutien de Grupo Eidos, filiale du groupe Prologue. M2i détient 34% de cette filiale, avec une option d'achat de monter à 100% du capital pendant les 5 prochaines années.

Le groupe est introduit sur le marché Euronext Access (ex-Marché Libre) en juin 2009, ce qui lui permet de lever 600 milliers d'euros dans le cadre de l'opération. En 2017, M2i réalise une augmentation de capital auprès d'investisseurs institutionnels de 6,8 millions d'euros, valorisant la société 19 millions d'euros (39,2 euros par action, soit 3,92 euros par action après division par 10 du nominal de l'action en juillet 2017), et procède au transfert de cotation d'Euronext Access vers Euronext Growth le 18 septembre 2017.

3.2.1.3 Présentation des activités de M2I

M2i est un acteur de référence en France de la formation IT, Digital et Management, N°2 (part de marché de 2,1%) d'un marché très fragmenté derrière le N°1 Orsys (pdm de 3,4%). Si elle compte un portefeuille de 4 200 clients actifs, la société adresse essentiellement les grands comptes, la moitié des 250 plus grandes entreprises cotées en Bourse faisant partie de ses clients.

Le groupe M2i propose une offre de plus de 2 400 parcours assurés par un réseau de 1 400 experts qui forment plus de 100 000 personnes chaque année. Point majeur dans une industrie de la formation professionnelle où le cadre s'est renforcé depuis 2014, M2i dispose de nombreux agréments (Kryterion, Pearsion Vue, Certiport, Tosa, ECDL, ...) et des certifications OPQF et Qualiopi, certifiant le professionnalisme des formations. Le catalogue de formations est régulièrement mis à jour et enrichi par les nouvelles demandes de formation des entreprises et des salariés tels que des formations diplômantes, donnant lieu à une certification (Amazon, Microsoft, Redhat, Dell, ...). Ces formations sont dispensées sous différents formats :

- Le présentiel constitue à l'origine le cœur d'activité de l'entreprise mais le contexte sanitaire a conduit M2i à développer sensiblement son offre distanciel qui a représenté 64% du CA au T4 2020 (50% du CA 2020 contre moins de 2% en 2019). Il s'agit de formation où les personnes suivant la formation sont réunies physiquement dans le même endroit que le formateur. Les formations peuvent être assurées au sein des 35 centres de formation de M2i ou sur site chez le client. Les formations mixées des personnes issues de différentes entreprises (formation en inter-entreprise) ou être réservées aux collaborateurs d'une même société (cours intra-entreprises).
- Les classes virtuelles : formation à distance qui réunit en temps réel, par internet, des participants et un formateur
- Le blended-learning, qui consiste en un mix entre formations présentielles des stagiaires et e-learning.
- E-learning : plateforme de cours en ligne sous forme de vidéos avec des cas pratiques et des évaluations.

3.2.1.4 Evolution des résultats de M2I depuis 2015

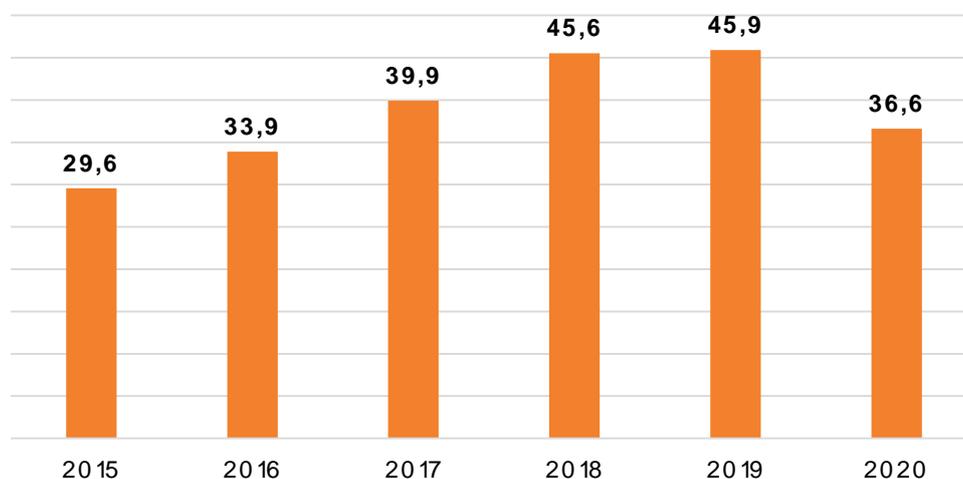
Suite à la prise de contrôle en juin 2015 du groupe O2i par Prologue qui présentait ses états financiers selon les normes IFRS, le groupe O2i, et par conséquent le groupe M2i, ont opté pour la présentation de ses comptes selon les normes IFRS à compter de l'exercice 2015 au 1^{er} janvier. Jusqu'alors, le groupe M2i n'était pas tenu de tenir des comptes consolidés. Dans un souci de comparabilité des performances entre les 3 structures, l'analyse des performances passées de M2i, O2i et Prologue est réalisée à partir de 2015.

Entre 2015 et 2018, le chiffre d'affaires de M2i a progressé de +15% par an en moyenne, passant de 29,6 millions d'euros en 2015 à 45,6 millions d'euros en 2018. Cette progression, quasi-exclusivement organique, est le fruit (i) d'un positionnement opportun (marché de la formation IT plus porteur que le marché général de la formation professionnelle), (ii) d'un maillage géographique large lui permettant de couvrir l'ensemble du territoire français à travers ses 35 centres de formations et (iii) d'une réforme de la formation professionnelle en France qui a durci

le contexte réglementaire (notamment le fait que les formations doivent être certifiantes ou diplômantes pour être éligibles au financement par les organismes collecteurs des obligations de formation des entreprises) et qui a favorisé les principaux acteurs du marché.

Cette solide dynamique de croissance observée entre 2015 et 2018 a connu un coup d'arrêt à partir du T4 2019, le groupe étant confronté à 2 facteurs exogènes (grèves contre la réforme des retraites en décembre 2019, puis crise sanitaire depuis mars 2020). Alors que la croissance ressortait à +9,2% sur les neuf premiers mois de l'exercice 2019, le recul de -13,8% de l'activité au T4 2019 a conduit à une stabilité (+0,7%) sur l'ensemble de 2019. En réponse aux recommandations gouvernementales du 15 mars 2020, M2i a fermé l'accès au public de l'ensemble de ses 35 centres en France et Espagne, poursuivant uniquement ses formations réalisées à distance. Dans ce contexte, l'entreprise a mis en œuvre des solutions permettant à ses clients de suivre à distance des cursus IT, Digital et Management réalisés habituellement en présentiel. M2i a ainsi réussi à maintenir en partie ses activités, mais dans des proportions très inférieures à son activité normale, avec un CA en recul de -27,6% au T1 2020, -36,7% au T2 2020 et -23,9% au T3 2020. Si le groupe a retrouvé plus rapidement que prévu le chemin de la croissance sur la fin d'année 2020 (+0,7% au T4), le CA sur l'ensemble de 2020 se contracte de -20% à 36,6 millions d'euros.

Evolution du CA de M2i entre 2015 et 2020



Source : M2i

La rentabilité de M2i suit la même trajectoire que l'activité du groupe, avec 2 périodes très distinctes : amélioration sensible entre 2015 et 2018, avec une marge d'EBITA passant de 0,7% en 2015 à 7,5% en 2018, et (ii) dégradation sur 2019-20 avec une marge d'EBITA tombant à 3,3% en 2019 et 2,3% en 2020. L'analyse de la performance opérationnelle est observée sur la base de l'EBITA (Résultat Opérationnel Courant) et non de l'EBITDA (Excédent Brut d'Exploitation), afin de neutraliser de l'application à partir du 1^{er} janvier 2019 de la norme IFRS 16 dont l'impact très favorable sur l'EBITDA est compensé au niveau de l'EBITA par des amortissements additionnels.

Le modèle économique de M2i repose sur 2 principaux éléments : (i) l'externalisation des formateurs qui permet d'ajuster les achats en fonction des formations à délivrer et (ii) une structure de coûts fixes relativement limitée comprenant les coûts associés aux centres de formation, les équipes marketing et commerciales et les fonctions supports. Avec une marge brute relativement stable entre 2015 et 2018 (60,2% à 62,4% du CA), la forte croissance du chiffre d'affaires sur la période a donc permis de mieux absorber la structure de coûts fixes et améliorer la rentabilité. Sur 2019-20, la dégradation de l'activité, difficilement prévisible et anticipable, a pesé sur la rentabilité. En 2020, il est à noter que M2i a pu bénéficier de mesures d'accompagnement (chômage partiel) pour limiter la dégradation de ses résultats.

En plus de ces éléments, il convient de noter :

- Des coûts exceptionnels sur la période 2015-20 compris entre -0,09 million d'euros et -0,62 million d'euros qui comprennent principalement les coûts liés à l'attribution d'actions gratuites en 2016 et 2017 (respectivement 0,21 million d'euros et 0,58 million d'euros) et les coûts liés aux litiges (0,46 million d'euros en 2020).
- Une imposition jusqu'alors très volatile qui tend à se normaliser avec le retour d'une solide profitabilité. A l'exception de 0,31 million d'euros de déficits reportables activés au bilan, M2i a apuré l'ensemble de ses reports déficitaires et devrait être soumis à une imposition normative égale à taux d'imposition en vigueur.

Compte de résultat de M2i sur la période 2015-20

en m €, au 31/12	2015	% CA	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA	2019	% CA	2020	% CA
CA	29,57		33,91		39,94		45,55		45,91		36,62	
var	nd		+15%		+18%		+14%		+1%		-20%	
Achats consommés	-11,51	-38,9%	-12,76	-37,6%	-15,71	-39,3%	-18,11	-39,8%	-19,54	-42,6%	-15,74	-43,0%
Marge brute	18,06	61,1%	21,15	62,4%	24,23	60,7%	27,45	60,2%	26,37	57,4%	20,88	57,0%
var	nd		+17%		+15%		+13%		-4%		-21%	
Charges externes	-6,48	-21,9%	-7,32	-21,6%	-8,56	-21,4%	-9,33	-20,5%	-8,00	-17,4%	-6,06	-16,6%
Charges de personnel	-10,64	-36,0%	-10,98	-32,4%	-12,33	-30,9%	-13,33	-29,3%	-13,74	-29,9%	-10,45	-28,5%
Im pôts et taxes	-0,69	-2,3%	-0,75	-2,2%	-0,85	-2,1%	-0,91	-2,0%	-0,86	-1,9%	-0,84	-2,3%
Autres produits et charges	0,46	1,6%	0,15	0,4%	0,17	0,4%	0,15	0,3%	0,41	0,9%	0,35	1,0%
EBITDA	0,71	2,4%	2,25	6,6%	2,66	6,7%	4,03	8,8%	4,18	9,1%	3,88	10,6%
var	nd		+218%		+19%		+51%		+4%		-7%	
Amortissements	-0,47	-1,6%	-0,52	-1,5%	-0,52	-1,3%	-0,62	-1,4%	-2,61	-5,7%	-2,79	-7,6%
Provisions	-0,03	-0,1%	-0,03	-0,1%	-0,05	-0,1%	-0,01	0,0%	-0,05	-0,1%	-0,26	-0,7%
EBITA	0,21	0,7%	1,70	5,0%	2,09	5,2%	3,40	7,5%	1,52	3,3%	0,84	2,3%
var	nd		ns		+23%		+63%		-55%		-45%	
Éléments exceptionnels	-0,15	-0,5%	-0,64	-1,9%	-0,62	-1,6%	-0,09	-0,2%	-0,49	-1,1%	-0,62	-1,7%
var	nd		ns		nd		nd					
Résultat financier	-0,07	-0,2%	-0,04	-0,1%	-0,10	-0,3%	-0,05	-0,1%	-0,22	-0,5%	-0,32	-0,9%
Résultats avant impôt	-0,01	0,0%	1,02	3,0%	1,37	3,4%	3,25	7,1%	0,82	1,8%	-0,10	-0,3%
var	nd		ns		+34%		+138%					
Impôts (taux d'imposition)	0,00	0,0%	-0,08	-7,6%	-0,30	-22,1%	0,27	8,4%	-0,37	-44,9%	-0,03	32,7%
Minoritaires	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,14	0,4%
RN part du groupe	-0,01	0,0%	0,94	2,8%	1,06	2,7%	3,53	7,7%	0,45	1,0%	0,01	0,0%
var	nd		ns		+13%		+232%					

Source : M2i

3.2.1.5 Bilan économique de M2i sur la période 2015-20

Le bilan économique de M2i sur la période 2015-20 est détaillé dans le tableau ci-dessous.

Bilan économique de M2i sur la période 2015-20

en m €, au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ecart d'acquisitions	6,29	6,29	6,88	6,88	6,97	6,96
Immobilisations incorporelles	0,06	0,15	0,17	0,15	0,18	0,36
Immobilisations corporelles	1,42	1,35	1,37	1,73	2,15	2,10
Immobilisations financières	0,40	0,40	0,44	1,03	1,10	1,15
Autres immobilisations	0,00	0,00	0,00	0,62	0,49	0,31
Total actif immobilisé	8,17	8,20	8,85	10,41	10,89	10,88
Besoin en fonds de roulement	1,72	-4,72	0,24	3,78	3,01	5,80
Total actif économique	9,89	3,48	9,09	14,19	13,90	16,68
Capitaux propres part du groupe	4,59	5,80	13,75	17,11	17,55	17,83
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14	0,05
Provisions	0,42	0,45	0,59	0,99	0,76	1,28
Dette Financière Nette	4,87	-2,77	-5,25	-3,91	-4,56	-2,48
Total passif économique	9,89	3,48	9,09	14,19	13,90	16,68

Source : M2i

L'actif économique de M2i comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des écarts d'acquisition (6,96 millions d'euros au 31 décembre 2020) qui reflètent principalement la stratégie active de croissance externe du groupe préalablement à la période étudiée. Depuis 2015, ce poste n'a que marginalement évolué, progressant de +0,59 million d'euros en 2017 après l'acquisition de Formatic.
- Des immobilisations corporelles (2,10 millions d'euros au 31 décembre 2020) correspondant essentiellement aux centres de formation et à l'acquisition de matériel informatique.
- Un Besoin en Fonds de Roulement (5,80 millions d'euros à fin 2020), dont l'évolution en données consolidées sur la période 2015-20 n'est pas forcément représentative du modèle économique du groupe. En 2016, M2i a mis en place un financement déconsolidant des créances fournisseurs (affacturage déconsolidant). Par ailleurs, M2i a accordé un compte courant envers sa maison-mère O2i pour assurer les besoins de financement de cette dernière. Dans le tableau ci-dessous, nous détaillons l'évolution du BFR « économique » de M2i, c'est-à-dire retraité de l'affacturage déconsolidant et du compte courant reconnu en créances clients. Ce dernier ressort à 8,21 millions d'euros au 31/12/2020, représentant 82 jours de CA. Après s'être nettement dégradé entre 2016 (47 jours de CA) et 2017 (94 jours) avec l'allongement des délais de recouvrement auprès des établissements collecteurs (OPCA, OPCO...), le BFR « économique »

s'est sensiblement amélioré en 2018 (61 jours) et 2019 (63 jours) grâce à l'allongement des délais de paiement des fournisseurs, avant de se détériorer en 2020 sous les effets de la crise sanitaire.

BFR « économique » de M2i						
en m €, au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BFR consolidé	1,72	-4,72	0,24	3,78	3,01	5,80
Affacturage déconsolidant	0,00	9,11	12,24	9,70	9,44	6,938
Compte Courant accordé à O2I	-2,95	-0,06	-2,17	-5,88	-4,51	-4,528
BFR économique de M2i	-1,23	4,33	10,31	7,61	7,94	8,21
BFR économique en jours de CA	-15	47	94	61	63	82

Source : M2i

Le passif économique de M2i comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des capitaux propres part du groupe constituant la majeure partie du passif (17,83 millions d'euros au 31/12/20) en constante augmentation, sous l'effet d'une amélioration des résultats et de l'augmentation de capital de 6,44 millions d'euros en 2017.
- Une Dette Financière Nette négative de -2,48 millions d'euros au 31/12/20. L'amélioration de la situation financière est à mettre en perspective avec (i) l'amélioration des résultats et la génération positive de flux de trésorerie opérationnels (modulo le financement d'O2i par l'intermédiaire des comptes courants) sur la période 2015-20 et (ii) le fait que la société n'ait pas utilisé l'augmentation de capital de 2017 (6,44 millions) pour des acquisitions.
- Des provisions (1,28 million d'euros au 31/12/20) comprenant essentiellement des provisions retraites (0,72 million d'euros) et des provisions pour litiges (0,56 million d'euros).

3.2.1.6 Plan d'affaires pour la période 2021-2024 de M2I

La direction de M2i a communiqué un plan d'affaires pour la période 2021-24 pour ses activités en France et pour sa filiale espagnole consolidée par intégration globale. L'ensemble des données financières tiennent compte des normes IFRS 16 qui ont fait l'objet d'un retraitement. Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Pour son activité française : rattrapage en 2021 du chiffre d'affaires perdu en 2020 pour retrouver le niveau 2019, puis croissance de +10% par an sur la période 2022-24. Pour son activité en Espagne : reprise de la prospection commerciale à partir de 2021 après l'année perturbée de 2020 pour atteindre 2 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2024. Au niveau groupe, le CA devrait légèrement dépasser en 2021 son niveau de 2019, puis croître d'un peu plus de +10% par an sur 2022-24.
- Dégradation de la marge d'EBITDA ajusté d'IFRS 16 en 2021 (vs 5,3% en 2020) avec la fin des mesures de soutien gouvernementales et la poursuite des investissements pour poursuivre la digitalisation des formations, puis amélioration graduelle sur 2022-24 pour atteindre 11% en 2024.

3.2.1.7 Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres de M2i

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2020. La Dette Nette ajustée de -0,32 million d'euros intègre au 31 décembre 2020 :

- Une Dette Financière Nette de -2,48 millions d'euros hors impact de la norme IFRS 16, comprenant 9,51 millions d'euros de dettes financières (dont 8 millions de PGE et prêt atout BPI) desquelles est déduite une trésorerie de 11,98 millions d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 0,52 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 0,56 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- Des intérêts minoritaires de 0,13 million d'euro correspondant à la valeur de l'option d'achat des 66% de M2i Espagne détenus par Eidos.
- Des immobilisations financières de 1,15 million d'euros pour leur valeur au bilan, comprenant principalement les participations de 34% dans DevUp et 33% dans Ecsplcité, ainsi que les dépôts de garantie.
- L'affacturage déconsolidant de 6,94 millions d'euros pour sa valeur communiquée par la société dans son rapport annuel 2020.

- Les reports déficitaires activés pour une valeur de 0,31 million d'euros.
- L'avance en compte courant accordée par M2i à O2i pour sa valeur de 4,53 millions d'euros pour sa valeur au bilan.

3.2.1.8 Nombre d'actions retenues pour M2I

Le nombre d'actions M2i retenu est de 5 258 349, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 4 946 480 tel que communiqué par la société au 31 décembre 2020, diminué des actions auto-détenues (29 136) à la même date et augmenté des 341 005 actions gratuites attribuées en 2019, 2020 et 2021.

3.2.2 Méthodes retenues pour l'appréciation de M2I

3.2.2.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (discounted cash-flows) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Au-delà du plan d'affaires sur 2021-2024, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2030 afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale avec les hypothèses suivantes:

- Une convergence linéaire de la croissance du groupe de +10,3% en 2024 à +1,5% à 2030.
- Une évolution de la marge d'EBITDA de 11,1% visés en 2024 par le management à 7,6% en 2030, là aussi de manière linéaire (en pourcentage du chiffre d'affaires). Le niveau retenu de 7,6% correspond à la marge d'EBITDA moyenne sur la durée du plan d'affaires (2021-2024).
- Des amortissements et des investissements relativement limités, convergeant à horizon 2030 vers 1% du chiffre d'affaires.
- Une variation de BFR correspondant à l'évolution du BFR « économique », c'est-à-dire retraité de l'affacturage déconsolidant et de l'avance en compte courant. Le BFR « économique » normatif a été fixé à 85 jours de chiffres d'affaires, traduisant une légère dégradation par rapport à fin 2020 (82 jours) et surtout à fin 2018 (61 jours) et fin 2019 (63 jours). Cette situation reflète les intentions de la direction de payer plus rapidement ses fournisseurs pour les fidéliser.
- Un taux d'imposition normatif correspondant au taux en vigueur en France et en Espagne.

Flux de trésorerie actualisés de M2i sur 2021-30e

en m€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	45,9	36,6	46,3	51,2	56,6	62,4	67,9	72,9	77,2	80,6	83,0	84,3
var	+0,8%	-20,2%	+26,4%	+10,5%	+10,6%	+10,3%	+8,8%	+7,4%	+5,9%	+4,4%	+3,0%	+1,5%
EBITDA hors IFRS 16	2,2	1,9	1,8	3,3	5,1	6,9	7,1	7,2	7,2	7,1	6,8	6,4
marge EBITDA	4,9%	5,3%	4,0%	6,5%	9,0%	11,1%	10,5%	9,9%	9,4%	8,8%	8,2%	7,6%
Capex	-1,1	-1,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8
en % du CA	-2,4%	-3,2%	-1,9%	-2,0%	-1,9%	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,3%	-1,2%	-1,1%	-1,0%
Amortissements hors IFRS 16	-0,7	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
en % du CA	-1,6%	-3,0%	-1,5%	-1,3%	-1,2%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
BFR retraité CC et affacturage déconso	7,9	8,2	10,4	11,5	12,7	14,0	15,3	16,5	17,6	18,4	19,1	19,6
BFR / CA (%)	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,5%	22,6%	22,8%	22,9%	23,0%	23,2%
BFR en jours de CA	63	82	82	82	82	82	82	83	83	83	84	85
Taux IS	-28,0%	-28,0%	-26,9%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Synthèse												
EBITDA hors IFRS 16	2,24	1,94	1,83	3,35	5,11	6,91	7,13	7,24	7,23	7,09	6,82	6,45
Impôts	-0,50	-0,23	-0,31	-0,67	-1,11	-1,55	-1,60	-1,61	-1,60	-1,56	-1,49	-1,40
Capex	-1,10	-1,18	-0,90	-1,00	-1,05	-1,00	-1,02	-1,02	-1,00	-0,97	-0,91	-0,84
Variation BFR	-0,33	-0,27	-2,16	-1,09	-1,22	-1,31	-1,31	-1,21	-1,06	-0,87	-0,64	-0,48
FCF opérationnel après BFR	0,31	0,26	-1,54	0,59	1,73	3,05	3,20	3,40	3,56	3,69	3,78	3,73
var	-93,3%	ns	ns	-138,2%	+194,7%	+75,8%	+5,0%	+6,0%	+4,8%	+3,6%	+2,4%	-1,3%
Coef d'actualisation			1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
FCF opérationnel actualisé			-1,4	0,5	1,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,4

Source : M2i, estim atbns E

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de -0,19%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 30 avril 2021 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 5,45%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 30 avril 2021 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Un bêta de 1,23x correspondant au bêta 3 ans désendetté d'un échantillon d'entreprises comparables (BTS Group, GP Strategies, Franklin Covey, American Public et Groupe Crit) de 1,21x fourni par Factset Estimates et ajuster pour tenir compte de la situation financière de M2i. L'approche retenue est la même

que pour la détermination des bêtas d'O2i et Prologue. Pour information, le bêta statistique de M2i sur 3 ans ressort à 1,28x.

- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 0% au regard d'une Dette Nette Ajustée de 0,32 million d'euros.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 10,18%. Il se compare au taux de 9,8% retenu par la société pour ses tests de perte de valeur.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de +1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de M2i ressort à 29,3 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 29,7 millions d'euros ou 5,64 euros par action. La valeur terminale représente 56% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action de M2i s'établit dans une fourchette de 5,10 euros à 6,31 euros.

		WACC						
		8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%
croissance à l'infini	+0,5%	6,52	6,06	5,65	5,29	4,96	4,66	4,39
	+1,0%	6,79	6,29	5,85	5,45	5,10	4,79	4,50
	+1,5%	7,09	6,55	6,06	5,64	5,26	4,93	4,62
	+2,0%	7,44	6,84	6,31	5,85	5,44	5,08	4,76
	+2,5%	7,85	7,17	6,59	6,08	5,64	5,25	4,90

Source : M2i, estim at bns B

3.2.2 Approche par les cours boursiers

Les actions M2i sont admises aux négociations sur le Marché Libre depuis octobre 2009 et sur Alternext (devenu Euronext Growth) depuis 2017. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an à compter de l'annonce de reprise du projet d'opération, soit entre le 23 avril 2020 et le 23 avril 2021.

Au cours des 12 derniers mois, les volumes se sont élevés à 303 172 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 4,7 milliers d'euros. La liquidité du titre M2i est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 14,3% sur 1 an.

Historique du cours de clôture de M2i sur 1 an



Source : Factset Estimates

Le cours moyen pondéré s'établit à 4,02 euros sur 3 mois, 4,05 euros sur 6 mois et 4,03 euros sur 12 mois. Le cours de clôture a atteint son plus haut sur les douze derniers mois à 3 reprises en avril 2020 (séances des 23, 24 et 27) à 4,40 euros et son plus bas le 21 septembre 2020 à 3,42 euros. Le 23 avril 2021, dernière séance précédent l'annonce du projet de rapprochement, le titre a clôturé à 4,06 euros.

	Cours	Volume moyen journalier
Cours clôture avant annonce (23/04/21)	4,06	728
Moyenne pondérée 3 mois (22/01/21 au 23/04/21)	4,02	2 486
Moyenne pondérée 6 mois (23/10/21 au 23/04/21)	4,05	1 753
Moyenne pondérée 12 mois (23/04/20 au 23/04/21)	4,03	1 157
Plus bas 12 mois	3,42	
Plus haut 12 mois	4,40	

Source : Factset Estimates

3.2.3 Méthodes écartées

3.2.3.1 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de M2i les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Sur le marché de la formation IT en France, M2i est en concurrence face à des acteurs non cotés comme Orsys, Demos, Global Knowledge et IB. En étendant l'univers géographique et en élargissant le secteur d'activité aux métiers ayant attrait à la formation et l'accompagnement des salariés, les comparables suivants pourraient ressortir :

- **BTS Group (Suède)** : groupe spécialisé dans le développement du leadership, de la formation commerciale et des centres d'évaluation des talents. BTS a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 145 millions d'euros pour une marge d'EBIT de 4,4%.
- **GP Stratégies (Etats-Unis)** : groupe présent dans les domaines de la vente et la formation technique, les solutions eLearning, le conseil en management et les services d'ingénierie. GP Stratégies a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 395 millions d'euros pour une marge d'EBIT de 3,0%.
- **Franklin Covey (Etats-Unis)** : acteur du conseil et de la formation dans les domaines de la stratégie, la fidélisation de la clientèle, du leadership et de l'efficacité individuelle. Franklin Covey a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 167 millions d'euros pour une marge d'EBIT de 1,6%.
- **American Public (Etats-Unis)** : acteur spécialisé dans la formation professionnelle (âge moyen des étudiants de 32 ans) présent dans différents domaines d'apprentissage, notamment la formation IT (16% du chiffre d'affaires). American Public a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 271 millions d'euros pour une marge d'EBIT de 7,7%.
- **Groupe Crit (France)** : acteur spécialisé dans le travail temporaire et le recrutement (87% du chiffre d'affaires) et l'assistance aéroportuaire (13%). Le groupe dispose d'une offre de formation logée au sein de la division Travail Temporaire & Recrutement qui représente 3% du chiffre d'affaires du groupe en 2018. Groupe Crit a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1 752 millions d'euros pour une marge d'EBIT de 1,8%.

Les ratios de valorisation pour les sociétés mentionnées ci-dessus sont détaillés dans le tableau suivant.

	Cours	Capitalisation	PE		VE/CA		VE/EBIT	
	(€)	(m€)	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
BTS Group AB Class B	31,3	603,9	40,7x	32,8x	3,37x	3,01x	29,2x	23,2x
GP Strategies Corporation	13,3	230,0	16,7x	13,6x	0,58x	0,56x	11,4x	9,2x
Franklin Covey Co.	25,6	362,3	ns	ns	2,02x	1,86x	ns	37,6x
American Public Education, Inc.	25,4	473,9	17,7x	15,5x	0,68x	0,64x	5,7x	4,6x
Groupe Crit SA	68,0	765,0	23,5x	16,6x	0,28x	0,27x	9,7x	7,3x
Moyenne			24,6x	19,6x	1,39x	1,27x	14,0x	16,4x
Médiane		418,1	20,6x	16,0x	0,68x	0,64x	10,5x	9,2x

Source : Factset Estimates

La taille de ces acteurs, le portefeuille de solutions, la couverture géographique, les ratios de valorisation et surtout les profils de croissance et de rentabilité sont toutefois très différents de M2i, ce qui nous incite à exclure l'approche de valorisation par comparables. A titre d'information, la valorisation de M2i sur la base des EV/CA et EV/EBIT 2021-22 ressortirait entre 2,14 euros et 6,46 euros par action, sans prise en compte d'une décote de taille qu'il serait légitime d'appliquer au regard du différentiel de capitalisation entre M2i (21 millions d'euros) et l'échantillon de comparables (médiane de 418 millions d'euros). Selon l'abaque d'Eric Eugène Grena, compte tenu d'un rapport de capitalisation de 5%, une décote de 20% devrait être appliquée, soit une valorisation par M2i

comprise entre 1,71 euros et 5,16 euros. Il est à noter que nous retenons par l'utilisation des multiples d'EV/EBITDA pour neutraliser de la distorsion imputable à l'application de la norme IFRS 16.

3.2.3.2 Cour cible des analystes

Selon Factset Estimates et Bloomberg, M2i est suivi de manière régulière par Greensome Finance et Midcap Partners au cours des 12 derniers mois. Avec seulement 2 bureaux d'études suivant la valeur, la notion de consensus est par définition difficilement entendable, ce qui ne nous permet pas de retenir cette méthode de valorisation. Il convient par ailleurs de souligner que Prologue n'étant pas suivi, cette approche de valorisation ne permettrait pas de déterminer une parité entre Prologue et M2i.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des objectifs de cours de Greensome et de Midcap Partners depuis 1 an. A date de leur dernière publication respective, Midcap Partners a un objectif de 8 euros, tandis que Greensome Finance vise 6,58 euros.

Date de publication	Bureau d'analyse	Recommandation	Objectif cours
23/04/2021	Greensome	ACHAT	6,58
09/02/2021	Greensome	ACHAT	5,45
16/11/2021	Greensome	ACHAT	5,12
01/10/2020	Greensome	ACHAT	5,30
30/07/2020	Greensome	ACHAT	5,30
15/05/2020	Greensome	SOUS REVUE	SOUS REVUE
04/05/2020	Greensome	SOUS REVUE	SOUS REVUE
24/03/2020	Greensome	SOUS REVUE	SOUS REVUE
05/02/2020	Greensome	ACHAT	7,92
26/04/2021	Midcap Partners	ACHAT	8,00
09/02/2021	Midcap Partners	ACHAT	8,00
16/11/2020	Midcap Partners	ACHAT	7,5
01/10/2020	Midcap Partners	ACHAT	7,5
31/07/2020	Midcap Partners	ACHAT	7,5
15/05/2020	Midcap Partners	ACHAT	6,5
04/05/2020	Midcap Partners	ACHAT	6,5
24/03/2020	Midcap Partners	ACHAT	6,5
05/02/2020	Midcap Partners	ACHAT	10,00

Source : Factset Estimates

3.2.3.3 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) M2i n'a jusqu'à présent jamais versé de dividende à ses actionnaires.

3.2.3.4 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de M2i sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) de M2i ressort à 3,39 euros par action au 31 décembre 2020, sur la base d'une valeur des capitaux propres part du groupe de 17,83 millions d'euros et d'un nombre d'actions retenu de 5 258 349.

3.2.3.5 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de M2i les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité. La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de M2i, il est difficile d'identifier des transactions, dans la mesure où le marché de la formation IT est extrêmement fragmenté et les transactions portent essentiellement sur des cibles de très petite taille (< 5 millions d'euros de chiffres d'affaires). En élargissant à l'ensemble du marché de la formation continue en France, l'exercice est tout aussi compliqué. Nous avons uniquement répertorié :

- Le rachat de Demos par le chinois Weidong Cloud en 2016. Les multiples de transaction sont non significatifs, dans la mesure où Demos a frôlé le dépôt de bilan en 2015 et l'opération s'apparente à une recapitalisation de 16,5 millions pour régler la dette bancaire de Demos.
- Le rachat de Groupe Cimes (Chiffres d'affaires de 10 millions d'euros) par Cegos en septembre 2017 pour un montant non dévoilé.

Au vu des informations limitées à disposition, il n'est pas possible d'en tirer des enseignements pour valoriser M2i.

3.3 DETERMINATION DE LA VALORISATION D'O2I

3.3.1 Données financières de base pour O2I

3.3.1.1 Agrégats de référence d'O2I

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de M2I pour les exercices 2016, 2017, 2018, 2019 et 2020, le prospectus AMF en vue du transfert des actions du groupe de cotation E1 (Placement Privé) au groupe de cotation E2 (Offre au public), les rapports semestriels 2019 et 2020 et les communiqués financiers publiés par la société depuis 2017, notamment ceux traitant des performances trimestrielles.

Le management de O2I a également communiqué un plan d'affaires pour la période 2021-24. Les estimations au-delà de 2024 ont été construites sur la base des informations passées et des discussions avec la direction de la société, sans que ce dernier ne valide ou n'infirme les hypothèses.

3.3.1.2 Historique de la société O2I

Fondé en 1989, O2i (ex Intélélique) proposait à ses débuts des services informatiques et de l'ingénierie à destination des agences de communication, imprimeurs, photgraveurs et éditeurs. En 1992, le groupe devient distributeur pour Apple et étend son domaine de compétences au déploiement de solutions informatiques pour la production multimédia. En 1998, alors que l'entreprise atteint 45m de francs de CA, O2i se fait racheter par Mitsubishi Corp Tokyo pour l'intégrer à la nouvelle société MC2I dont l'activité principale est de développer les ventes de solutions informatiques dédiées à la production multimédia auprès de leur clientèle d'imprimeurs. Suite à la décision de Mitsubishi Corp Tokyo de quitter le marché français, le fondateur d'O2i, rachète l'entreprise en 2004 qui réalise à l'époque un chiffre d'affaires de 18,4 millions d'euros (dont 11,2 millions d'euros en prestations d'ingénierie et 7,2 millions d'euros en négoce de consommables) pour un résultat d'exploitation de -1,83 million d'euros.

En 2005, O2i est introduite en bourse sur Euronext Growth (ex-Alternext), levant à cette occasion 2,1 millions d'euros à un prix de 5,75 euros par action. Cette opération sera complétée des augmentations de capital par placement privé de 700k€ en octobre 2007 à 6,50 euros par action et de 1,5 million d'euros en juin 2008 à 5,50 euros par action. Les fonds levés vont permettre à O2i de mener une politique dynamique de croissance externe entre 2006 et 2009 (14 opérations), notamment le développement d'une activité de formation IT suite au rachat de M2i en 2006.

En dépit d'une forte croissance (chiffre d'affaires passé de 18,4 millions d'euros en 2004 à 49,8 millions d'euros en 2009), O2i ne parvient pas à trouver le chemin de la rentabilité (résultat d'exploitation de -1,74 millions d'euros en 2009). Promettant le retour de la rentabilité en 2010, la direction met en œuvre une série de mesures

(rationalisation des investissements, sortie du périmètre d'activités déficitaires, harmonisation des commissionnements des commerciaux). Ces promesses ne sont pas suivies des faits, les résultats restant négatifs en 2010 (résultat d'exploitation de -0,87 million d'euros en 2010) et en 2011 (résultat d'exploitation de -2 millions d'euros), ce qui force O2i à renforcer sa structure financière à travers une augmentation de capital de 0,51 million d'euros (1,70 euro par action) en décembre 2011 souscrite par la direction et une levée de fonds auprès d'investisseurs institutionnels de 1,2 million d'euros (1,40 euro par action) en février 2013. Si O2i parvient à réduire ses pertes en 2012 (résultat d'exploitation de -0,23 million d'euros), la trajectoire est très en deçà des promesses de la direction. Les besoins de financement sont complétés par l'émission d'obligations convertibles (prix de conversion de 2,2 euros par action) de 0,6 million d'euros en avril 2014 et l'attribution de BSAAR en mai 2014.

C'est dans ce contexte que Prologue annonce en octobre 2014 un projet de fusion avec O2i sur la base d'une parité de 3 actions Prologue pour 2 actions O2i. En dépit de l'opposition de la direction d'O2i et le fait que l'AMF juge le projet d'OPE non conforme en avril 2015, Prologue annonce en juin 2015 détenir 26,1% du capital et 25,2% des droits de vote d'O2i par échange de titres avec certains actionnaires d'O2i. Alors que Prologue demandait la nomination de 2 administrateurs chez O2i avant l'assemblée générale du 29 juin 2015, les directions de Prologue et d'O2i annoncent lors de l'AG la mise en place d'un projet de rapprochement amical afin de constituer un groupe ayant pour objectif de réaliser d'ici 5 ans un chiffre d'affaires dépassant les 100 millions d'euros avec une marge opérationnelle supérieure à 6%. En octobre 2015, une Assemblée Générale acte la prise de contrôle d'O2i par Prologue.

Sous la conduite de sa nouvelle direction menée par Georges Seban, O2i va s'atteler à redresser ses résultats et assurer son financement, à travers notamment deux augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (2,6 millions en février 2016 et 2,5 millions d'euros en juillet 2017) auxquelles Prologue va souscrire à hauteur de sa quote-part, l'attribution de Bons de Souscription en Actions en novembre 2018 pouvant permettre de lever jusqu'à 3,5 millions d'euros à 1,50 euros par action et l'émission d'une obligation convertible (prix d'exercice de 1,40 euro) de 2 millions d'euros en mars 2019 souscrite par Nexstage et Prologue. Il convient aussi de noter qu'O2i a annoncé en novembre 2017 la cession de son activité Print (chiffre d'affaires de 4 millions en 2016), historiquement déficitaire et structurellement consommatrice de BFR.

Le 11 septembre 2019, Prologue présente un projet de renforcement des liens capitalistiques entre Prologue, O2i et M2i qui prendrait la forme d'une OPE de Prologue sur M2i, puis d'une fusion d'O2i dans Prologue. Repoussée en raison de la situation exceptionnelle de 2020, l'opération est relancée en avril 2021.

3.3.1.3 Présentation des activités d'O2I

En dehors de l'activité en Formation IT logée chez M2i représentant 76% du chiffre d'affaires consolidé (cf. partie 1), O2i dispose de 2 autres activités :

- Ingénierie (22% du chiffre d'affaires 2020)

Métier d'origine du groupe, la division Ingénierie regroupe l'ensemble des métiers de services informatiques, avec une spécialisation sectorielle forte dans le domaine de la presse/média/production Numérique. O2i intervient à travers 4 offres principales : (i) Infrastructure (serveur & virtualisation, stockage & sauvegarde, réseaux d'entreprise et solutions Wifi), (ii) Intégration Apple & Mobilité (déploiement, intégration dans les environnements Windows, gestion du cycle de vie et de la sécurité), (iii) Datacenter & Services Cloud (hébergement d'infrastructures, solutions SaaS, messagerie collaborative) et (iv) Sécurités (Firewall, antivirus, sécurisation des réseaux).

- Edition de Logiciels (2% du chiffre d'affaires 2020)

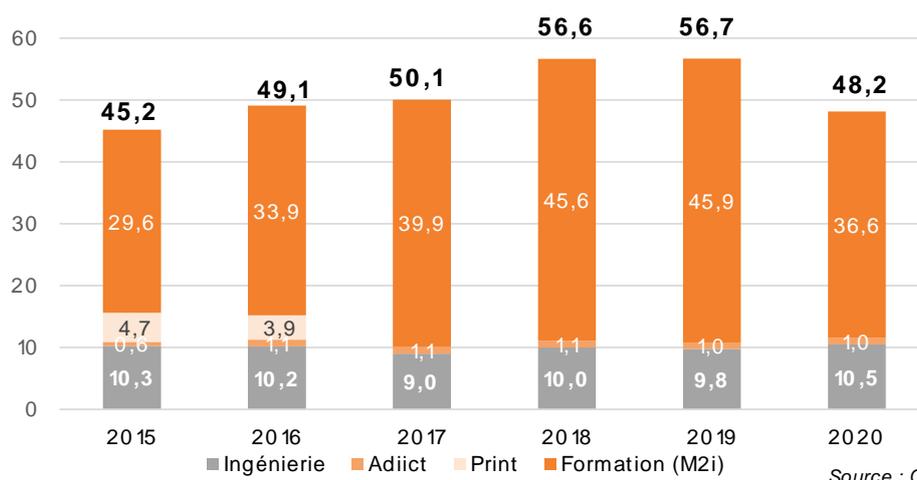
O2i est positionné sur le marché du DAM (Data Asset Management) à travers sa suite logicielle Adict (ex AI.Flow). Il s'agit d'une solution collaborative full-web permettant de centraliser et d'organiser les contenus et les formats (textes, vidéos, sons, images, graphiques...) pour les départements marketing. La solution répond à différents besoins : gestion de projet (visualisation et gestion en temps réel de l'ensemble des projets grâce à un portail dédié, Product Information Management (automatisation des 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), Automatisation des processus d'impression des différents supports de communication, Workflow collaboratif (organisation des échanges et des cycles de validation).

3.3.1.4 Evolution des résultats d'O2i depuis 2015

Suite à la prise de contrôle en juin 2015 du groupe O2i par Prologue qui présentait ses états financiers selon les normes IFRS, le groupe O2i, et par conséquent le groupe M2i, ont opté pour la présentation de ses comptes selon les normes IFRS à compter de l'exercice 2015 au 1er janvier. Jusqu'alors, le groupe M2i n'était pas tenu de tenir des comptes consolidés. Dans un souci de comparabilité des performances entre les 3 structures, l'analyse des performances passées de M2i, O2i et Prologue est réalisée à partir de 2015.

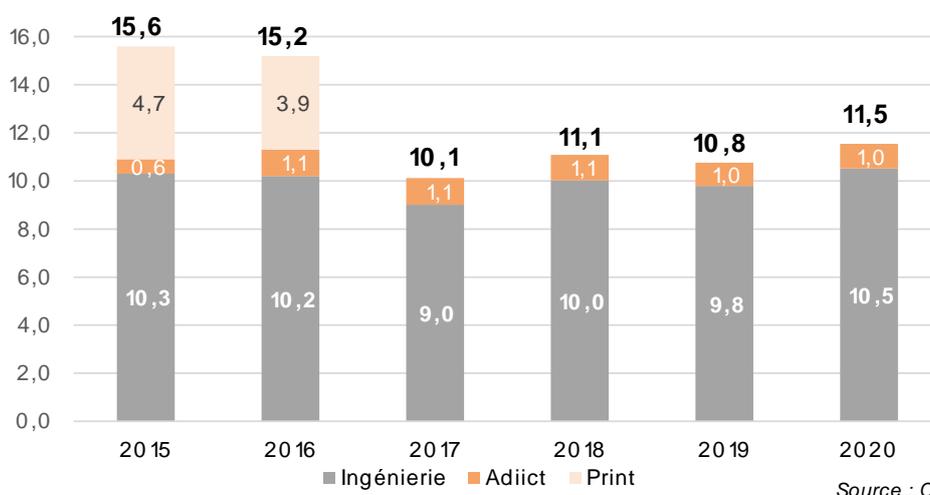
Sur la base des comptes consolidés intégrant M2i, O2i a connu une solide dynamique de croissance entre 2015 et 2019, son chiffre d'affaires passant de 45,2 millions d'euros à 56,7 millions d'euros (TMVA de +6%). En 2020, l'activité a reculé de -15% pour s'établir à 48,2 millions d'euros.

Evolution du CA consolidé d'O2i sur la période 2015-20



Cette dynamique de croissance est avant tout liée à M2i. Si l'on observe la performance d'O2i déconsolidée de M2i, le chiffre d'affaires est passé de 15,6 millions d'euros en 2015 à 11,5 millions d'euros en 2020, malgré une performance impressionnante sur l'exercice écoulé (+7%) au regard du contexte. Cette décroissance s'explique avant tout par la cession de l'activité déficitaire Print (chiffre d'affaires 2016 de 3,9 millions d'euros) qui est intervenue en novembre 2017 et reconnu en activité en cours de cession sur l'ensemble de l'exercice 2017. Si l'on analyse la performance des 2 divisions restantes (Ingénierie et Adiict), la période 2015-20 traduit une stagnation des ventes, aux alentours de 10 millions d'euros de chiffres d'affaires pour Ingénierie et de 1 million d'euro pour Adiict.

Evolution du CA d'O2i hors M2i sur la période 2015-20



En termes d'évolution des résultats consolidés, O2i a vu sa rentabilité s'améliorer nettement entre 2015 et 2018, avec notamment un EBITA passant de -2,93 million d'euros à +2,79 millions d'euros et un Résultat Net part du groupe passant de -1,89 million d'euros à +1,29 millions d'euros. A l'image de la dynamique d'activité, ce très

fort redressement des résultats trouve sa source essentiellement chez M2i. Sur 2019-20, les résultats traduisent une dégradation de la rentabilité sous l'effet des grèves et de la situation sanitaire qui ont lourdement pénalisé M2i à compter de fin 2019. L'EBITA est ainsi tombé à +0,16 million d'euro en 2020 et le RN pdg à -1,30 million d'euros

Compte de résultats consolidés d'O2i sur la période 2015-20

en m €, au 31/12	2015	% CA	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA	2019	% CA	2020	% CA
CA	45,08		49,07		50,06		56,66		56,64		48,15	
var	nd		+9%		+2%		+13%		-0%		-15%	
Achats consommés	-2,104	-46,7%	-2,225	-45,3%	-2,235	-44,7%	-2,467	-43,5%	-2,657	-46,9%	-2,349	-48,8%
Marge brute	24,04	53,3%	26,82	54,7%	27,71	55,3%	31,99	56,5%	30,07	53,1%	24,65	51,2%
var	nd		+12%		+3%		+15%		-6%		-18%	
Charges externes	-8,24	-18,3%	-8,54	-17,4%	-8,83	-17,6%	-9,78	-17,3%	-7,98	-14,1%	-6,08	-12,6%
Charges de personnel	-16,29	-36,1%	-15,72	-32,0%	-15,51	-31,0%	-17,16	-30,3%	-17,41	-30,7%	-13,74	-28,5%
Impôts et taxes	-0,97	-2,2%	-1,04	-2,1%	-1,04	-2,1%	-1,15	-2,0%	-1,08	-1,9%	-1,05	-2,2%
Autres produits et charges	-0,01	0,0%	0,48	1,0%	0,79	1,6%	0,36	0,6%	0,73	1,3%	0,53	1,1%
EBITDA	-1,48	-3,3%	2,01	4,1%	3,12	6,2%	4,26	7,5%	4,33	7,6%	4,32	9,0%
var	nd		ns		+56%		+36%		+2%		-0%	
Amortissements	-0,98	-2,2%	-1,14	-2,3%	-1,24	-2,5%	-1,33	-2,4%	-3,74	-6,6%	-3,84	-8,0%
Provisions	-0,48	-1,1%	-0,20	-0,4%	-0,16	-0,3%	-0,14	-0,2%	-0,24	-0,4%	-0,32	-0,7%
EBITA	-2,93	-6,5%	0,66	1,3%	1,73	3,4%	2,79	4,9%	0,36	0,6%	0,16	0,3%
var	nd		ns		+162%		+61%		-87%		-55%	
Éléments exceptionnels	1,20	2,7%	-0,80	-1,6%	-0,75	-1,5%	-0,22	-0,4%	-0,44	-0,8%	-0,85	-1,8%
EBIT	-1,73	-3,8%	-0,14	-0,3%	0,98	2,0%	2,57	4,5%	-0,08	-0,1%	-0,69	-1,4%
var	nd		ns		ns		+163%		ns		ns	
Résultat financier	-0,16		-0,25		-0,25		-0,18		-0,55		-0,74	
Résultats avant impôt	-1,89	-4,2%	-0,39	0,8%	0,73	1,5%	2,38	4,2%	-0,63	-1,1%	-1,43	-3,0%
var	nd		ns		ns		+226%		ns		ns	
Impôts (taux d'imposition)	0,00		-0,08		-0,30		0,29		-0,32		-0,02	
Minoritaires	0,00	0,0%	-0,21	-0,4%	-0,04	-0,1%	-1,39	-2,5%	-0,11	-0,2%	0,15	0,3%
Activités abandonnées	0,00		0,00		-2,51		0,00		0,00		0,00	
RN part du groupe	-1,89	-4,2%	-0,68	-1,4%	-2,12	-4,2%	1,29	2,3%	-1,05	-1,9%	-1,30	-2,7%
var	nd		ns									

Source : O2i

En se focalisant sur la performance d'O2i excluant M2i dont nous venons de décrire précédemment l'évolution, nous avons détaillé dans le tableau ci-dessous le compte de résultats d'O2i déconsolidé de M2i. Il en ressort une réduction sensible des pertes entre 2015 et 2020, avec un EBITA passant de -3,14 millions d'euros à -0,68 million d'euros. La rationalisation de certains coûts suite à la prise de contrôle d'O2i par Prologue et la cession de l'activité déficitaire Print (résultat d'exploitation de -1,44 million d'euros en 2017) sont les 2 principaux leviers d'amélioration de la rentabilité.

Compte de résultats d'O2i déconsolidé de M2i sur la période 2015-20

en m €, au 31/12	2015	% CA	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA	2019	% CA	2020	% CA
CA	15,51		15,16		10,12		11,10		10,73		11,53	
var	nd		-2%		-33%		+10%		-3%		+7%	
Achats consommés	-9,53	-21,1%	-9,49	-19,3%	-6,64	-13,3%	-6,56	-11,6%	-7,03	-65,5%	-7,76	-67,3%
Marge brute	5,98	13,3%	5,68	11,6%	3,48	7,0%	4,54	8,0%	3,70	34,5%	3,77	32,7%
var	nd		-5%		-39%		+31%		-19%		+2%	
Charges externes	-1,77	-3,9%	-1,21	-2,5%	-0,27	-0,5%	-0,46	-0,8%	0,02	0,2%	-0,02	-0,1%
Charges de personnel	-5,65	-12,5%	-4,74	-9,7%	-3,18	-6,3%	-3,83	-6,8%	-3,67	-34,2%	-3,29	-28,5%
Impôts et taxes	-0,29	-0,6%	-0,28	-0,6%	-0,19	-0,4%	-0,24	-0,4%	-0,22	-2,1%	-0,21	-1,8%
Autres produits et charges	-0,47	-1,0%	0,33	0,7%	0,62	1,2%	0,22	0,4%	0,33	3,0%	0,17	1,5%
EBITDA	-2,19	-4,8%	-0,24	-0,5%	0,46	0,9%	0,23	0,4%	0,15	1,4%	0,44	3,8%
var	nd		ns		ns		-49%		-35%		+187%	
Amortissements	-0,51	-1,1%	-0,63	-1,3%	-0,72	-1,4%	-0,72	-1,3%	-1,13	-10,6%	-1,06	-9,2%
Provisions	-0,45	-1,0%	-0,17	-0,4%	-0,10	-0,2%	-0,13	-0,2%	-0,19	-1,7%	-0,06	-0,5%
EBITA	-3,14	-7,0%	-1,04	-2,1%	-0,36	-0,7%	-0,61	-1,1%	-1,17	-10,9%	-0,68	-5,9%
var	nd		ns		ns		ns		ns		ns	
Éléments exceptionnels	1,35	3,0%	-0,16	-0,3%	-0,13	-0,3%	-0,13	-0,2%	0,05	0,5%	-0,23	-2,0%
EBIT	-1,79	-4,0%	-1,20	-2,4%	-0,49	-1,0%	-0,74	-1,3%	-1,12	-10,4%	-0,91	-7,9%
var	nd		ns		ns		ns		ns		ns	
Résultat financier	-0,10		-0,21		-0,15		-0,13		-0,32		-0,61	
Résultats avant impôt	-1,88	-4,2%	-1,41	-2,9%	-0,63	-1,3%	-0,87	-1,5%	-1,43	-13,3%	-1,52	-13,2%
var	nd		ns		ns		ns		ns		ns	
Impôts (taux d'imposition)	0,00		0,00		0,00		0,02		0,05		0,01	
Minoritaires	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	-0,02	-0,1%	-0,02	-0,2%
Activités abandonnées	0,00		0,00		-2,51		0,00		0,00		0,00	
RN part du groupe	-1,88	-4,2%	-1,41	-2,9%	-3,14	-6,3%	-0,85	-1,5%	-1,40	-13,0%	-1,53	-13,3%
var	nd		ns		ns		ns		ns		ns	

Source : O2i

3.3.1.5 Bilan économique d'O2i sur la période 2015-18

Le bilan économique de O2i sur la période 2015-20 est détaillé dans le tableau ci-dessous.

Bilan économique consolidé de O2i

en m €, au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ecart d'acquisitions	10,90	10,90	10,40	10,40	10,49	10,48
Immobilisations incorporelles	1,46	1,84	1,95	2,05	2,10	1,88
Immobilisations corporelles	1,87	1,72	1,66	2,00	2,18	2,03
Immobilisations financières	0,53	0,56	0,61	1,20	1,07	1,11
Autres immobilisations	0,00	0,00	0,00	0,64	0,56	0,37
Total actif immobilisé	14,76	15,02	14,61	16,28	16,39	15,87
Besoin en fonds de roulement	1,57	-2,01	0,88	5,30	7,87	10,85
Total actif économique	16,33	13,01	15,49	21,58	24,26	26,72
Capitaux propres part du groupe	7,97	10,21	12,67	15,70	15,62	15,45
Minoritaires	0,70	0,93	4,89	6,51	6,53	6,53
Provisions	0,73	0,70	0,80	1,29	1,08	1,82
Dette Financière Nette	6,94	1,17	-2,86	-1,91	1,03	2,92
Total passif économique	16,33	13,01	15,49	21,58	24,26	26,72

Source : O2i

Cette situation reflète avant tout la situation bilantielle de M2i, consolidé par intégration globale, décrite précédemment. Pour avoir une idée plus précise de la situation bilantielle des actifs hors M2i (ie hors Ingénierie et Adiict), nous avons procédé à la déconsolidation de sa filiale cotée dans le tableau ci-dessous.

Bilan économique de O2i déconsolidé de M2i

en m €, au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ecart d'acquisitions	4,61	4,61	3,52	3,52	3,52	3,52
Immobilisations incorporelles	1,39	1,69	1,78	1,89	1,92	1,52
Immobilisations corporelles	0,46	0,37	0,29	0,26	0,03	-0,07
Immobilisations financières	0,13	0,16	0,17	0,17	-0,03	-0,04
Autres immobilisations	0,00	0,00	0,00	0,02	0,06	0,07
Total actif immobilisé	6,59	6,82	5,76	5,87	5,51	4,99
Besoin en fonds de roulement	-0,15	2,71	0,64	1,52	4,86	5,05
Total actif économique	6,43	9,53	6,40	7,38	10,36	10,05
Capitaux propres part du groupe	4,06	5,34	3,80	5,08	4,46	4,10
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,30	0,25	0,21	0,29	0,32	0,55
Dette Financière Nette	2,06	3,94	2,39	2,00	5,59	5,40
Total passif économique	6,43	9,53	6,40	7,38	10,37	10,04

Source : O2i

L'actif économique de O2i déconsolidé de M2i comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des écarts d'acquisition (3,52 millions d'euros au 31 décembre 2020) qui reflètent la stratégie active de croissance externe du groupe préalablement à la période étudiée. Depuis 2015, ce poste n'a que marginalement évolué, diminuant de -1,1 million d'euros en 2017 après la cession de l'activité Print.
- Des immobilisations incorporelles (1,52 million d'euros au 31 décembre 2020) correspondant essentiellement à la capitalisation des frais de recherche & développement de l'offre logicielle Adiict.
- Un Besoin en Fonds de Roulement (5,05 millions d'euros à fin 2020), dont l'évolution en données consolidées sur la période 2015-20 n'est pas forcément représentative du modèle économique du groupe. Plus encore que pour M2i, le BFR d'O2i est perturbé par la mise en place d'un affacturage déconsolidant en 2016 et par la mise en place de compte courant avec Prologue et M2i. Dans le tableau ci-dessous, nous détaillons l'évolution du BFR « économique » de O2i, c'est-à-dire retraité de l'affacturage déconsolidant et des comptes courants existants. Ce dernier ressort à 1,33 millions d'euros au 31/12/2020, représentant 42 jours de CA. Ceci traduit une sensible amélioration de la situation depuis 2016 (122 jours de CA) pour retrouver des niveaux plus normatifs.

BFR « économique » de O2i déconsolidé de M2i

en m €, au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BFR Consolidé O2i	1,57	-2,01	0,88	5,30	7,87	10,85
BFR Consolidé M2i	1,72	-4,72	0,24	3,78	3,01	5,80
BFR O2i déconsolidé M2i	-0,15	2,71	0,64	1,52	4,86	5,05
Affacturage déconsolidant O2i	0,00	2,29	2,58	1,50	1,42	0,88
Compte Courant intragroupe	1,70	0,06	-0,26	-0,99	-4,35	-4,61
BFR économique O2i	1,54	5,06	2,95	2,03	1,92	1,33
BFR économique en jours de CA	36	122	107	67	65	42

Source : O2i, M2i

Le passif économique de O2i comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des capitaux propres part du groupe constituant la majeure partie du passif (4,10 millions d'euros estimés au 31/12/20), stable par rapport à 2015 (4,06 millions d'euros), les pertes sur la période 2015-20 ayant été compensées par les augmentations de capital réalisées par O2i (2,9 millions d'euros en 2016, 1,5 million d'euros en 2017, 2,0 millions d'euros en 2018, 0,9 million d'euros en 2019 et 1,0 million d'euro en 2020).
- Une Dette Financière Nette de +5,4 millions d'euros au 31/12/20, en augmentation sensible sur 2019-20 (2,0 millions d'euros fin 2018) du fait notamment de l'augmentation sensible des comptes courants accordés à Prologue (reconnus dans le BFR et non dans la DN).
- Des provisions (0,55 million d'euros au 31/12/20) comprenant des provisions retraites (0,32 million d'euros) et des provisions pour litiges et garanties (0,23 million d'euros).

3.3.1.6 Plan d'affaires pour la période 2021-2024 d'O2i

Sachant que la valorisation de M2i a été déterminée précédemment sur la base du plan d'affaires détaillées précédemment, le plan d'affaires communiqué par la direction d'O2i concerne uniquement ses activités Ingénierie et Adiict. Comme pour M2i, l'ensemble des données financières intègrent la norme IFRS 16 et ont été retraitées au niveau de l'EBITDA et des amortissements.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Pour son activité Ingénierie : croissance du chiffre d'affaires de +3% à +7% par an et amélioration progressive de la rentabilité pour une tendre vers une marge d'EBITDA (hors IFRS 16) de 3,2% en 2024.
- Pour son activité Logicielle (Adiict) : très forte accélération de la croissance sur 2021-24 pour atteindre à cet horizon un chiffre d'affaires de 2,5 millions d'euros environ. Dans cette industrie de coûts fixes, cette très forte croissance devrait se traduire par une amélioration sensible de l'EBITDA entre 2020 (0,43 millions d'euros) et 2024 (0,64 million d'euros), quand bien même la société arrêtera de capitaliser sa R&D.

3.3.1.7 Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres d'O2i

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2020.

La Dette Nette ajustée de O2i, tenant compte de la déconsolidation de M2i, intègre au 31 décembre 2020 :

- Une Dette Financière Nette de 5,40 millions d'euros hors impact de la norme IFRS 16, comprenant 6,77 millions d'euros de dettes financières desquelles est déduite une trésorerie de 1,37 million d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 0,24 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 0,23 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- Des intérêts minoritaires de 0 million d'euro, la valeur des intérêts minoritaires de M2i étant calculée par itération sur la base de la valorisation obtenue précédemment et traitée séparément.
- Des immobilisations financières de 0,22 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- L'affacturage déconsolidant, associé aux activités Ingénierie et Adiict, pour sa valeur communiquée par la société de 0,88 million d'euros.
- Les reports déficitaires pour une valeur nulle au regard des perspectives de résultats détaillées dans le plan d'affaires 2021-2024.
- L'avance en compte courant accordée par M2i à O2i de 4,53 millions d'euros pour sa valeur au bilan.
- L'avance en compte courant accordée par O2i à Prologue de 9,13 millions d'euros pour sa valeur au bilan.

La Dette Nette ajustée d'O2i ressort à 1,92 million d'euros.

3.3.1.8 Nombre d'actions retenues pour O2i

Le nombre d'actions O2i retenu est de 15 141 768, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 15 310 317 tel que communiqué par la société au 31 décembre 2020, diminué des actions auto-détenues (168 549) à la même date.

Il est à noter que le nombre d'actions retenu ne tient pas compte des instruments dilutifs détaillés dans le tableau ci-dessous. Ces derniers peuvent potentiellement donner droit à la création de 4 660 296 actions nouvelles, soit 30% des actions actuellement en circulation. Pour certains d'entre eux (BSA 2022), leur prix d'exercice est largement hors de la monnaie, ce qui rend leur exercice difficilement envisageable. Pour les autres (OCA 2020-22, OCA 2024 et BSA 2023), le prix d'exercice est proche des niveaux de valorisation obtenu, de sorte que leur exercice n'aurait qu'un impact très limité sur la valorisation de l'action O2i (le cash-in étant compensant l'augmentation du nombre d'actions).

Nature	nombre initial	solde au 31/12/20	Date limite d'exercice	Prix d'exercice (€)	Parité	actions nouvelles potentielles
OCA 2020-22 (OCABSA 3 août 2016)	2 528 495	1 612 856		1,32 €	1,1 OCA pour 1 action	1 466 233
dont:Tranche août 2019	1 050 153		31/08/2022	1,32 €	1,1 OCA pour 1 action	
dont:Tranche août 2021	1 191 423		31/08/2023	1,32 €	1,1 OCA pour 1 action	
dont:Tranche août 2022	286 926		31/08/2022	1,32 €	1,1 OCA pour 1 action	
OCA 2019-24	1 955 744	1 955 744	03/06/2024	1,40 €	1,16666 OCA pour 1 action	1 676 352
BSA 2016-23 (OCABSA 3 août 2016)	2 528 495	1 296 318		[1,30-1,40]	1 BSA pour 1 action	1 296 318
dont:Tranche août 2019		45 646	31/08/2023	1,40 €	1 BSA pour 1 action	45 646
dont:Tranche août 2021		1 024 981	31/08/2023	1,40 €	1 BSA pour 1 action	1 024 981
dont:Tranche août 2022		225 691	31/08/2023	1,30 €	1 BSA pour 1 action	225 691
BSA 2022	1 957 953	442 787	02/08/2022	1,70 €	2 BSA pour 1 action	221 394
					Total	4 660 296

Source : O2i

3.3.2 Méthodes retenues pour l'appréciation d'O2i

3.3.2.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (discounted cash-flows) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Au-delà du plan d'affaires sur 2021-24, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2030 afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale avec les hypothèses suivantes :

- Une convergence linéaire de la croissance du groupe de +7,2% en 2024 à +1,5% à 2030.
- L'évolution de la marge d'EBITDA de 6,8% visés en 2024 à 5,8% en 2030, là aussi de manière linéaire (en pourcentage du chiffre d'affaires). Le niveau retenu de 5,8% correspond à la marge d'EBITDA moyenne sur la durée du plan d'affaires 2021-2024, soit une méthodologie identique à celle retenue pour M2i et Prologue qui a pour objectif de représenter une rentabilité normative durant tout un cycle économique.
- Des amortissements et des investissements relativement limités, convergeant à horizon 2030 vers 1% du chiffre d'affaires.
- Une variation de BFR correspondant à l'évolution du BFR « économique », c'est-à-dire retraité de l'affacturage déconsolidant et de l'avance en compte courant. Le BFR « économique » normatif a été fixé à 40 jours de chiffres d'affaires, proche du niveau atteint fin 2020 et en phase avec les éléments communiqués par la direction dans le plan d'affaires sur la période 2021-24.
- Un taux d'imposition normatif correspondant au taux en vigueur en France.

Flux de trésorerie actualisés de O2i sur 2021-30e

en m€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	10,73	11,53	12,22	13,32	14,31	15,34	16,30	17,16	17,91	18,52	18,97	19,26
var	-3,4%	+7,5%	+6,0%	+9,0%	+7,4%	+7,2%	+6,3%	+5,3%	+4,4%	+3,4%	+2,5%	+1,5%
EBITDA	0,15	0,44	0,62	0,72	0,86	1,05	1,09	1,12	1,14	1,14	1,14	1,13
marque EBITDA	1,4%	3,8%	5,1%	5,4%	6,0%	6,8%	6,7%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	5,8%
Capex	-0,52	-0,34	-0,57	-0,39	-0,22	-0,04	-0,07	-0,09	-0,12	-0,14	-0,17	-0,19
en % du CA	-4,9%	-2,9%	-4,7%	-3,0%	-1,5%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,8%	-0,9%	-1,0%
AGA												
Amortissements	-0,83	-0,70	-0,77	-0,69	-0,50	-0,48	-0,45	-0,42	-0,37	-0,32	-0,26	-0,19
en % du CA	-7,8%	-6,0%	-6,3%	-5,2%	-3,5%	-3,1%	-2,8%	-2,4%	-2,1%	-1,7%	-1,4%	-1,0%
BFR retraité d'O2i, CC et Affacturage	1,9	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1
BFR/CA (%)	17,9%	11,5%	11,6%	11,9%	11,6%	11,3%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%
BFR en jours de CA	65	42	42	43	42	41	41	41	41	40	40	40
Taux IS	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Synthèse												
EBITDA	0,15	0,44	0,62	0,72	0,86	1,05	1,09	1,12	1,14	1,14	1,14	1,13
Impôts	0,00	0,07	0,00	-0,01	-0,09	-0,14	-0,16	-0,18	-0,19	-0,21	-0,22	-0,23
Capex	-0,52	-0,34	-0,57	-0,39	-0,22	-0,04	-0,07	-0,09	-0,12	-0,14	-0,17	-0,19
Variation BFR	0,11	0,59	-0,08	-0,17	-0,08	-0,09	-0,10	-0,08	-0,07	-0,05	-0,04	-0,02
FCF opérationnel après BFR	-0,26	0,77	-0,03	0,15	0,48	0,78	0,77	0,77	0,76	0,74	0,72	0,68
var	ns	ns	ns	-621,6%	+214,6%	+63,4%	-1,4%	+0,1%	-1,1%	-2,3%	-3,5%	-4,7%
Coef d'actualisation	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
FCF opérationnel actualisé			-0,03	0,13	0,36	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36	0,31	0,27

Source : O2i, estim ations E

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de -0,19%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 30 avril 2021 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 5,45%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 30 avril 2021 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Un bêta de 1,12x correspondant au bêta 3 ans désendetté d'un échantillon d'entreprises comparables (Wedia, Open Text, Econocom, Atos et Neurones) de 1,03x fourni par Factset Estimates et ajuster pour tenir compte de la situation financière de O2i. L'approche retenue est la même que pour la détermination des bêtas de M2i. Pour information, le bêta statistique de O2i sur 3 ans ressort à 1,87x.
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 0% au regard d'une Dette Nette Ajustée négative en tenant compte de la valeur de la participation dans M2i.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 9,58% qui se compare au taux de 9,8% retenu par la société pour ses tests de perte de valeur.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de +1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de O2i ressort à 6,7 millions d'euros. Après déduction de la Dette Nette (1,9 millions d'euros) et prise en compte de la valeur de la participation de 59% dans M2i (16,5 millions d'euros), la valeur des capitaux propres s'établit à 21,2 millions d'euros soit 1,40 euro par action. La valeur terminale représente 51% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action de O2i s'établit dans une fourchette de 1,36 euro à 1,45 euro.

		WACC						
		8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
croissance à l'infini	+0,5%	1,46	1,43	1,40	1,37	1,35	1,32	1,30
	+1,0%	1,48	1,45	1,41	1,38	1,36	1,33	1,31
	+1,5%	1,51	1,47	1,43	1,40	1,37	1,34	1,32
	+2,0%	1,54	1,49	1,45	1,41	1,38	1,35	1,33
	+2,5%	1,57	1,52	1,47	1,43	1,40	1,37	1,34

Source : O2i, estim ations E

3.3.2.2 Approche par les cours boursiers

Les actions O2i sont admises aux négociations sur Alternext (devenu Euronext Growth) depuis 2005. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an à compter de la date de l'annonce de reprise du projet d'opération, soit entre le 23 avril 2020 et le 23 avril 2021.

Au cours des 12 derniers mois, les volumes se sont élevés à 1 698 446 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 6,8 milliers d'euros. La liquidité du titre O2i est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 52% sur 1 an.



Source : Factset Estimates

Le cours moyen pondéré s'établit à 1,13 euro sur 3 mois, 1,09 euro sur 6 mois et 1,05 euro sur 12 mois. Le cours de clôture a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 22 janvier 2021 à 1,21 euro et son plus bas le 26 mai 2020 à 0,67 euro. Le 23 avril 2021, dernière séance précédant l'annonce de la reprise du projet de rapprochement, le titre a clôturé à 1,03 euro.

	Cours	Volume moyen journalier
Cours clôture du 23 avril 2021	1,03	1
Moyenne pondérée 3 mois (22/01/21 au 23/04/21)	1,13	12 504
Moyenne pondérée 6 mois (23/10/20 au 23/04/21)	1,09	8 155
Moyenne pondérée 12 mois (23/04/20 au 23/04/21)	1,05	6 507
Plus bas 12 mois	0,67	
Plus haut 12 mois	1,21	

Source : Factset Estimates

3.3.3 Méthodes écartées

3.3.3.1 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de O2i les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité.

Dans le cas d'O2i, la difficulté tient au fait que le groupe (hors M2i) exerce 2 activités (Ingénierie et Adiict) aux multiples de valorisation très différents et que les 2 activités affichent des niveaux d'activités très faibles comparativement aux acteurs auxquels nous pourrions le comparer. Pour Adiict, son seul véritable concurrent Wedia est coté (capitalisation boursière de 20 millions d'euros) mais son chiffre d'affaires est plus de 15 fois supérieur à celui d'Addict (15,7 millions d'euros en 2020 vs 1,0 million d'euro) et surtout la société n'est suivie que par un seul bureau d'étude qui ne contribue pas au consensus Factset ou Bloomberg et ne permet pas d'obtenir de ratios de valorisation pour Wedia. Pour son activité Ingénierie, O2i pourrait être comparé à des Entreprises des Services Numériques (ESN) de l'univers small-caps France, comme Aubay, Groupe Open, Infotel, Micropole, Neurones, SQLI, Sword, Umanis ou Visiativ, mais là aussi le différentiel de taille paraît trop important, aucune des sociétés citées ne réalisant moins de 150 millions d'euros de chiffres d'affaires en 2020 quand l'activité Ingénierie de O2i a réalisé un chiffre d'affaires de 10,5 millions d'euros en 2020. Enfin, aucune des 2 activités n'est rentable en 2020 au niveau de l'EBITA et ne devrait l'être en 2021 et 2022 selon le plan d'affaires présenté par la société, ce qui limiterait l'approche par les comparables boursiers au seul multiple de VE/CA. Pour l'ensemble de ces raisons, l'approche par comparables n'a pas été retenue.

3.3.3.2 Cours cible des analystes

Selon Factset Estimates et Bloomberg, O2i est suivi de manière régulière par Greensome au cours des 12 derniers mois. Avec seulement un bureau d'études suivant la valeur, la notion de consensus ne peut être considérée comme pertinente, ce qui ne nous permet pas de retenir cette méthode de valorisation. Il convient par ailleurs de souligner que Prologue n'étant pas suivi, cette approche de valorisation ne permettrait pas de déterminer une parité entre Prologue et O2i.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des objectifs de cours depuis 1 an. A date de la dernière publication (25 avril 2021), Greensome a un objectif de 1,41 euro.

Date de publication	Bureau d'analyse	Recommandation	Objectif cours
25/04/2021	Greensome	ACHAT	1,41
09/02/2021	Greensome	ACHAT	1,37
16/11/2020	Greensome	ACHAT	1,27
01/10/2020	Greensome	ACHAT	1,16
31/07/2020	Greensome	ACHAT	1,16
15/05/2020	Greensome	SOUS REVUE	SOUS REVUE
04/05/2020	Greensome	SOUS REVUE	SOUS REVUE
05/02/2020	Greensome	ACHAT	1,49

Source : Factset Estimates

3.3.3.3 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) O2i n'a jusqu'à présent jamais versé de dividende à ses actionnaires.

3.3.3.4 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de O2i sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) de O2i ressort à 1,02 euro par action au 31 décembre 2020, sur la base d'une valeur des capitaux propres part du groupe de 15,45 millions et d'un nombre d'actions retenu de 15 141 768.

3.3.3.5 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de O2i les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité. La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de O2i, il est difficile d'identifier des transactions comparables et surtout d'obtenir des multiples de transaction pour cette taille d'actifs (CA inférieure à 10 millions d'euros pour l'activité Ingénierie et 1m€ pour Adiiict). Au vu des informations limitées à disposition, il n'est pas possible d'en tirer des enseignements pour valoriser O2i.

3.4 DETERMINATION DE LA VALORISATION DE PROLOGUE

3.4.1 Données financières de base pour Prologue

3.4.1.1 Agrégats de référence de Prologue

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de Prologue pour les exercices 2016, 2017, 2018, 2019 et 2020, les rapports semestriels 2019 et 2020 et les communiqués financiers publiés par la société depuis 2017, notamment ceux traitant des performances trimestrielles.

Le management de Prologue a également communiqué un plan d'affaires pour la période 2021-24. Les estimations au-delà de 2024 ont été construites sur la base des informations passées et des discussions avec la direction de la société, sans que ce dernier ne valide ou n'infirmes les hypothèses.

3.4.1.2 Historique de la société Prologue

Filiale à l'origine de Bull, Prologue a été créé en 1986 sur la base d'un concept simple : offrir aux sociétés de services informatiques un environnement complet de développement de logiciels fondé sur la technologie multi-utilisateurs. Prologue acquiert son indépendance financière par le biais d'un RES (Rachat de l'Entreprise par les Salariés), soldé en 1991 après un remboursement cumulé d'environ 55 millions de francs (8,4 millions d'euros). En 1993, la société, anticipant le succès de Windows NT, signe un accord stratégique avec Microsoft lui permettant de devenir le seul éditeur européen à disposer du code source de ce système d'exploitation. Cet accord lui permet de concevoir la technologie WinTimes, conférant à Windows NT les caractéristiques d'un système d'exploitation multi-utilisateurs. En 1997, Microsoft s'est porté acquéreur d'une licence des deux seuls produits du marché : Winframe du groupe américain Citrix Systems et WinTimes de Prologue. Ces 2 solutions seront utilisées au sein des 2 nouveaux systèmes d'exploitation lancés par Microsoft : Windows 2000 en 1999 et Windows XP en 2001. Entre 1998 et 2001, Prologue élargit son panel de technologies, afin d'étendre son offre de solutions multi-utilisateurs, ce qui lui permet de disposer d'une offre articulée 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 informatisées, télé-déclarations, télé-procédures, Feuilles de Soins Electroniques). Pour étoffer son offre de services, Prologue procède au rachat de la société Euroview (conception et déploiement d'infrastructures systèmes et de messageries) qui procédera elle-même au rachat en 2000 d'Alhambra Systems, société espagnole créée en 1992 dont l'activité se base sur des projets d'installations et de gestions d'infrastructures de systèmes, réseaux et télécommunications. La société est introduite au Nouveau Marché de la bourse de Paris le 2 juillet 1998. Entre 2002 et 2005, Prologue connaît une période compliquée qui la force à restructurer son offre et recentrer sa stratégie produit, en cédant notamment des sociétés dont l'activité n'était plus le cœur de métier de Prologue et en procédant à des restructurations. Ces mesures n'empêchent pas Prologue de devoir se déclarer en cessation de paiement en novembre 2004. La société parvient à échapper à la liquidation et le Tribunal de commerce valide en novembre 2005 le plan de continuation présenté par la société assorti d'un plan d'étalement des dettes sur 10 ans. Entre 2006 et 2014, la société va se concentrer sur l'exécution de son plan de continuation, avec le recentrage sur son cœur de métier (plateforme Use it Suite), la liquidation des filiales italienne, allemande et belge et le déploiement sur de nouvelle géographie comme le Brésil, l'Uruguay et les Etats-Unis. Prologue a par ailleurs connu un changement complet de direction en 2010, avec les nominations de George Seban, ancien fondateur et dirigeant de Prologue, en tant que PDG et de Jaime Guevara en tant que DG suite à la démission de l'ancienne direction. Cette période est également marquée par l'émission de différents instruments donnant accès au capital (actions, BSAAR, BSAA) pour donner au groupe les moyens d'assurer sa continuité d'exploitation et respecter les engagements de son plan de continuation. En octobre 2014, Prologue annonce sa sortie avec un an d'avance de son plan de continuation en procédant dès novembre 2014 au paiement en une seule fois des 2 dernières échéances pour un montant total de 2,2 millions d'euros.

En 2014, Prologue entame un nouveau chapitre de son histoire en annonçant un projet de fusion avec O2i qui a été décrit précédemment qui se concrétisera en 2015 par la prise de contrôle d'O2i et de M2i. Le 11 septembre 2019, Prologue présente un projet de renforcement des liens capitalistiques entre Prologue, O2i et M2i qui prendrait la forme d'une OPE de Prologue sur M2i, puis d'une fusion d'O2i dans Prologue. Repoussée en raison de la situation exceptionnelle de 2020, l'opération est relancée en avril 2021.

3.4.1.3 Présentation des activités de Prologue

En dehors de l'activité Formation IT logée chez M2i représentant 46% du chiffre d'affaires 2020 et des activités Ingénierie & Adict logée chez O2 représentant 14% du chiffre d'affaires, l'activité de Prologue se répartit entre :

➤ Cloud & Services Managés (15% du chiffre d'affaires 2020)

A travers ses divisions USE IT CLOUD et Alhambra, Prologue propose une plateforme multi-cloud qui permet aux utilisateurs de se tourner vers plusieurs et différents fournisseurs de services Cloud. La plateforme permet de regrouper ces différents services de cloud et de stockage dans une seule architecture.

USE IT Cloud est destinée à tout type d'entreprise mais aussi aux revendeurs de technologies Cloud. En effet, l'interface personnalisable peut être proposée en marque blanche pour être commercialisée par un revendeur.

Les fonctionnalités proposées par USE IT Cloud sont les suivantes :

- Un tableau de bord unique et centralisé
- La supervision simultanée des ressources déployées chez les différents fournisseurs de Cloud
- L'homogénéité des terminologies et des commandes de gestion
- Le reporting et la traçabilité des opérations de déploiements des ressources Cloud
- La disponibilité et la sélection instantanée d'un modèle de VM chez un fournisseur de Cloud

La plateforme est proposée sous le modèle SaaS avec un coût d'accès mensuel à la plateforme + un coût à la « machine virtuelle ».

➤ Infrastructure (12% du chiffre d'affaires 2020)

Prologue intervient en tant que prestataire pour le déploiement, la gestion, l'hébergement, la maintenance et l'intégration d'infrastructures informatique et téléphonique.

➤ Logiciels (12% du chiffre d'affaires 2020)

Prologue commercialise des solutions logicielles (dont Use it Suite) de communication, archivage et dématérialisation pour différents types de documents (EDI, XML, PDF, Fax, emails, Scan...). Ces solutions sont utilisées notamment pour la dématérialisation de factures, de signature électronique, la collecte et l'utilisation des données en lien avec RGPD.

D'un point de vue géographique, l'activité de Prologue se répartit entre :

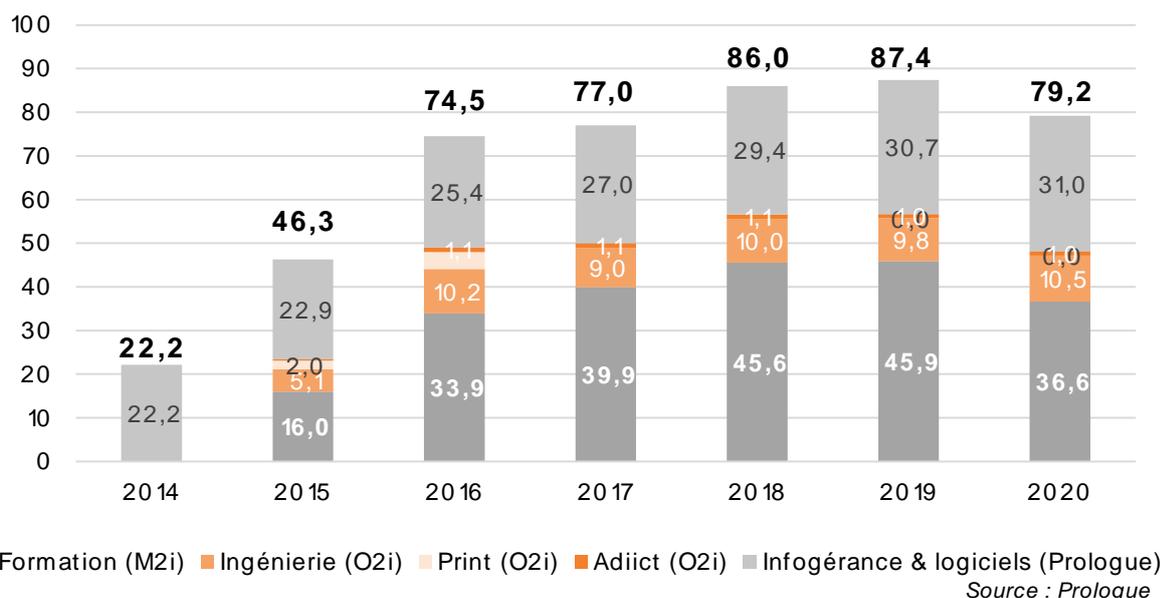
- La France (65% du chiffre d'affaires 2020, dont 61% réalisés à travers les activités d'O2i et de M2i)
- L'Espagne (31% du chiffre d'affaires 2020)
- Les Etats-Unis (2% du chiffre d'affaires 2020)
- L'Amérique Latine (3% du chiffre d'affaires 2020) à travers son implantation au Brésil et en Uruguay.

3.4.1.4 Evolution des résultats de Prologue depuis 2015

Dans un souci de comparabilité avec O2i et M2i, l'évolution des résultats de Prologue est mesurée sur la période 2015-20 sur la base des états financiers présentés selon les normes IFRS.

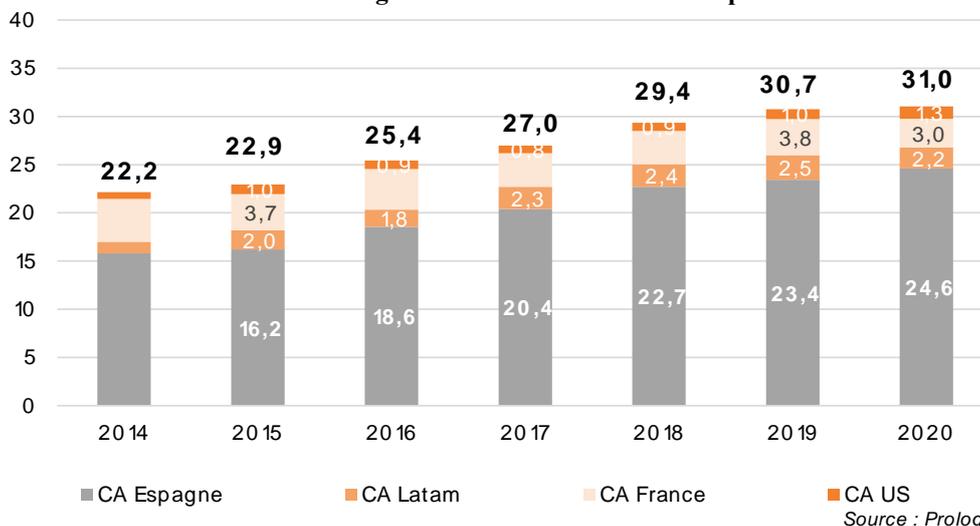
Sur la base des comptes consolidés de Prologue intégrant O2i en intégration globale à compter du S2 2015, Prologue a connu une solide dynamique de croissance entre 2015 et 2018, son chiffre d'affaires passant de 46,3 millions d'euros à 86,0 millions d'euros. Sur une base pro forma de l'intégration d'O2i, le chiffre d'affaires est passé de 71,1 millions d'euros en 2015 à 86,0 millions d'euros en 2018, soit une croissance moyenne annuelle de +6,5%. Cette dynamique a été interrompue en 2019 et 2020, le chiffre d'affaires tombant cette dernière année à 79,2 millions d'euros, principalement en raison des grèves en France fin 2019 et la crise sanitaire de 2020 qui ont pénalisé M2i.

Evolution du CA consolidé de Prologue sur la période 2015-20



En dehors des dynamiques de croissance d'O2i et de M2i précédemment expliquées, les activités propres à Prologue ont vu leur chiffre d'affaires croître de 22,9 millions d'euros en 2015 à 31,0 millions d'euros en 2020, soit une croissance moyenne annuelle de +6,2%, porté par une solide dynamique sur le marché espagnol (TMVA de +8,7%) et dans une moindre mesure par l'Amérique Latine même si la dynamique de croissance est fortement pénalisée par la dépréciation du real brésilien sur la période. En revanche, les activités en France et aux Etats-Unis sont restées relativement stables sur la période étudiée.

Evolution du CA de Prologue déconsolidé d'O2i sur la période 2015-20



En termes d'évolution des résultats consolidés, Prologue a vu sa rentabilité s'améliorer nettement entre 2015 (intégrant sur 6 mois O2i) et 2018, avec notamment un EBITA passant de -3,06 million d'euros à +2,67 millions d'euros et un Résultat Net part du groupe passant de -3,07 million d'euros à -1,06 millions d'euros. A l'image de la dynamique d'activité, ce très fort redressement des résultats trouve sa source essentiellement chez M2i. Sur 2019-20, les résultats traduisent une dégradation de la rentabilité sous l'effet des grèves et de la situation sanitaire qui ont lourdement pénalisé M2i à compter de fin 2019. L'EBITA est ainsi tombé à +1,41 million d'euro en 2020 et le RN pdg à -1,12 million d'euros.

Compte de résultats consolidés de Prologue sur la période 2015-20

en m €, au 31/12	2015	% CA	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA	2019	% CA	2020	% CA
CA	46,30		74,54		77,04		85,98		87,39		79,20	
var			+61%		+3%		+12%		+2%		-9%	
Achats consommés	-21,01	-45,4%	-30,66	-41,1%	-31,88	-41,4%	-33,96	-39,5%	-38,55	-44,1%	-35,30	-44,6%
Marge brute	25,29	54,6%	43,88	58,9%	45,16	58,6%	52,03	60,5%	48,84	55,9%	43,90	55,4%
var			+74%		+3%		+15%		-6%		-10%	
Charges externes	-7,28	-15,7%	-12,66	-17,0%	-13,03	-16,9%	-14,78	-17,2%	-10,92	-12,5%	-8,75	-11,1%
Charges de personnel	-18,89	-40,8%	-27,48	-36,9%	-27,68	-35,9%	-29,57	-34,4%	-29,92	-34,2%	-25,91	-32,7%
Impôts et taxes	-0,70	-1,5%	-1,22	-1,6%	-1,20	-1,6%	-1,33	-1,6%	-1,50	-1,7%	-1,34	-1,7%
Autres produits et charges	0,68	1,5%	0,46	0,6%	0,21	0,3%	0,35	0,4%	0,50	0,6%	0,55	0,7%
EBITDA	-0,89	-1,9%	2,98	4,0%	3,46	4,5%	6,69	7,8%	7,00	8,0%	8,45	10,7%
var			ns		+16%		+93%		+5%		+21%	
Amortissements	-1,71	-3,7%	-2,91	-3,9%	-3,35	-4,3%	-3,70	-4,3%	-6,54	-7,5%	-6,52	-8,2%
Provisions	-0,45	-1,0%	-0,28	-0,4%	0,14	0,2%	-0,31	-0,4%	-0,46	-0,5%	-0,53	-0,7%
EBITA	-3,06	-6,6%	-0,20	-0,3%	0,26	0,3%	2,67	3,1%	0,00	0,0%	1,41	1,8%
var			ns									
Éléments exceptionnels	0,12	0,3%	-3,79	-5,1%	-2,76	-3,6%	-0,51	-0,6%	-0,90	-1,0%	-1,20	-1,5%
EBIT	-2,94	-6,3%	-3,98	-5,3%	-2,50	-3,2%	2,16	2,5%	-0,90	-1,0%	0,21	0,3%
var			ns									
Résultat financier	-0,76	-1,6%	-0,66	-0,9%	-0,78	-1,0%	-0,57	-0,7%	-1,10	-1,3%	-1,70	-2,2%
Résultats avant impôt	-3,70	-8,0%	-4,65	-6,2%	-3,28	-4,3%	1,60	1,9%	-2,00	-2,3%	-1,49	-1,9%
var			ns									
Impôts (taux d'imposition)	0,15	ns	-0,34	ns	-0,54	ns	-0,03	ns	-0,50	ns	-0,20	ns
Minoritaires + SME	0,47	1,0%	0,48	0,6%	1,11	1,4%	-2,63	-3,1%	0,26	0,3%	0,57	0,7%
Activités abandonnées	0,00	0,0%	0,00	0,0%	-2,51	-3,3%	0,00	0,0%	0,34	0,4%	0,00	0,0%
RN part du groupe	-3,07	-6,6%	-4,51	-6,0%	-5,21	-6,8%	-1,06	-1,2%	-1,91	-2,2%	-1,12	-1,4%
var			ns									

Source : Prologue

En se focalisant sur la performance de Prologue excluant O2i dont nous venons de décrire précédemment l'évolution, nous avons détaillé dans le tableau ci-dessous le compte de résultats de Prologue déconsolidé d'O2i. Dans un souci de simplification, cette analyse est restreinte à la période 2016-20, l'exercice étant marqué par la consolidation de O2i sur le seul S2. Il en ressort une amélioration sensible de la rentabilité entre 2016 et 2020, avec un EBITA passant de -0,86 millions d'euros à +1,25 million d'euros. Ce redressement tient principalement au fort développement de sa filiale espagnole Alhambra dont la croissance soutenue du CA s'est accompagnée d'une amélioration sensible de la rentabilité, cette dernière dégagant une marge d'EBITA de 6,0% en 2020 (vs 3,2% en 2018).

Compte de résultats de Prologue déconsolidé de O2i sur la période 2016-20

en m €, au 31/12	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA	2019	% CA	2020	% CA
CA	25,46		26,98		29,33		30,75		31,05	
var			+6%		+9%		+5%		+1%	
Achats consommés	-8,41	-33,0%	-9,53	-35,3%	-9,29	-31,7%	-11,98	-39,0%	-11,81	-38,0%
Marge brute	17,06	22,9%	17,45	22,7%	20,04	23,3%	18,77	21,5%	19,25	24,3%
var			+2%		+15%		-6%		+3%	
Charges externes	-4,12	-16,2%	-4,20	-15,6%	-5,00	-17,0%	-2,94	-9,5%	-2,67	-8,6%
Charges de personnel	-11,76	-46,2%	-12,17	-45,1%	-12,41	-42,3%	-12,51	-40,7%	-12,18	-39,2%
Impôts et taxes	-0,18	-0,7%	-0,16	-0,6%	-0,19	-0,6%	-0,42	-1,4%	-0,29	-0,9%
Autres produits et charges	-0,02	-0,1%	-0,58	-2,2%	-0,02	-0,1%	-0,23	-0,7%	0,03	0,1%
EBITDA	0,97	1,3%	0,34	0,4%	2,43	2,8%	2,68	3,1%	4,13	5,2%
var			ns		+616%		+10%		+54%	
Amortissements	-1,76	-6,9%	-2,11	-7,8%	-2,37	-8,1%	-2,80	-9,1%	-2,67	-8,6%
Provisions	-0,07	-0,3%	0,30	1,1%	-0,17	-0,6%	-0,23	-0,7%	-0,21	-0,7%
EBITA	-0,86	-1,1%	-1,47	-1,9%	-0,11	-0,1%	-0,35	-0,4%	1,25	1,6%
var			ns		ns		ns		ns	
Éléments exceptionnels	-2,99	-11,7%	-2,01	-7,5%	-0,29	-1,0%	-0,47	-1,5%	-0,35	-1,1%
EBIT	-3,84	-5,2%	-3,48	-4,5%	-0,40	-0,5%	-0,82	-0,9%	0,90	1,1%
var			ns		ns		ns		ns	
Résultat financier	-0,41		-0,53		-0,38		-0,55		-0,96	
Résultats avant impôt	-4,26	-5,7%	-4,01	-5,2%	-0,79	-0,9%	-1,37	-1,6%	-0,07	-0,1%
var			ns		ns		ns		ns	
Impôts (taux d'imposition)	-0,26	ns	-0,24	ns	-0,32	ns	-0,19	ns	-0,18	ns
Minoritaires	0,69	2,7%	1,16	4,3%	-1,24	-4,2%	0,36	1,2%	0,43	1,4%
Activités abandonnées	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,34	1,1%	0,00	0,0%
RN part du groupe	-3,83	-5,1%	-3,09	-4,0%	-2,35	-2,7%	-0,86	-1,0%	0,18	0,2%
var			ns		ns		ns		ns	

Source : Prologue

3.4.1.5 Bilan économique de Prologue sur la période 2015-20

Le bilan économique de Prologue sur la période 2015-20 est détaillé dans le tableau ci-dessous.

en m € , au 31/12	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ecart d'acquisitions	2,192	2,190	2,140	2,140	2,149	2,148
Immobilisations incorporelles	6,38	7,30	6,78	6,17	5,87	4,68
Immobilisations corporelles	4,85	3,10	2,98	3,70	4,17	5,49
Immobilisations financières	1,60	1,32	0,92	1,67	1,10	2,12
Autres immobilisations	0,41	0,68	0,77	1,41	0,52	-1,07
Totalactif immobilisé	35,17	34,30	32,85	34,36	33,15	32,71
Besoin en fonds de roulement	1,26	-2,33	-0,27	2,57	4,36	6,63
Totalactif économique	36,43	31,97	32,58	36,92	37,51	39,33
Capitaux propres part du groupe	14,80	15,48	15,92	15,09	13,54	12,45
Minoritaires	5,22	7,07	13,06	17,40	17,69	17,67
Provisions	1,09	1,10	1,22	2,02	1,73	2,47
Dette Financière Nette	15,32	8,32	2,37	2,41	4,54	6,75
Total passif économique	36,43	31,97	32,58	36,92	37,51	39,33

Source : Prologue

Cette situation reflète avant tout la situation bilantielle de O2i (consolidé par intégration globale depuis fin 2015) décrite précédemment. Les éléments à retenir sur les suivants :

- Des écarts d'acquisitions stables sur la période 2015-20 à 21,48 millions d'euros fin 2020. Les principaux contributeurs à cette ligne sont Alhambra (8 millions d'euros) et O2i/M2i (13,1 millions d'euros).
- Des Capitaux propres part du groupe de 12,45 millions à fin 2020, en recul sur la période 2015-20, en lien avec les pertes du groupe qui ne sont que partiellement compensées par les augmentations de capital réalisées par Prologue via l'émission d'OCA, BSAAR, BSAA ou BSA.
- Des intérêts minoritaires en sensible augmentation sur la période, représentant 17,67 millions d'euros à fin 2020. Ces derniers reflètent essentiellement les intérêts minoritaires de O2i qui ont bénéficié de l'amélioration des résultats et des augmentations de capital réalisées auprès de cette dernière.
- Une Dette Financière Nette de 6,75 millions d'euros à fin 2020, en diminution sensible sur la période 2015-20 (15,32 millions d'euros à fin 2020). Cette dernière n'intègre toutefois pas les dettes envers O2i/Prologue reconnu en compte courant au niveau du BFR qui nécessite un retraitement pour avoir une vision plus précise de la situation réelle.

Pour avoir une idée plus précise de la situation bilantielle des actifs de Prologue hors O2i, il faudrait procéder à la déconsolidation d'O2i des comptes de Prologue. L'exercice est toutefois particulièrement délicat, puisqu'il nécessite de nombreux retraitements, en particulier au niveau du BFR (retraitement des comptes-courants), des minoritaires et des capitaux propres part du groupe. Si ces retraitements ont pu être réalisés dans le passage de la VE à la valeur des titres, l'historique recèle un niveau trop important d'approximation pour avoir une analyse pertinente.

3.4.1.6 Plan d'affaires pour la période 2021-2024 de Prologue

Sachant que les valorisations de O2i et M2i ont été déterminées sur la base du plan d'affaires détaillées précédemment, le plan d'affaires communiqué par la direction de Prologue concerne uniquement ses filiales API et USE IT CLOUD en France, Alhambra en Espagne, Imecom aux Etats-Unis, Alhambra Eidos America en Uruguay et Alhambra Eidos do Brasil au Brésil, ainsi que Prologue SA qui regroupe les frais de structure. Pour ses filiales étrangères, les plan d'affaires communiqués en devise locale ont été convertis en euros sur la base de parités proches des niveaux actuels (euro/dollar US à 1,20 et euro/real brésilien à 6,70). Enfin, comme pour M2i et O2i, les données financières communiquées par la société intégrant la norme IFRS 16 ont été retraitées au niveau de l'EBITDA et des amortissements.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires de +10% à +14% par an au niveau du périmètre concerné, avec des dynamiques de croissance différentes selon les pays et les activités du groupe. L'Espagne, principale contributrice au chiffres d'affaires 2020 (79% du total hors O2i/M2i), affiche une croissance prudente en 2021 (+4%), avant d'accélérer sur 2022-24 (+8% à +10%). Les activités en Amérique Latine (7% du total) affichent une très forte croissance sur la durée du plan, mais celle-ci est tronquée en 2021 par un effet change particulièrement pénalisant. Les activités en France, modestes en 2020 (3 millions d'euros de

chiffre d'affaires) devraient doubler en 2024 (5,9 millions d'euros) avec la monétisation de son offre USE IT CLOUD

- Une amélioration sensible et régulière de la profitabilité sur la durée du plan, la marge d'EBITDA (retraitée d'IFRS 16) devant passer de 10,5% en 2020 à 19,4% en 2024, portée notamment par une légère amélioration de la profitabilité en Espagne (+0,7pt par an sur la durée du plan), une contribution grandissante de l'Amérique Latine et l'atteinte d'une rentabilité normative en France (de l'ordre de 20% en 2024 vs 13% en 2020).

3.4.1.7 Eléments de passage de la valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres de Prologue

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2020. La Dette Nette ajustée de Prologue, tenant compte de la déconsolidation de O2i, intègre au 31 décembre 2020 :

- Une Dette Financière Nette de 3,83 millions d'euros hors impact de la norme IFRS 16, comprenant 6,69 millions d'euros de dettes financières desquelles est déduite une trésorerie de 2,86 millions d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 0,37 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 0,13 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- Des intérêts minoritaires de 7,46 millions d'euros, reflétant la valeur des intérêts minoritaires hors O2i (cette dernière est traitée séparément et valorisée sur la base du DCF réalisé sur O2i). Les intérêts minoritaires concernent principalement les minoritaires présents au capital de la filiale brésilienne et leur valorisation est calculée en tenant compte de la contribution au FCF des entités où figurent des minoritaires dans le DCF calculé par la suite.
- Des immobilisations financières de 1,25 million d'euros pour leur valeur au bilan.
- L'affacturage déconsolidant, retraité de celui associé à O2, pour sa valeur communiquée par la société de 0,63 million d'euros.
- Les reports déficitaires pour une valeur nulle au regard des perspectives de résultats détaillées dans le plan d'affaires 2021-2024. L'essentiel du déficit reportable du groupe (62,4 millions d'euros à fin 2020) est logé au sein de Prologue SA (holding du groupe ne générant pas d'activité) et leur utilisation future semble extrêmement difficile.
- L'avance en compte courant accordée par O2i à Prologue de 9,13 millions d'euros pour sa valeur au bilan.
- La part souscrite par Prologue en 2018 dans l'OCA d'O2i et neutralisée dans les comptes consolidés à hauteur de 0,63m€.
- L'amende AMF de 0,60 million d'euros au regard des conclusions de l'appel rendu le 22 avril 2021. Prologue a finalement été condamné à verser 0,75 million d'euro. Si la société n'exclut pas de se pourvoir en cassation, il convient d'intégrer cet élément non provisionné, après déduction de 0,15 million d'euros déjà payés en 2020.

La Dette Nette ajustée de Prologue ressort à 20,27 millions d'euros.

3.4.1.8 Nombre d'actions retenues pour Prologue

Le nombre d'actions Prologue retenu est de 51 216 032, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 46 596 032 tel que communiqué par la société au 31 décembre 2020, augmenté des actions gratuites (4 620 000) attribuées en 2020 et 2021.

Il est à noter que le nombre d'actions retenu ne tient pas compte des instruments dilutifs détaillés dans le tableau ci-dessous. Ces derniers peuvent potentiellement donner droit à la création de 19 846 474 actions nouvelles, soit 43% des actions actuellement en circulation. Leur prix d'exercice est en effet largement hors de la monnaie (entre 0,80 euro et 2,0 euros), ce qui rend leur exercice difficilement envisageable.

Nature	nombre initial	solde au 31/12/20	Date limite d'exercice	Prix d'exercice (€)	Parité	actions nouvelles potentielles
BSAA m autorisé 2021	8 443 518	8 407 442	31-mars-2021	2,00 €	Un bon pour 1 action	8 407 442
BSA 2024	45 840 970	45 784 450	1-févr.-2024	0,80 €	5 bons pour 1 action	9 156 890
BSAAR Managers	50 000	50 000	31-mars-2021	2,00 €	Un bon pour 1 action	50 000
BSA2016 (OCABSA 2016)	892 857	892 857	20-sept.-2021	0,98 €	Un bon pour 1 action	892 857
BSA2017 (OCABSA 2017)	1 339 285	1 339 285	21-févr.-2022	0,92 €	Un bon pour 1 action	1 339 285

Source : Prologue

3.4.2 Méthodes retenues pour l'appréciation de Prologue

3.4.2.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (discounted cash-flows) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Au-delà du plan d'affaires sur 2021-24, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2030 afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale avec les hypothèses suivantes :

- Une convergence linéaire de la croissance du groupe de +10,1% en 2024 à +1,5% à 2030.
- L'évolution de la marge d'EBITDA de 19,4% visés en 2024 à 13,7% en 2030, là aussi de manière linéaire (en pourcentage du chiffre d'affaires). Le niveau retenu de 13,7% correspond à la marge d'EBITDA moyenne sur la période 2019-2024. L'approche méthodologie est légèrement différente de celle retenue pour M2i et O2i (moyenne 2021-24), afin de refléter le caractère plus volontariste du plan d'affaires de Prologue.
- Des amortissements et des investissements relativement limités, convergeant à horizon 2030 vers 2% du chiffre d'affaires.
- Une variation de BFR correspondant à l'évolution du BFR « économique », c'est-à-dire retraité de l'affacturage déconsolidant et de l'avance en compte courant. Le BFR « économique » normatif a été fixé à 70 jours de chiffres d'affaires, en ligne avec les niveaux constatés à fin 2019 (71 jours) et à fin 2020 (65 jours) et traduisant une légère amélioration par rapport aux éléments communiqués par la direction dans le plan d'affaires sur la période 2021-24 (78 jours à fin 2024).
- Un taux d'imposition normatif correspondant au taux en vigueur dans les différents pays où le groupe exerce son activité.

Flux de trésorerie actualisés de Prologue sur 2021-30e

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	30,8	31,1	34,3	39,2	44,2	48,6	52,9	56,7	60,0	62,6	64,5	65,4
var	+5,0%	+1,1%	+10,1%	+14,4%	+12,7%	+10,1%	+8,7%	+7,3%	+5,8%	+4,4%	+2,9%	+1,5%
EBITDA	1,95	3,27	4,41	6,07	7,71	9,41	9,96	10,39	10,69	10,84	10,83	10,66
marge EBITDA	6,3%	10,5%	12,9%	15,5%	17,5%	19,4%	18,8%	18,3%	17,8%	17,3%	16,8%	16,3%
Capex	-1,93	-1,54	-1,26	-1,09	-1,05	-1,08	-1,16	-1,22	-1,27	-1,30	-1,31	-1,31
en % du CA	-6,3%	-4,9%	-3,7%	-2,8%	-2,4%	-2,2%	-2,2%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,0%	-2,0%
Amortissements	-2,30	-1,85	-2,11	-2,02	-1,94	-1,93	-1,83	-1,67	-1,46	-1,30	-1,31	-1,31
en % du CA	-7,5%	-5,9%	-6,2%	-5,2%	-4,4%	-4,0%	-3,5%	-2,9%	-2,4%	-2,1%	-2,0%	-2,0%
BFR retraité CC & Affacturage	6,0	5,5	6,9	8,2	9,4	10,4	9,9	10,2	10,4	10,3	10,6	10,8
BFR/ CA (%)	19,5%	17,8%	20,1%	21,0%	20,3%	19,5%	18,8%	18,0%	17,3%	16,5%	16,5%	16,5%
BFR en jours de CA	71	65	73	77	77	78	69	66	63	60	60	60
Impôts	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,3	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Taux IS	51,7%	26,8%	27,2%	22,7%	22,5%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Synthèse												
EBITDA	1,9	3,3	4,4	6,1	7,7	9,4	10,0	10,4	10,7	10,8	10,8	10,7
Impôts	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,3	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Capex	-1,9	-1,5	-1,3	-1,1	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Variation BFR	0,4	-1,4	-1,3	-1,4	-1,1	-1,0	0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
FCF opérationnel après BFR	0,19	-0,09	1,20	2,68	4,25	5,70	7,53	7,02	7,32	7,53	7,19	7,20
var		-148,5%	-1375,5%	+124,3%	+58,4%	+34,2%	+32,1%	-6,8%	+4,2%	+2,9%	-4,6%	+0,2%
Coef d'actualisation	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0
FCF opérationnel actualisé			1,1	2,1	3,0	3,6	4,2	3,5	3,3	3,0	2,5	2,3

Source : Prologue, estim at bns B

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de -0,19%, qui correspond au taux moyen sur 3 mois au 30 avril 2021 de l'OAT 10 ans (source Factset Estimates). S'il aurait été pertinent de retenir le taux sans risque espagnol au regard de la prédominance du pays dans le chiffre d'affaires de Prologue hors O2i (79% en 2020), la cohérence de méthodologie avec O2i et M2i nous conduit à retenir la même approche et utiliser le taux sans risque de la place de cotation.
- La prime de risque de marché retenue de 5,45%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 30 avril 2021 de la prime de risque pour le marché français fournie par Factset Estimates.
- Un bêta de 1,69x correspondant à la moyenne 3 mois de Prologue du bêta statique de Prologue au 30 avril 2020. Il n'est en effet pas possible de constituer un échantillon de comparables sur Prologue, notamment en termes de mix géographique et de mix d'activité. La liquidité importante sur le titre, à l'inverse d'O2i et M2i, rend par ailleurs cette approche pertinente.
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 30% au regard d'une Dette Nette Ajustée en tenant compte de la valeur de la participation dans O2i de 13 millions d'euros.

- Un coût de la dette de 10% avant impôt, afin de refléter un niveau d'endettement important, la taille de l'entreprise et le mix géographique de la société.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 11,30% qui se compare au taux de 11,1% retenu par la société pour ses tests de perte de valeur.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de +1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de Prologue ressort à 41,8 millions d'euros. Après déduction de la Dette Nette Ajustée (20,3 millions d'euros) et prise en compte de la valeur de la participation de 34% dans O2i (7,4 millions d'euros), la valeur des capitaux propres s'établit à 28,9 millions d'euros soit 0,56 euro par action. La valeur terminale représente 35% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action de Prologue s'établit dans une fourchette de 0,52 euro à 0,62 euro.

		WACC						
		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
croissance à l'infini	+0,5%	0,64	0,61	0,57	0,54	0,51	0,49	0,46
	+1,0%	0,66	0,62	0,58	0,55	0,52	0,49	0,47
	+1,5%	0,68	0,64	0,60	0,56	0,53	0,50	0,48
	+2,0%	0,70	0,66	0,62	0,58	0,54	0,51	0,49
	+2,5%	0,73	0,68	0,63	0,59	0,56	0,53	0,50

Source : Prologue, estimations

3.4.2.2 Approche par les cours boursiers

Les actions Prologue sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext, compartiment C, depuis 1998. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an à compter de la date de l'annonce de reprise du projet d'opération, soit entre le 23 avril 2020 et le 23 avril 2021.

Au cours des 12 derniers mois, les volumes se sont élevés à 33 482 886 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 44,5 milliers d'euros. La liquidité du titre Prologue est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 75% sur 1 an.

Historique du cours de clôture de Prologue sur 1 an



Source : Factset Estimates

Le cours moyen pondéré s'établit à 0,43 euro sur 3 mois, 0,39 euro sur 6 mois et 0,35 euro sur 12 mois. Le cours de clôture a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 22 mars 2021 à 0,49 euro et son plus bas les 30 et 31 juillet 2020 à 0,22 euro. Le 23 avril 2021, dernière séance précédant l'annonce de la reprise du projet de rapprochement, le titre a clôturé à 0,39 euro.

	Cours	Volume moyen journalier
Cours clôture au 23 avril 2021	0,39	20 245
Moyenne pondérée 3 mois (22/01/21 au 23/04/21)	0,43	149 118
Moyenne pondérée 6 mois (23/10/20 au 23/04/21)	0,39	177 797
Moyenne pondérée 12 mois (23/04/20 au 23/04/21)	0,35	127 797
Plus bas 12 mois	0,22	
Plus haut 12 mois	0,49	

Source : Factset Estimates

3.4.3 Méthodes écartées

3.4.3.1 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de Prologue les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité.

Dans le cas de Prologue, la difficulté tient au fait que le groupe (hors O2i/M2i) exerce 3 activités (Cloud & Services Managés, Logiciels et Infogérance/intégration) aux multiples de valorisation, aux perspectives de croissance et aux modèles économiques très différents et dans des géographies très différentes. Si Prologue cite des concurrents pour certaines de ses activités (Cloud Health, Esker ou Indra Sistemas), mais il apparaît très difficile de les intégrer, notamment en raison des problèmes de taille, et l'échantillon apparaît trop restreint pour s'avérer pertinent. L'approche n'étant de plus pas possible sur O2i, cette méthode a été écartée.

3.4.3.2 Cour cible des analystes

Selon Factset Estimates et Bloomberg, Prologue ne fait l'objet d'aucun suivi de la part d'un bureau d'étude. Cette approche est par conséquent écartée.

3.4.3.3 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) Prologue n'a jusqu'à présent jamais versé de dividende à ses actionnaires.

3.4.3.4 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de Prologue sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) de Prologue ressort à 0,24 euro par action au 31 décembre 2020, sur la base d'une valeur des capitaux propres part du groupe de 12,45 millions et d'un nombre d'actions retenu de 51 216 032.

3.4.3.5 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de Prologue les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.

- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de Prologue, il est difficile d'identifier des transactions comparables et surtout d'obtenir des multiples de transaction pour cette taille d'actifs. Au vu des informations limitées à disposition, il n'est pas possible d'en tirer des enseignements pour valoriser Prologue. Cette méthode étant également écartée pour O2i et M2i, l'approche est également sans fondement.

3.5 SYNTHÈSE

Le tableau ci-dessous récapitule les valorisations obtenues selon les différentes approches pour M2i, O2i et Prologue, ainsi que les parités induites entre M2i et Prologue et entre O2i et Prologue.

en € par action	M2i	O2i	Prologue	Parité M2i Prologue	Parité O2i Prologue
Valorisation par DCF					
Fourchette basse	5,10	1,36	0,52	9,77	2,61
Scénario central	5,64	1,40	0,56	10,00	2,49
Fourchette haute	6,31	1,45	0,62	10,25	2,36
Valorisation selon cours bourse					
Cours clôture au 23 avril 2021	4,06	1,03	0,39	10,30	2,61
Moyenne pondérée 3 mois (22/01/21 au 23/04/21)	4,02	1,13	0,43	9,44	2,65
Moyenne pondérée 6 mois (23/10/20 au 23/04/21)	4,05	1,09	0,39	10,40	2,79
Moyenne pondérée 12 mois (23/04/20 au 23/04/21)	4,03	1,05	0,35	11,55	3,02
Plus bas 12 mois	3,42	0,67	0,22	15,34	3,02
Plus haut 12 mois	4,40	1,21	0,49	9,07	2,49

Source : Invest Securities

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

4.1 POUR L'INITIATEUR

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

Prologue
représentée par M. Georges Seban
Président Directeur Général

4.2 ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, Etablissement Présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation de la parité proposée sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities