

O2i

Rapport de l'expert indépendant du 12 mars 2015

Sommaire

1. Présentation de l'opération	4
1.1 Contexte de l'opération et mission de RLCF	4
1.11 Contexte de notre intervention	4
1.12 Mission de RLCF	4
1.13 Diligences effectuées	5
1.2 Présentation des sociétés concernées	6
1.21 Prologue	6
1.211 Historique	7
1.212 Activités	8
1.213 Analyse du marché	8
1.214 Performances financières	8
1.22 O2i	10
1.221 Historique	10
1.222 Activités	11
1.223 Analyse du marché	12
1.224 Performances financières	14
2. Appréciation de la valeur des titres O2i dans le cadre de l'opération	15
2.1 Analyse de la valeur des titres O2i	15
2.11 Méthodes d'évaluation écartées	15
2.111 Actif net comptable (ANC)	15
2.112 Actif net réévalué (ANR)	16
2.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)	16
2.114 Multiples observés lors de transactions comparables	16
2.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	17
2.121 Référence au cours de bourse	17
2.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre	20
2.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	22
2.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire	26
2.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	29
2.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	29
2.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	30
2.221 Cours de bourse	30
2.222 Référence aux transactions récentes sur le capital	30
2.223 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles	30

3. Appréciation de la valeur des obligations convertibles en actions O2i	32
3.1 Analyse de la valeur des OCA 2014 d'O2i	32
3.11 Présentation des caractéristiques des OCA 2014	32
3.12 Valeur théorique des obligations	32
3.121 Valeur actuarielle des obligations	32
3.122 Valeur du bon associé aux obligations	33
3.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	34
34	
4. Appréciation de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i	34
4.1 Analyse de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i	34
4.11 Présentation des caractéristiques des BSAAR 2019	34
4.12 Valeur théorique des BSAAR	34
4.13 Cours de bourse	35
4.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	36
36	
5. Appréciation de la valeur des titres Prologue dans le cadre de l'opération	36
5.1 Analyse de la valeur des titres Prologue	36
5.11 Méthodes d'évaluation écartées	36
5.111 Actif net comptable (ANC)	36
5.112 Actif net réévalué (ANR)	37
5.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)	37
5.114 Multiples observés lors de transactions comparables	37
5.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	37
5.121 Référence au cours de bourse	38
5.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre	41
5.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	42
5.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire	45
5.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	47
5.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	47
5.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	48
5.221 Cours de bourse	48
5.222 Référence aux transactions récentes sur le capital	48
5.223 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	48
6. Avis de l'expert indépendant sur l'offre initiée par Prologue	49

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération et mission de RLCF

1.11 Contexte de notre intervention

La société Prologue (ci-après « l'Initiateur ») dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment C d'Euronext Paris, a déposé un projet d'offre publique d'échange (« l'Offre ») portant sur la totalité des actions, des obligations convertibles en actions et des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (ci-après « BSAAR ») émis par la société O2i (ci-après « la Société ») dont les actions sont admises aux négociations sur Alternext Paris.

L'Initiateur ne détient aucun titre O2i à la date du projet de note d'information, soit, au 9 décembre 2014.

La parité offerte par l'Initiateur est de :

- 3 actions nouvelles Prologue à émettre pour 2 actions O2i ;
- 3 actions nouvelles Prologue à émettre (plus le versement d'une soulte correspondant au coupon couru) pour 2 obligations convertibles en actions O2i ;
- 0,05 euro pour 1 BSAAR 2019.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration de la société O2i nous a demandé d'intervenir en qualité d'expert indépendant afin d'émettre un avis :

- sur la conformité à l'intérêt social, et
- sur le caractère équitable pour les actionnaires d'O2i ;

de l'offre publique d'échange portant sur les titres de la société O2i initiée par la société Prologue.

Nous avons établi le présent rapport destiné aux membres du Conseil d'administration d'O2i, conformément à l'application du 5° de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du même règlement et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 1.13 et détaillées en annexe 5 ci-après.

1.12 Mission de RLCF

Ricol Lasteyrie Corporate Finance n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'opération ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'opération ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'opération et leurs conseils.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.13 Diligences effectuées

Dans le cadre de notre mission, nos diligences ont principalement consisté à :

- analyser les éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice de l'Initiateur, Invest Securities, en partie 3 du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 9 décembre 2014 ;
- mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère pour Prologue d'une part, et O2i d'autre part ;
- apprécier les modalités financières de l'Offre initiée par Prologue.

Concernant la société O2i, nos travaux ont principalement porté sur :

- une prise de connaissance de la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission ;
- un examen de l'information comptable et financière publique (comptes consolidés, comptes annuels, comptes consolidés semestriels, rapports des commissaires aux comptes...) et d'éléments financiers communiqués par le management (dette financière au 31 décembre 2014, rapports de gestion...) ;
- des entretiens avec les dirigeants de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :
 - la compréhension des activités et des performances historiques de la société O2i et de ses filiales ;
 - l'évolution de l'activité et les perspectives de développement à moyen terme de la société O2i et de ses filiales mentionnées dans les plans d'affaires par activité à 3 ans sur la période 2015-2017 qui nous ont été communiqués ;
- la mise en œuvre d'une analyse multicritère de la valeur des actions O2i et l'analyse critique des éléments de valorisation mentionnés par la banque présentatrice dans le projet de note d'information.

Concernant la société Prologue, nos travaux ont principalement porté sur :

- une prise de connaissance de la documentation juridique publique ;
- un examen de l'information comptable et financière publique (comptes consolidés, comptes annuels, comptes consolidés semestriels, rapports des commissaires aux comptes...) et d'éléments financiers communiqués par le management (dette financière au 31 décembre 2014 ...) ;
- un entretien avec les dirigeants de la société Prologue en présence des représentants de la banque présentatrice, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- la compréhension des activités et des performances historiques de la société Prologue et de ses filiales ;
- l'évolution de l'activité et les perspectives de développement à moyen terme de la société Prologue et de ses filiales mentionnées dans le plan d'affaires à 4 ans sur la période 2014-2017 qui nous a été communiqué ;
- la mise en œuvre d'une analyse multicritère de la valeur des actions Prologue et l'analyse critique des éléments de valorisation mentionnés par la banque présentatrice dans le projet de note d'information.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursières, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données (ThomsonOne, Mergermarket, Bloomberg).

1.2 Présentation des sociétés concernées

1.21 Prologue

Prologue est un groupe spécialisé dans l'édition et l'intégration de solutions de dématérialisation, de *cloud*¹ et de Communications IP². Le groupe opère en France (25,4 % de son chiffre d'affaires), en Espagne (70,8 %), en Pologne et aux États-Unis (3,8 %).

En 2013, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 20 079 milliers d'euros et un résultat opérationnel déficitaire de - 1 224 milliers d'euros.

Au 30 juin 2014, le groupe est composé de 5 sociétés opérationnelles dont la société espagnole Alhambra détenue à 99 % qui est la principale entité du groupe, et 4 sociétés sans activité, dont 2 sont en cours de liquidation et 2 sont hors périmètre de consolidation.

Les actions de la société Prologue sont cotées sur le compartiment C de l'Euronext Paris.

Au 31 mars 2014, le flottant s'élève à 92,14 %. Les deux principaux actionnaires de Prologue sont :

- le Groupe familial Georges Seban (Président) qui détient 4,02 % du capital et 5,75 % des droits de vote ;
- Vermots Finances (société contrôlée par Monsieur Jacques Rouvroy) qui détient 3,84 % du capital et 3,77 % des droits de vote.

¹ *Cloud* : ensemble de processus consistant à utiliser la puissance de calcul et de stockage de serveurs informatiques distants à travers un réseau Internet

² Communications IP (*Internet Protocol*) : protocole de communication de réseau informatique conçu pour être utilisé par Internet

1.211 Historique

Filiale à l'origine du groupe Bull, Prologue a été créée en 1986 par Monsieur Seban et proposait aux sociétés de service informatique des outils de développement de logiciels fondés sur une technologie multi-utilisateurs. En 1991, la société a acquis son indépendance financière par le biais d'un rachat de l'entreprise par ses salariés.

En 1993, la société a signé un accord technologique avec Microsoft lui donnant accès au code source de Windows NT et en est devenu le seul éditeur européen. Cet accord a permis à Prologue de concevoir la technologie WiNTimes conférant au système d'exploitation Windows NT les caractéristiques d'un système multi-utilisateurs. En avril 1997, Microsoft a racheté la licence du produit WiNTimes à Prologue.

En juillet 1998, les actions Prologue ont été admises au Nouveau Marché de la Bourse de Paris au prix de 225 Francs (soit environ 34,30 euros).

En 2000, Prologue a acquis la société espagnole Alhambra Systems créée en 1992, et dont l'activité initiale se basait sur les projets d'installation et la gestion d'infrastructures de systèmes, réseaux et télécommunications.

En 2002, la société a connu des difficultés et a effectué un recentrage de ses activités autour de ses métiers historiques, elle a ainsi regroupé ses filiales sous 6 entités juridiques afin de réduire ses coûts.

En novembre 2004, malgré les efforts consentis, la société a été mise en cessation de paiements. De nouvelles mesures ont alors été prises, notamment :

- la diminution du nombre de structures juridiques opérationnelles par transmission universelle de patrimoine ;
- la liquidation des filiales déficitaires ;
- et un plan de réduction du personnel.

La société a été placée sous le régime d'un plan de continuation à partir de novembre 2005, assorti d'un plan d'étalement de ses dettes sur 10 ans.

En 2006, l'ensemble des équipes en France a été regroupé sous une entité unique Prologue. L'offre s'est recentrée sur son cœur de métier et la société a élaboré une nouvelle plateforme « *Use it Suite* » permettant de développer, déployer et maintenir les applications Métiers sous la technologie Linux.

En 2010, un changement complet de direction s'est opéré et l'un des fondateurs, Monsieur Georges Seban, a été nommé en qualité de Président Directeur Général. La liquidation des filiales déficitaires s'est poursuivie (Ergonet et Wizard). Prologue a pris part au projet Compatible financé par le programme Investissements d'Avenir du Grand Emprunt, en tant que directeur technique et architecte.

En 2011, Prologue a concentré ses efforts sur Alhambra Systems en créant des filiales en France, en Uruguay et en Pologne, tandis qu'elle a poursuivi la liquidation d'une partie de ses propres filiales. Elle s'est également engagée dans une restructuration de sa dette par modification du plan de continuation.

En 2012, la mise en paiement des créances dues au titre de l'option 1 du plan de continuation a pu être réalisée grâce à l'exercice de bons de souscription.

1.212 Activités

La société est spécialisée dans les domaines de la Dématérialisation, de la sécurisation des échanges et de la gestion des systèmes d'information et de télécommunication.

Le groupe structure son offre autour de 4 types de produits :

- les produits historiques (outils permettant un accès multi-utilisateurs à des logiciels) qui représentent 11,0 % du chiffre d'affaires en 2013 ;
- la Dématérialisation (prestations de dématérialisation de factures, bulletins de salaire, quittances... via le coffre-fort numérique individuel) qui représente 14,4 % du chiffre d'affaires en 2013 ;
- le *cloud brokerage* : prestations de conseil en stratégie de stockage de données via Internet, selon les besoins des clients, sur la base d'une plateforme permettant d'organiser l'accès à plusieurs prestataires de stockage en mode *cloud*. Cette activité n'a pas généré de chiffre d'affaires en 2013 ;
- les prestations de gestion de systèmes de télécommunications sécurisés : le chiffre d'affaires réalisé par la filiale espagnole Alhambra représente 70,6 % du chiffre d'affaires global 2013 de Prologue ; celui réalisé sur la zone Amérique du Nord représente 4,0 % du chiffre d'affaires global 2013.

1.213 Analyse du marché

Le marché mondial des services informatiques est dominé par quelques grands groupes tels qu'IBM, Capgemini, Atos ou Accenture. En France, ces sociétés occupent des places de premier plan.

Comportant de nombreux acteurs, le marché des services informatiques tend à se consolider avec de nombreuses acquisitions effectuées non seulement par les grands groupes, mais aussi par les structures de taille moyenne.

Le dynamisme du *cloud computing* est également un fort relais de croissance pour le secteur. Prologue dispose d'une offre de portage et d'administration d'applications en phase avec les exigences d'adaptabilité des directions de service informatique dans le cadre des déploiements de solutions *cloud*. La société doit néanmoins faire face à la concurrence des grosses entreprises du secteur qui disposent d'une offre plus complète et qui bénéficient de structures de coûts moins lourdes, notamment grâce à l'externalisation de services support dans des pays émergents comme l'Inde.

1.214 Performances financières

Performances sur la période 2010-2013

Prologue affiche un chiffre d'affaires en 2013 (20,1 millions d'euros) en recul de -6,3 % par rapport à 2012 (21,4 millions d'euros) qui s'inscrit dans la tendance globale depuis 2009 (baisse annuelle moyenne de -6,1 %). La hausse des ventes dans la branche logiciels, infrastructures et téléphonie en mode *cloud* ne permet pas de compenser l'érosion des ventes de licences, de matériels et de services et la baisse de la branche support et gestion d'applications et d'infrastructures qui représentent à elles deux, 72 % du chiffre d'affaires global.

Le résultat opérationnel courant ressort en perte pour la 3^{ème} année consécutive à hauteur de -442 milliers d'euros en 2013.

Le résultat opérationnel s'élève quant à lui à -1 224 milliers d'euros en 2013, contre un résultat de 5 669 milliers d'euros en 2012 qui était impacté par des produits non récurrents :

- des abandons de créances liés au redressement judiciaire pour 3 040 milliers d'euros ;
- des produits liés à la déconsolidation de la filiale Prologue Italie pour 3 431 milliers d'euros.

Le résultat net 2013 s'élève à -332 milliers d'euros, contre un résultat net positif de :

- 1 975 milliers d'euros en 2012 impactés :
 - à la hausse par les produits non récurrents cités ci-avant (+6 471 milliers d'euros),
 - à la baisse par les charges financières relatives à l'actualisation de la dette liée au redressement judiciaire (-3 382 milliers d'euros) ;
- 2 138 milliers d'euros en 2011 impactés par les produits financiers relatifs à l'actualisation de la dette liée au redressement judiciaire (+2 356 milliers d'euros).

Premier semestre 2014

Le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2014 s'établit à 11,0 millions d'euros contre 9,8 millions d'euros au 1^{er} semestre 2013, soit une progression de 12,5 %.

Le résultat opérationnel courant au 30 juin 2014 s'élève à 75 milliers d'euros grâce à une forte maîtrise des charges selon le communiqué du groupe. Nous observons que les charges de personnel notamment, ont été maîtrisées puisqu'elles ne représentent que 47,0 % du chiffre d'affaires sur le 1^{er} semestre 2014 (contre 54,1 % en 2013).

Le résultat opérationnel s'élève à 155 milliers d'euros et intègre :

- des autres charges opérationnelles nettes pour 101 milliers d'euros,
- et des produits opérationnels nets résultant des activités détenues en vue d'être cédées pour 181 milliers d'euros.

Structure financière

Les capitaux propres sont passés de -12,3 millions d'euros fin 2011 à 1,7 million d'euros fin 2013.

Trois augmentations de capital sont intervenues en 2012 et quatre en 2013 par voie d'exercice de bons de souscription d'actions (BSAA et BSABSAA), pour un montant global de 11,8 millions d'euros. Une diminution du capital est intervenue en septembre 2013 pour 2,4 millions d'euros par voie de réduction de la valeur nominale de 1 euro à 0,80 euro.

Six nouvelles augmentations de capital (dont deux par conversion de créances et « *Equity Line* », deux par exercice de BSAA et deux par exercice de BEA³) ont eu lieu au 1^{er} semestre 2014 pour un montant global de 0,4 million d'euros de valeur nominale représentant 0,9 million d'euros d'apport en numéraire (capital plus primes). Les capitaux propres s'élèvent ainsi à 2,2 millions d'euros au 30 juin 2014.

La dette financière nette a ainsi diminué entre fin 2011 (4,7 millions d'euros) et fin juin 2014 (2,1 millions d'euros).

Au cours du 2^{ème} semestre 2014, trois augmentations de capital sont intervenues pour un montant global de 6,4 millions d'euros, par voie d'exercice de BSA 2019 et de BSAAR 2021, et d'exercice de BSAAR 2020, dans le cadre de la modification de leurs caractéristiques⁴ (7,6 millions de BSAAR 2020 ont été exercés), portant le capital social de 14,8 millions d'euros au 30 juin 2014 à 21,3 millions d'euros au 4 décembre 2014. La conversion de BSAAR 2020 en BSAA 2021 représente notamment une levée de fonds globale de 15,2 millions d'euros.

La trésorerie nette provisoire au 31 décembre 2014 s'élève à 11 549 milliers d'euros.

1.22 O2i

Acteur majeur dans le domaine de la formation informatique professionnelle, O2i est également un éditeur de solutions logicielles (outils de gestion de flux multimédia) et un distributeur de solutions d'impression en technologie UV.

En 2013, le groupe composé de 4 sociétés, O2i et ses filiales détenues directement et indirectement à 84,42 %, M2i, M2i Tech et Scribtel Formation, a réalisé un chiffre d'affaires de 42 887 milliers d'euros et un résultat d'exploitation déficitaire de -627 milliers d'euros.

Les actions de la société O2i sont cotées sur Alternext Paris et les actions de la société M2i sont cotées sur le marché libre.

Au 13 novembre 2014, les principaux actionnaires d'O2i sont : Financière Olano qui regroupe notamment les intérêts du Président fondateur (19,61 %), d'autres dirigeants (3,42 %), des salariés (3,31 %), Nextstage (9,54 %), Alterfi (8,61 %), Kipling Finance (4,28 %).

1.221 Historique

Fondée en 1989 par Monsieur Jean-Thomas Olano, la société O2i avait pour activité initiale la production et la vente de recharges pour cartouches d'encre laser.

³ BEA : bons d'émission d'actions

⁴ Création d'une faculté d'exercice supplémentaire, valable jusqu'au 30 octobre 2014, chaque BSAAR émis en 2013 donnant désormais droit à une 2^{ème} action, au même prix unitaire de 2 euros, et en cas d'exercice de cette faculté, qui laisse subsister le droit de chaque porteur d'acquérir une autre action dans les conditions fixées en 2013, les bons cessent d'être remboursables et leur date d'échéance est prolongée jusqu'au 31 mars 2021

En 1992, O2i est devenue distributeur Apple et a étendu son domaine de compétences au déploiement de plateformes informatiques pour la production multimédia.

En 1998, Mitsubishi Corp Tokyo a racheté O2i pour l'intégrer au sein d'une société nouvelle : MC2I (Mitsubishi Corp Ingénierie Informatique), dans le but de développer les ventes de plateformes informatiques dédiées à la production multimédia auprès de leur clientèle d'imprimeur.

En 2004, Monsieur Jean-Thomas Olano resté dirigeant de la société, a opéré une reprise d'O2i auprès de Mitsubishi Corp Tokyo, ce dernier ayant décidé de quitter le marché français. La société Oxia a alors été constituée à l'effet d'acquérir les titres de deux sociétés O2i et Dataweb et a été renommée O2i, suite à la fusion des trois entités.

En décembre 2005, les actions O2i ont été admises sur le marché Alternext à un prix de 5,77 euros.

Entre 2006 et 2009, O2i a procédé à des acquisitions de sociétés de formation informatique, intégrées au sein de l'entité M2i (Maison Internationale de l'Informatique) via des transmissions universelles de patrimoine.

La construction du pôle formation et la transition vers les nouveaux métiers d'O2i ont nécessité d'importants investissements et une restructuration profonde du groupe O2i entreprise entre 2011 et 2014.

Depuis 2013 notamment, des évolutions stratégiques ont été menées par la direction : l'activité de distributeur/intégrateur de système informatique, activité historique d'O2i, a été progressivement complétée par le développement de logiciels Ai Flow (opérationnels fin 2014) et la conception/distribution de solutions d'impressions UV (acquisition du fonds de commerce Kolorsigns début 2014).

Concernant l'activité formation, la société M2i Tech a été créée en septembre 2013 pour recevoir l'activité de formation « Bull Formation » acquise auprès de Bull. Les titres de cette société sont intégralement détenus par la société M2i.

Scribtel Formation a été acquise en 2007. Les titres de cette société sont intégralement détenus par la société M2i.

1.222 Activités

La société O2i est organisée autour de 2 secteurs d'activité : la formation professionnelle et l'édition de logiciels.

O2i exerce une activité de formation informatique professionnelle « M2i Formation ». Elle propose des programmes de stages dispensés sous l'enseigne M2i dans 35 centres détenus en propre en France ; O2i occupe le 2^{ème} rang sur le marché français de la formation informatique professionnelle.

L'activité Formation représente 54 % du chiffre d'affaires d'O2i en 2013.

Le second métier d'O2i repose sur 4 activités :

- une activité de ventes de solutions MRM⁵, dite « O2i Ai Flow », proposant les logiciels Ai Flow (Intelligence Artificielle pour les flux de production multimédia) développés par O2i, logiciels qui permettent aux moyennes et grandes entreprises de maîtriser l'ensemble de leur patrimoine numérique multimédia (images, brochures, catalogues, vidéos...);
 - des activités regroupées, par souci de simplification, sous le terme « Ingénierie/Services » :
 - une activité historique de distribution de solutions d'impression, selon le modèle économique basé sur la nécessité pour ses clients, d'externaliser la gestion technique des plateformes de production graphique en raison de la complexité des technologies évolutives ;
 - une activité « O2i Print » de distribution de solutions d'impression de haute technologie à encres UV sur divers supports (verre, métal, béton, céramique, bois, cuir, plexiglas...), par la polarisation sur son support de l'encre par les lampes UV, l'encre bénéficiant ainsi d'une très forte résistance à l'érosion ;
- l'acquisition du fonds de commerce Kolorsigns début 2014 par O2i lui a permis de bénéficier de deux contrats significatifs :
- un contrat en OEM⁶ de distribution exclusive pour la France et pour l'Afrique avec le fabricant chinois Handtop, portant sur la fourniture de machines UV grand format avec près de 250 machines fournies en 2013 ;
 - un contrat de partenariat avec le fabricant d'encres français Encres Dubuit qui fournit des encres numériques de très haute qualité pour ces machines UV ;
- une activité de services relative à la maintenance des machines vendues.

1.223 Analyse du marché

Le marché de la formation professionnelle

Le secteur de la formation professionnelle continue comprend un grand nombre d'intervenants, parmi lesquels les opérateurs privés spécialisés ne constituent qu'une petite partie. Ils sont en effet concurrencés par les organismes exerçant la formation à titre secondaire (70 % des dispensateurs de formation) et les structures publiques ou associatives. Le marché dans son ensemble bénéficie d'un socle de croissance solide assuré par les contributions obligatoires des entreprises à la formation.

⁵ MRM : Marketing Resources Management

⁶ OEM : Original Equipment Manufacturer

Les organismes privés de formation professionnelle évoluent au sein d'un marché atomisé, dont le nombre d'intervenants a progressé fortement au cours des années 1990-2000. L'intensité concurrentielle a eu tendance à s'accroître avec le ralentissement de la demande et le renforcement des pressions sur les prix. Les généralistes privés comme Demos dominent le marché aux côtés d'un intervenant public, l'AFPA. Entre 2008 et 2013, les taux de marge et les résultats des intervenants ont subi une dégradation significative, même si les niveaux de rentabilité restent confortables.

M2i se différencie des organismes par son positionnement sur la formation informatique à fort contenu technique. Suite à l'acquisition de Bull Formation et sur la base d'un réseau de 35 centres de formation en France, le groupe se positionne au 2^{ème} rang sur le marché français de la formation professionnelle dans sa spécialité. En outre, M2i s'appuie sur l'innovation technologie et déploie son offre sur les solutions d'e-learning, solution permettant de réduire les coûts de formation.

Enfin, M2i s'ouvre sur les formations diplômantes, créneau porteur de formations en alternance s'adressant aux salariés d'entreprises grands comptes en contrats de professionnalisation, la formation alternée bénéficiant de financements publics.

Le marché des éditeurs de logiciels

Secteur particulièrement atomisé, le marché des éditeurs de logiciels demeure en progression, les opérateurs bénéficiant de l'augmentation des dépenses IT des entreprises et du secteur public pour accroître leur volume d'affaires. Toutefois, les donneurs d'ordres maintiennent une forte pression sur les prix, notamment sur les plus petites structures, dans un contexte de reprise économique timide.

Depuis 2011, O2i a développé des solutions logicielles MRM (Logiciels Ai Flow) dont la phase de pré-commercialisation a permis de sécuriser une cinquantaine de clients en 2014. La commercialisation a été lancée fin 2014 et le management prévoit entre 1,3 million d'euros et 1,7 million d'euros de chiffre d'affaires dès 2015.

Le marché des négociants de matériel informatique

Les négociants de matériel informatique commercialisent principalement des ordinateurs, des périphériques, des équipements d'impression ainsi que des logiciels. Leur offre s'adresse aussi bien aux entreprises qu'aux acteurs de la distribution grand public. Les opérateurs proposent en complément de plus en plus de services associés à la vente (conseil, infogérance, *cloud computing*, maintenance).

Activité de proximité, le secteur est fortement atomisé, avec la présence de très nombreuses petites entreprises intervenant essentiellement à une échelle régionale voire locale. Les leaders, en grande majorité sous contrôle de capitaux étrangers, assurent quant à eux une couverture nationale du territoire français.

Le chiffre d'affaires du secteur s'est redressé en 2014 et la croissance devrait se poursuivre en 2015. Mais les négociants du secteur ont été amenés à élargir la palette de services proposés en complément des ventes de matériel, en vue d'accompagner les évolutions des technologies informatiques. Les opérateurs se sont notamment adaptés depuis 2012 à l'essor du *cloud computing*, qui consiste pour ses utilisateurs à externaliser tout ou partie du stockage de leurs données auprès d'hébergeurs.

1.224 Performances financières

Performances sur la période 2010-2013

Le ralentissement des activités historiques du groupe a conduit le management à réorganiser ses activités autour d'offres à plus forte valeur ajoutée. Des investissements ont ainsi été menés depuis 2011 :

- le développement du nouveau logiciel Ai Flow commercialisé à partir de décembre 2014 ;
- la distribution de solutions d'impression UV ;
- le déploiement de prestations de maintenance et d'infogérance de solutions pour la production multimédia ;
- l'abandon ou la réduction de certaines activités de négoce en 2012.

Sur la période 2010-2013, le chiffre d'affaires du Groupe O2i a ainsi nettement diminué, passant de 48,4 millions d'euros en 2010 à 42,8 millions d'euros en 2013, soit une décroissance annuelle moyenne sur la période de -4,0 %. Le marché des activités d'ingénierie et d'édition de logiciels a été particulièrement impacté. O2i enregistre une décroissance annuelle moyenne de -15,2 % de son chiffre d'affaires sur cette activité entre 2011 et 2013, impact de l'arrêt de certaines activités, ainsi qu'une rentabilité négative dégradée en 2013 du fait d'une pression sur les prix. La marge d'EBIT consolidé d'O2i est passée de -4,3 % en 2011 à -1,5 % en 2013.

Sur cette même période 2011-2013, l'activité Formation a connu une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de l'ordre de 18,1 %. La marge d'EBIT sur chiffre d'affaires s'est améliorée de -5,5 % en 2011 à 1,9 % en 2013. Notons qu'en 2008, l'activité Formation ne représentait que 30 % du chiffre d'affaires d'O2i contre une part de 54 % observée en 2013. L'activité Formation d'O2i s'est développée récemment par croissance externe. Aujourd'hui, O2i est devenu un acteur majeur de la formation informatique professionnelle et concentre ses efforts sur l'atteinte d'une rentabilité satisfaisante.

Premier semestre 2014

Le 1^{er} semestre 2014 affiche une hausse de l'activité accompagnée d'une augmentation des charges. Le chiffre d'affaires consolidé s'établit ainsi à 21,4 millions d'euros en progression de 8,9 % par rapport au 1^{er} semestre 2013. La performance des activités d'ingénierie et de logiciels s'est à nouveau contractée, affichant un recul du chiffre d'affaires de -23,5 % entre le 1^{er} semestre 2013 et le 1^{er} semestre 2014, alors que les activités de formation ont connu une croissance de plus de 43 % en raison notamment d'un effet périmètre lié à l'acquisition de Bull Formation en septembre 2013.

La stratégie mise en œuvre en 2014 par le management d'O2i repose sur la poursuite de la transition d'un métier d'intégrateur à un métier d'éditeur. Cela devrait se traduire par une baisse du chiffre d'affaires mais avec une amélioration de la rentabilité et une activité résiliente.

Les efforts d'investissements poursuivis au cours du 1^{er} semestre 2014 ont permis de limiter la dégradation du résultat opérationnel courant, qui s'établit à -1,3 million d'euros. Le management nous a indiqué que plusieurs éléments devraient venir redresser le résultat opérationnel au 2nd semestre 2014, notamment les revenus issus d'un contrat comptabilisés intégralement au 2nd semestre, un crédit d'impôt recherche supérieur à celui du 1^{er} semestre et un rééquilibrage de rentabilité sur l'activité Formation en raison de la saisonnalité de cette activité.

Le résultat net impacté à nouveau par des éléments non récurrents de restructuration s'établit à -1,0 million d'euros au 30 juin 2014.

Structure financière

Les résultats déficitaires du groupe ont pesé sur la structure financière. Les capitaux propres part du groupe sont passés de 9,4 millions d'euros fin 2010 à 6,7 millions d'euros fin 2012.

Au terme de six augmentations de capital successives intervenues en 2013 (dont deux par incorporation de réserves) et représentant 3,3 millions d'euros d'apport en numéraire (capital plus primes), la société a augmenté son capital de 1,2 million d'euros. Deux nouvelles augmentations de capital (dont une par incorporation de réserves) ont eu lieu au 1^{er} semestre 2014 pour un montant global de 0,1 million d'euros. Les capitaux propres s'élèvent ainsi à 8,6 millions d'euros au 30 juin 2014.

Au cours du 2^{ème} semestre 2014, cinq augmentations de capital sont intervenues (dont une par émission d'actions gratuites, une par apport en numéraire et trois par exercice de BSAAR), pour un montant global de 0,4 million d'euros de valeur nominale et représentant 1,7 million d'euros d'apport en numéraire (capital plus primes). Des obligations convertibles en actions O2i ont été émises pour un montant de 0,6 million d'euros.

La dette nette a ainsi diminué entre fin 2010 (4,3 millions d'euros) et fin 2014 (1,0 million d'euros de dette nette provisoire).

2. Appréciation de la valeur des titres O2i dans le cadre de l'opération

2.1 Analyse de la valeur des titres O2i

2.11 Méthodes d'évaluation écartées

2.111 Actif net comptable (ANC)

Le bilan consolidé au 31 décembre 2013 fait apparaître un montant des capitaux propres part du groupe de 9,2 millions d'euros pour 5 793 746 actions (dont 117 610 actions auto-détenues), soit 1,63 euro par action après annulation de l'auto-détention.

Nous avons pris connaissance des conclusions des commissaires aux comptes dans leur rapport sur les comptes consolidés au 31 décembre 2013. Sans remettre en cause leur opinion, ils attirent l'attention sur les notes 5.1 « *Référentiel comptable* » et 8.1 « *Immobilisations incorporelles* » de l'annexe aux comptes consolidés qui exposent :

- la situation du groupe au regard de l'incertitude de la continuité d'exploitation et les raisons ayant conduit le Conseil d'administration à arrêter les comptes dans une hypothèse de continuité d'exploitation : la note 5.1 précise que « *les comptes consolidés font apparaître une perte de 625 milliers d'euros* » mais « *les mesures de redressement envisagées et le développement commercial entrepris depuis 2012 produisent progressivement leurs effets et devraient se poursuivre en 2014* », et « *l'activité Formation (M2i et ses filiales) est d'ores et déjà bénéficiaire en 2013* » ;
- l'appréciation des fonds de commerce à partir des informations prévisionnelles : la note 8.1 indique, concernant la méthode des *discounted cash flows* utilisée pour l'activité Formation, que « *les hypothèses du plan d'affaires, ont un caractère prévisionnel et présentent donc par nature un caractère incertain inhérent à toute donnée prospective. Les réalisations pourront éventuellement différer des informations prévisionnelles utilisées* ».

Le bilan au 30 juin 2014 fait apparaître un montant des capitaux propres part du groupe de 8,6 millions d'euros pour 6 011 908 actions (dont 104 144 actions auto-détenues), soit 1,46 euro par action après annulation de l'auto-détention.

La référence à l'actif net comptable ne constitue pas une méthode d'évaluation en tant que telle.

2.112 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à évaluer les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et passifs, ainsi que les éléments incorporels qui ne sont pas comptabilisés. Pour les sociétés industrielles en continuité d'exploitation, cette méthode, sauf exception liée à un patrimoine immobilier très significatif, est considérée comme peu pertinente, la valeur des actifs étant mieux reflétée dans la mise en œuvre d'une actualisation des flux futurs de trésorerie.

2.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

La société n'a pas procédé à des distributions de dividende depuis au moins cinq ans. La situation financière et les perspectives présentées dans le plan d'affaires ne laissent pas entrevoir de possible distribution à moyen terme. Cette méthode ne peut donc pas être mise en œuvre.

2.114 Multiples observés lors de transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous n'avons pas recueilli d'information publique suffisamment exploitable pour mettre en œuvre cette méthode, et l'avons donc écartée.

2.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous présentons à titre principal :

- la référence au cours de bourse ;
- la référence aux transactions récentes intervenues sur le titre ;
- l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Nombre de titres de référence

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises (6 888 756 actions) augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice des BSAAR et obligations convertibles en actions « dans la monnaie » (1 709 044 actions) et diminué du nombre d'actions auto-détenues (103 578 actions au 31 décembre 2014).

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 8 494 222 actions.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé à partir (i) du montant de la trésorerie et des dettes financières ressortant des comptes consolidés provisoires au 31 décembre 2014, soit une dette de 1 007 milliers d'euros, et (ii) des éléments mentionnés ci-après :

- (-) les provisions à caractère de dettes (litiges), au total 220 milliers d'euros ;
- (-) les intérêts minoritaires pour 2 296 milliers d'euros, correspondant à 15,6 % des titres M2i évalués sur la base de la valeur ressortant de nos travaux d'évaluation via l'actualisation des flux de trésorerie futurs au 31 décembre 2014 ;
- (+) l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice des BSAAR et à la conversion des obligations convertibles, soit 3 760 milliers d'euros ;
- (+) la valeur actualisée des économies d'impôt liées au déficit reportable (13,7 millions d'euros au 31 décembre 2013) pour 3 335 milliers d'euros.

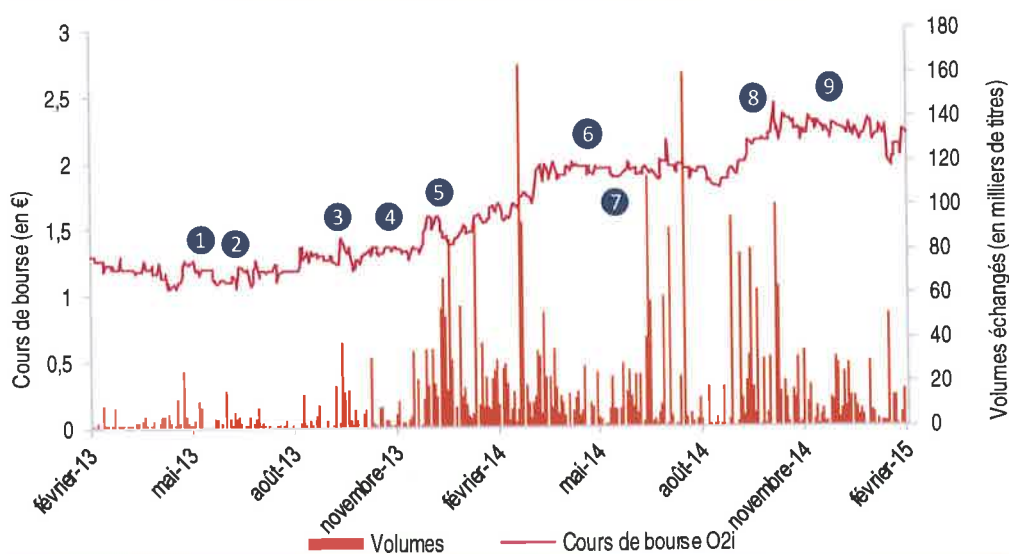
La trésorerie financière nette ajustée s'élève ainsi à 3 571 milliers d'euros.

2.121 Référence au cours de bourse

L'action O2i est cotée depuis décembre 2005 sur le marché Alternext de l'Euronext Paris, sous le code ISIN FR0010231860.

Nous avons apprécié la valeur par référence au cours de bourse. La pertinence du critère du cours de bourse est appréciée au regard des trois critères suivants : le niveau de flottant et la rotation du capital et du flottant qui traduisent la liquidité de l'action, et le suivi du titre par les analystes boursiers. L'action O2i ne fait l'objet d'aucun suivi.

Evolution du cours d'O2i depuis 2 ans au 3 février 2015



Source : Datastream

Historique des événements sur 2 ans - O2i

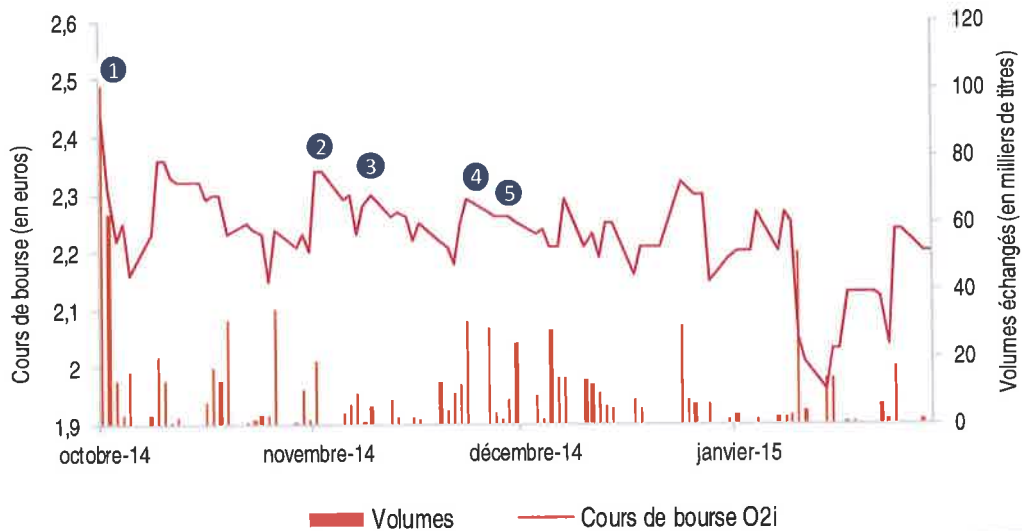
Renvois	Date	Événements
①	07/05/2013	Résultats 2012 et perspectives 2013
②	12/06/2013	M2i remporte un contrat majeur sur 3 années avec EDF
③	11/09/2013	Acquisition de l'activité formation informatique de Bull
④	31/10/2013	Résultats S1 2013
⑤	10/12/2013	Atterrissage 2013 et perspectives 2014-2016
⑥	22/04/2014	Attribution gratuite de BSAAR aux actionnaires
⑦	12/05/2014	Résultats 2013 supérieurs aux attentes
⑧	03/10/2014	Marque d'intérêt de Prologue - Management critique, ne se prononce pas
⑨	28/11/2014	Rejet confirmé du projet de Prologue

Sur les deux dernières années, le titre O2i a progressé de 70,8 %, avec une forte amplitude de variation entre le cours le plus bas, 1,05 euro, et le cours le plus haut, 2,43 euros sur cette période.

Après une relative stabilité en 2013, le cours est orienté à la hausse depuis novembre 2013 suite à l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2013, avec une augmentation des volumes échangés. La performance du cours sur l'année 2014 a été de 50,6 %.

Sur un horizon de temps plus restreint (depuis la veille de l'annonce d'un projet de rapprochement par Prologue), le titre a connu plusieurs journées avec des volumes échangés particulièrement élevés et des variations de plus forte amplitude. Entre l'annonce de l'opération par Prologue et le 3 février 2015, le cours d'O2i n'a pas varié.

Evolution du cours d'O2i depuis 4 mois au 3 février 2015



Source : Datastream

Historique des événements récents - O2i

Renvois	Date	Evénements
①	03/10/2014	Marque d'intérêt de Prologue - le Management critique, ne se prononce pas
②	07/11/2014	Bilan de l'exercice des BSAAR au 6/11/14
③	14/11/2014	O2i se réorganise pour accélérer le développement d'AI Flow
④	28/11/2014	Rejet confirmé du projet de Prologue
⑤	04/12/2014	Réunion SFAF - solide potentiel sur la valeur

A la date de nos travaux (au 3 février 2015), la capitalisation boursière d'O2i s'établit à 15,1 millions d'euros.

Les principales caractéristiques du titre O2i à la veille de l'annonce d'un projet de rapprochement avec Prologue le 2 octobre 2014⁷ et à la date de nos travaux sont résumées dans les deux tableaux ci-après :

⁷ Cf. communiqué de presse Prologue du 2 octobre 2014 : « Le projet, tel qu'il est envisagé par la Direction de Prologue, consisterait à proposer aux actionnaires d'O2i d'apporter leurs titres à une offre publique d'échange, sur la base d'une parité de 3 actions Prologue pour 2 actions O2i »

Etude du cours de bourse d'O2i - 01/10/2014

Cours - en €	Liquidité - en milliers	
Spot	2,21	Moyenne volumes 1 mois 22
Capitalisation boursière en K€	13 558	Moyenne volumes 3 mois 19
Moyen pondéré 1 mois	2,10	Moyenne volumes 6 mois 16
Moyen pondéré 3 mois	2,04	Somme volumes 1 an 3 782
Moyen pondéré 6 mois	2,00	NOSH 6 135
Moyen pondéré 12 mois	1,78	Flottant 67,0%
Plus haut 12 mois	2,21	Rotation du capital 1 an 61,6%
Plus bas 12 mois	1,26	Rotation du flottant 1 an 92,0%

Source : Datastream

Etude du cours de bourse d'O2i - 03/02/2015

Cours - en €	Liquidité - en milliers	
Spot	2,20	Moyenne volumes 1 mois 7
Capitalisation boursière en K€	15 156	Moyenne volumes 3 mois 9
Moyen pondéré 1 mois	2,09	Moyenne volumes 6 mois 13
Moyen pondéré 3 mois	2,21	Somme volumes 1 an 3 400
Moyen pondéré 6 mois	2,17	NOSH 6 889
Moyen pondéré 12 mois	2,01	Flottant 60,0%
Plus haut 12 mois	2,43	Rotation du capital 1 an 49,4%
Plus bas 12 mois	1,55	Rotation du flottant 1 an 82,3%

Source : Datastream

Le cours spot au 3 février 2015 s'établit à 2,20 euros. La liquidité est satisfaisante (le volume moyen de titres échangés est de 16 milliers en 2014 contre 7 milliers en 2013). Sur la base d'un flottant de 60,0 %, la rotation du flottant sur 1 an s'établit à 82,3 % et celle du capital à 49,4 %.

Malgré des volumes d'échanges satisfaisants constatés sur le titre, la pertinence de ce critère pour apprécier la valeur intrinsèque de la société nous semble limitée, le titre n'étant suivi par aucun analyste.

2.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre*Augmentations de capital*

Le 24 janvier 2014, le Conseil d'administration a constaté une augmentation du capital social pour un montant de 84 375 euros, suite à un apport en numéraire de 270 milliers d'euros rémunéré par l'émission de 168 750 actions au prix unitaire de 1,60 euro. Ce prix a été fixé conformément aux dispositions de la 9^{ème} résolution adoptée en assemblée générale mixte du 24 juin 2013⁸.

Les 31 juillet, 31 octobre et 10 décembre 2014, le Conseil d'administration a constaté des augmentations de capital social, pour un montant respectivement de :

- 16 500 euros par voie d'exercice de BSAAR. 33 000 actions ont été émises au prix de 2,20 euros par action ;
- 81 185,50 euros par voie d'exercice de BSAAR. 162 371 actions ont été émises au prix de 2,20 euros par action ;
- 165 352,50 euros par voie d'exercice de BSAAR. 330 705 actions ont été émises au prix de 2,20 euros par action.

Ce prix de 2,20 euros a été fixé conformément aux dispositions de la 2^{ème} résolution adoptée en assemblée générale extraordinaire du 28 avril 2014⁹.

Le 31 décembre 2014, le Conseil d'administration a constaté une augmentation de capital, pour un montant de 113 636 euros par voie d'apport en numéraire. 227 272 actions ont été émises au prix de 2,20 euros par action. Ce prix a été fixé conformément aux dispositions de la 9^{ème} résolution adoptée en assemblée générale mixte du 24 juin 2013⁷.

Opérations récentes intervenues sur le titre

		nb de titres créés	prix par titre (en €)	total (en K€)
22/01/2014	Augmentation de capital/apport en numéraire	168 750	1,60	270
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	33 000	2,20	73
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	162 371	2,20	357
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	330 705	2,20	728
19/12/2014	Augmentation de capital/apport en numéraire	227 272	2,20	500

Émission d'obligations convertibles en actions

Le 4 avril 2014, le Conseil d'administration a décidé l'émission d'un emprunt obligataire convertible en actions O2i d'un montant de 599 999,40 euros représenté par 272 727 obligations. Le prix de chaque obligation est fixé à 2,20 euros et chaque obligation donnera droit, en cas de conversion par son titulaire, à une action de la société.

		nb d'obligations	prix de l'obligation (en €)	total (en K€)
04/04/2014	Emission d'obligations convertibles en actions	272 727	2,20	600

Nous retenons un prix moyen de 2,20 euros par action.

⁸ Prix fixé « dans une fourchette comprise entre 85 % et 115 % de la moyenne, éventuellement pondérée, des cours de clôture constatés sur une période de 10 jours de bourse consécutifs, prise dans les trois mois précédant le jour de fixation du prix de l'émission »

⁹ Prix « égal à 100 % de la moyenne des cours cotés de l'action sur le marché Eurolist lors des 20 séances de bourse précédant le jour de la décision du conseil d'administration fixant la date d'ouverture de la souscription »

2.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode des *Discounted Cash Flows* (ou DCF) consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base des plans d'affaires par activité d'O2i (activité Formation, activité Ingénierie/Services et activité O2i Ai Flow) qui nous ont été communiqués par le management. Ces plans d'affaires ont été établis par le management d'O2i fin décembre 2014, dans la perspective de nos travaux d'évaluation.

Les données prévisionnelles portent sur une période de 4 ans (2014-2017). Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- activité Formation :
 - une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 7,8 % ;
 - un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires évoluant progressivement d'une rentabilité nulle en 2014 à 9,0 % en 2017 ;
- activité Ingénierie/Services :
 - une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 3,7 % (10,0 % hors chiffre d'affaires relatif à la distribution des produits Apple qui devrait baisser de 15 % en moyenne sur le plan, selon la volonté du management de réduire cette activité à faible rentabilité) ;
 - un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires évoluant progressivement de -2,0 % en 2014 à 4,9 % en 2017 ;
- activité O2i Ai Flow (développement d'une activité logicielle nouvelle liée à la plateforme collaborative *full web* Ai Flow) :
 - un chiffre d'affaires prévisionnel évoluant de 500 milliers d'euros en 2014 à 4 050 milliers d'euros en 2017 ;
 - une marge d'EBIT progressant de 214 milliers d'euros en 2014 à 985 milliers d'euros en 2017.

Concernant l'activité Formation, le taux de marge d'EBIT observé en 2013, bien qu'en amélioration par rapport à 2011, reste plus faible que celui des sociétés du secteur d'environ 11 % en 2013, en raison de l'intégration des nombreuses acquisitions réalisées depuis le démarrage de cette activité. Suite aux investissements effectués dont les derniers ont eu lieu en septembre 2013, O2i dispose aujourd'hui de 35 centres de formation répartis sur le territoire français.

À l'issue de cette première phase de développement notamment par croissance externe de l'activité Formation, suit une deuxième phase d'amélioration de la rentabilité, dont les leviers actionnés dès 2014 par le management sont notamment :

- la croissance organique induite par la stabilisation du périmètre, la taille de l'activité du groupe permet aujourd'hui à O2i de se positionner au 2^{ème} rang de la formation informatique professionnelle ;
- le déploiement de l'activité sur la vente de formation technique, grâce à l'acquisition de Bull Formation, activité procurant une meilleure marge que la vente de formation bureautique ;
- le déploiement des formations « inter » regroupant des salariés de plusieurs sociétés, procurant une marge supérieure (prix par participant) que les formations « intra » réservées à un groupe de salariés d'une entreprise (facturation forfaitaire) ;
- la diversification de l'activité initiée en septembre 2014 sur des stages dans le domaine du management à forte rentabilité, les prestations s'appuyant sur une infrastructure et des clients existants.

L'activité Ingénierie/Services devrait voir sa rentabilité s'améliorer sous l'effet du programme de transformation du *business model* d'O2i et de la réorganisation des activités menée depuis 2011, avec notamment la réduction de l'activité de distribution des produits Apple dont la rentabilité avait considérablement diminué et le déploiement sur :

- la distribution de solutions d'impression UV suite à l'acquisition du fonds de commerce Kolorsigns ;
- les prestations de maintenance et d'infogérance de solutions pour la production multimédia.

Concernant l'activité Logiciels, la plateforme collaborative *full web* Ai Flow en développement pendant 2 ans a été pré-commercialisée début 2014 auprès d'une cinquantaine d'entreprises, puis lancée sur le marché en décembre 2014.

Travaux de valorisation

Hypothèses d'extrapolation et flux terminal

À l'issue de discussions avec le management de la société, nous avons tenu compte d'une période d'extrapolation de 3 ans (2018-2020) visant à faire tendre les niveaux d'activité du groupe O2i vers des niveaux jugés normatifs :

- la croissance du chiffre d'affaires tend vers un niveau de 1,5 % en 2020 ;
- la marge opérationnelle exprimée par le ratio EBITDA/chiffre d'affaires (« CA »), tend en 2020 vers un niveau de :
 - 5,0 % pour l'activité Formation, correspondant au taux d'EBITDA/CA moyen observé sur la période 2013-2017 ;
 - 2,5 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow réunies, correspondant au taux d'EBITDA/CA moyen observé sur la période 2013-2017 ;
- le niveau d'investissements est maintenu stable par rapport à celui prévu en 2017 et le niveau d'amortissements converge vers le niveau des investissements en 2020.

Nous avons retenu un niveau d'excédent en fonds de roulement (« EFR ») stable sur la durée du plan et sur la période d'extrapolation, déterminé sur la base du niveau moyen d'EFR observé historiquement.

Nous avons déterminé un flux normatif sur la base d'un chiffre d'affaires en progression de 1,5 % (taux de croissance à long terme) par rapport à 2020, et un niveau de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires égal à celui de 2020. Le montant des investissements est égal à celui des amortissements.

Les hypothèses de rentabilité retenues en valeur terminale présentent un caractère de prudence ; elles sont en retrait par rapport à celles prévues en 2017 mais en ligne avec les prévisions à long terme du management.

Paramètres financiers de valorisation

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- d'un bêta désendetté de 0,97 pour l'activité Formation et de 0,98 pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, déterminés sur la base de la moyenne des bêtas prospectifs (source : Datastream) des sociétés comparables cotées des échantillons Formation et Editeurs de logiciels ;
- d'une prime de risque de marché de 6,03 % (Associés en Finance, moyenne 6 mois, janvier 2015) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché¹⁰ (Associés en Finance, moyenne 6 mois, janvier 2015) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 1,84 % ;
- d'une structure financière non endettée, s'agissant de l'activité Formation, en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées ;
- d'une structure financière cible retenue pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, correspondant à la moyenne des structures financières des sociétés comparables de l'échantillon, soit 17,5 % ;
- d'un coût de la dette avant impôt de 5 %, proche du ratio frais financiers rapportés à la dette financière brute.

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 3,5 % pour l'activité Formation et de 4,0 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, afin de tenir compte du différentiel de taille et de rentabilité entre les sociétés comparables retenues dans les échantillons et la société O2i, ainsi que du caractère volontariste des plans d'affaires par activité, eu égard à la situation de rentabilité négative historique de la société et à la baisse de son chiffre d'affaires sur la période 2010-2013. Le plan d'affaires s'appuie notamment sur des hypothèses de croissance élevée des activités et d'amélioration sensible de leur rentabilité.

Nous avons ainsi retenu 0,5 point de prime de risque spécifique supplémentaire pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, afin de prendre en compte le démarrage récent de l'activité O2i Ai Flow.

¹⁰ E(Rm) selon les données Associés en Finance

Sur ces bases, le taux d'actualisation ressort à 11,20 % pour l'activité Formation et à 11,65 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, soit un niveau proche du taux d'actualisation retenu pour les tests d'*impairment* du groupe au 31 décembre 2013 (12 %).

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 % en valeur centrale, en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2015 et à mi-année.

Résultats

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de la société ressort à 17,7 millions d'euros (la valeur terminale représente 43,9 % de la valeur d'entreprise) et la valeur des fonds propres à 21,3 millions d'euros, soit une valeur par action de 2,51 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à long terme ;
- +/- 0,5 point de taux d'actualisation ;
- +/- 0,5 point de taux d'EBITDA/CA en valeur terminale ;

sont présentées ci-après.

Les valeurs par action (en euros) ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité de la valeur par action au taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation (t)				
		1- 1,0%	1- 0,5%	t	1+ 0,5%	1+ 1,0%
Croissance perpétuelle	1,00%	2,61	2,52	2,44	2,36	2,30
	1,25%	2,65	2,56	2,47	2,39	2,32
	1,50%	2,69	2,59	2,51	2,42	2,35
	1,75%	2,74	2,63	2,54	2,46	2,38
	2,00%	2,79	2,68	2,58	2,49	2,41

Sensibilité de la valeur par action au taux de marge d'EBITDA et taux de croissance à l'infini

		Taux de marge d'EBITDA (t)				
		1- 1,0%	1- 0,5%	t	1+ 0,5%	1+ 1,0%
Croissance perpétuelle	1,00%	2,13	2,28	2,44	2,59	2,75
	1,25%	2,15	2,31	2,47	2,63	2,79
	1,50%	2,18	2,34	2,51	2,67	2,83
	1,75%	2,20	2,37	2,54	2,71	2,88
	2,00%	2,23	2,41	2,58	2,75	2,93

Nous observons la grande sensibilité de la valeur au taux de marge d'EBITDA normatif. Le taux de rentabilité que nous avons retenu (5,0 % pour l'activité Formation et 2,5 % pour les activités Ingénierie/Services + O2i Ai Flow) est supérieur au niveau le plus élevé réalisé par O2i sur les 5 dernières années, mais reste inférieur à celui attendu en 2015 pour les sociétés des secteurs Formation (15,4 %) et Editeurs de logiciels (14,2 %).

La valeur par action ressort dans une fourchette de 2,34 euros à 2,67 euros, avec une valeur centrale à 2,51 euros par action.

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT induits par les valeurs d'entreprise issues de la mise en œuvre de cette méthode ressortent, selon nos travaux, à 0,34x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 6,15x de l'EBIT estimé en 2016.

2.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Cette méthode d'évaluation conduit à déterminer une valeur d'entreprise (valeur de l'activité). Il convient en conséquence d'en déduire la dette nette et d'ajouter les actifs hors exploitation non pris en compte dans cette valeur pour parvenir à une valeur des fonds propres de la société.

Détermination des échantillons

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- secteur géographique ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges.

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à O2i, eu égard aux marchés et aux caractéristiques de ses activités. Cette méthode a toutefois été présentée à titre secondaire.

Nous avons constitué deux échantillons à partir des critères suivants :

- sociétés exerçant des métiers de formation professionnelle ;
- sociétés exerçant des activités d'éditeurs de logiciels.

Nous nous sommes également assurés de la comparabilité des sociétés en termes d'activité, de la liquidité des titres, et avons vérifié qu'il n'était pas intervenu d'élément susceptible d'altérer leur valorisation (cession d'une activité, sociétés visées par une offre...).

Dans le domaine de la formation professionnelle, nous avons retenu les sociétés suivantes :

- American Public Edition : société américaine de formation pour adultes qui propose l'accès à de nombreux diplômes à un coût raisonnable ; son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 329 millions de dollars ;
- Devry Education Group : société de formation américaine qui propose ses services à travers un réseau d'universités, spécialisés dans des formations à forte valeur ajoutée ; son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 1 923 millions de dollars ;
- Pearson : société anglaise qui intervient sur les métiers d'éditeur d'ouvrages scolaires, de fournisseurs de services aux établissements scolaires et de formation directe auprès des étudiants ; elle a réalisé un chiffre d'affaires de 5 069 millions de livres en 2013.

Nous n'avons pas retenu les sociétés suivantes :

- Universal Technical Institute en raison de ses très faibles marges au regard des marges des autres sociétés comparables ;
- Learning Tree International en l'absence d'informations prospectives ;
- Rosetta Stone en raison de sa rentabilité négative.

Dans le domaine des éditeurs de logiciels, nous avons retenu les sociétés suivantes :

- Asuy : société française de conseil et d'ingénierie en hautes technologies ; elle a réalisé un chiffre d'affaires de 324 millions d'euros en 2013 ;
- Axway Software : société française qui fournit des solutions progiciels pour le développement des réseaux d'interactions professionnels ; présente à l'international, son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 237,5 millions d'euros ;
- Cegedim : société française leader mondial des solutions CRM pour les industries des sciences de la vie, elle commercialise également des bases de données à destination des professionnels de la santé ; son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 902,3 millions d'euros ;
- Cegid Group : premier éditeur de logiciels de gestion en France, la société commercialise ses solutions à destination de nombreux secteurs d'activités ; son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 260 millions d'euros ;
- Lectra : leader mondial des solutions technologiques intégrées dans le secteur de la découpe automatique, la société développe des logiciels associés à des systèmes de découpe, son chiffre d'affaires s'élève à 203 millions d'euros en 2013.

Nous n'avons pas retenu les sociétés GFI Informatique et Devoteam, en raison de la faible liquidité de ces titres.

Agrégats et multiples

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité de la valeur comptable des impôts différés actifs (IDA), actifs financiers, provisions) et des intérêts minoritaires.

Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 3 février 2015, tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois au 3 février 2015 ne remettait pas en cause nos conclusions. Nous avons déterminé les multiples 2014, 2015 et 2016 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Nous avons retenu le multiple de valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT pour les deux échantillons, multiple usuel des secteurs d'intervention.

Nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des possibles différences de politique financière entre les différentes sociétés.

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon Formation

Et. Devise localisée	Devise	MV	VE	CA 2013	Croissance du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
AMERICAN PUBLIC ED.	US\$	607	499	329	5,8%	5,8%	7,7%	20,5%	17,9%	18,3%	19,4%	7,4x	8,0x	7,4x	6,5x
DEVRY EDUCATION GROUP	US\$	2 891	2 506	1 923	1,0%	3,2%	4,2%	11,0%	11,6%	11,9%	12,4%	11,8x	11,1x	10,5x	9,6x
PEARSON	£	11 131	13 263	5 069	-3,4%	5,6%	3,3%	14,5%	14,5%	15,0%	16,1%	18,0x	18,7x	17,1x	15,4x
Moyenne					1,1%	4,9%	5,1%	15,3%	14,8%	15,1%	16,0%	12,4x	12,6x	11,8x	10,8x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon Editeurs de logiciels

Act	Devise	MV	VE	CA 2013	Croissance du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
AUSY	E	152	192	324	7,2%	11,0%	3,1%	6,4%	6,8%	8,4%	8,9%	9,3x	8,1x	5,9x	5,5x
AXWAY SOFTWARE	E	347	343	238	10,1%	9,6%	8,0%	na	14,2%	15,4%	16,5%	na	9,2x	7,8x	6,7x
CEGEDIM	E	462	906	902	0,7%	-26,2%	-2,4%	10,2%	3,2%	10,7%	11,7%	9,8x	31,5x	12,6x	11,9x
CEGID GROUP	E	303	356	260	2,6%	2,1%	2,9%	12,0%	13,2%	13,6%	14,3%	11,4x	10,1x	9,6x	8,9x
LECTRA	E	297	267	203	4,4%	10,6%	6,4%	8,6%	9,0%	11,9%	13,4%	15,3x	14,1x	9,6x	8,0x
Moyenne					5,0%	1,4%	3,0%	9,3%	9,3%	12,0%	13,0%	11,5x	14,6x	9,1x	8,2x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

Nous avons appliqué la moyenne de multiples VE/EBIT extériorisés par les sociétés comparables aux agrégats des plans d'affaires de l'activité Formation, d'une part, et des activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, d'autre part.

Valorisation O2i

	EBIT			
	2015e		2016e	
	Formation	Edit. Log.	Formation	Edit. Log.
Multiple moyen	11,6x	9,1x	10,5x	8,2x
Agrégats O2i	1 122	198	2 043	836
Valeur d'entreprise par activité	13 057	1 803	21 454	6 835
Valeur d'entreprise globale	14 861		28 290	
Dette financière nette ajustée	(3 562)		(3 562)	
Valeur des capitaux propres	18 422		31 851	
Nombre de titres (en milliers)	8 494		8 494	
Valeur par action	2,17		3,75	

La méthode des multiples de nos échantillons, sur la base d'un multiple moyen d'EBIT 2015 et 2016, conduit à une valeur par action O2i se situant entre 2,17 euros et 3,75 euros.

2.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice

Invest Securities, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation de l'Offre présentés en partie 3 du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 9 décembre 2014. Nous avons analysé ces éléments.

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société O2i :

Méthodes d'évaluation écartées

- Objectifs de cours des analystes ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Actualisation des flux de dividendes ;
- Actif Net Réévalué.

Méthodes retenues

- Référence au cours de bourse ;
- Référence aux transactions récentes sur le capital ;
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

La banque présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 6 415 323. Nous avons retenu un nombre d'actions dilué de 8 494 222 à la date du 31 décembre 2014.

La banque présentatrice retient un ajustement négatif pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de 662 milliers d'euros. Nous retenons, pour notre part, un ajustement positif de 3 571 milliers d'euros, sur la base de la trésorerie et des dettes financières au 31 décembre 2014.

L'écart provient principalement de la prise en compte dans nos calculs de l'impact de la valeur actualisée des économies d'impôt liées au déficit reportable et de la différence de traitement de l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice de BSAAR et à la conversion d'obligations convertibles.

2.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la décision d'écarter la référence aux objectifs de cours des analystes et les méthodes du rendement et de l'actif net réévalué, que nous avons nous-mêmes écartées. Nous avons cependant présenté la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

2.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

2.221 Cours de bourse

Nous avons également présenté la référence au cours de bourse.

Les travaux d'analyse du cours de bourse de la banque présentatrice ont été menés sur deux périodes : la période précédant le 1^{er} octobre 2014 et la période du 1^{er} octobre au 8 décembre 2014. Nous avons porté notre analyse sur la période précédant le 1^{er} octobre 2014 et celle précédant le jour de réalisation de nos travaux.

2.222 Référence aux transactions récentes sur le capital

La banque présentatrice retient l'opération d'apport en numéraire intervenue en janvier 2014 au prix de 1,60 euros, ainsi que les augmentations de capital par voie d'exercice de BSAAR 2019 engendrant la création de 483 361 actions nouvelles au prix de 2,20 euros.

Tout comme la banque, nous avons étudié :

- l'augmentation de capital de janvier 2014 ;
- les 4 augmentations de capital par voie d'exercice de BSAAR intervenues en 2014 et menant à la création de 526 076 actions nouvelles au prix de 2,20 euros ;
- l'émission des obligations convertibles en actions décidée en avril 2014, au prix de 2,20 euros par obligation, chaque obligation donnant droit, en cas de conversion par son titulaire, à une action de la société.

Nous retenons également l'augmentation de capital intervenue le 31 décembre 2014 par voie d'apport en numéraire et rémunérée par l'attribution de 227 272 actions au prix de 2,20 euros.

2.223 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base « *d'un plan d'affaires 2014-2016 communiqué par la société le 10 décembre 2013¹¹ et des perspectives 2017¹² présentées le 4 décembre 2014* ».

La banque a extrapolé ces prévisions sur 7 ans sur la période 2018-2024, afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale.

¹¹ Le communiqué de presse d'O2i en date du 13 décembre 2013 mentionne un chiffre d'affaires prévisionnel pour les années 2014 à 2016 pour chacun des pôles Formation et Ingénierie

¹² Le communiqué de presse d'O2i en date du 4 décembre 2014 évoque des perspectives de croissance annuelle et de marge opérationnelle à l'horizon 2017 pour chacune des 3 activités (Formation, Ingénierie/Services et Logiciels)

Les hypothèses d'extrapolation retenues par la banque reposent sur :

- un atterrissage de la croissance du chiffre d'affaires vers 1,5 % (croissance à l'infini) en 2021 ;
- un maintien de la rentabilité (en marge d'EBITDA/CA) sur le niveau atteint en 2017, soit 7,9 % ;
- des niveaux d'investissements et d'amortissements convergeant vers 1,5 % du chiffre d'affaires en 2024 ;
- une stabilisation d'un excédent en fonds de roulement à 3 jours de chiffre d'affaires.

Pour notre part, sur la base des éléments prévisionnels 2014-2017 par activité que le management d'O2i nous a communiqué, nous avons procédé à une extrapolation sur 3 années complémentaires (2018-2020), en considérant :

- un niveau de marge d'EBITDA normatif de 5,0 % pour l'activité Formation et de 2,5 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow ;
- un niveau d'investissements stable par rapport à 2017 et une convergence des amortissements avec les investissements en fin de période d'extrapolation.

Nous évaluons séparément l'activité Formation des activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow.

Concernant le taux d'actualisation, la banque a retenu la source Facts et Estimates pour déterminer le taux sans risque et la prime de risque, et une prime spécifique de 6 % remplaçant la notion de bêta, soit un taux d'actualisation de 13 % supérieur au taux utilisé par la société pour ses tests d'impairment.

Nous retenons les paramètres de marché à fin janvier 2015 du modèle Associés en Finance ainsi que :

- un bêta désendetté de :
 - 0,97 pour l'activité Formation, bêta moyen des sociétés comparables cotées de l'échantillon Formation ;
 - 0,98 pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow, bêta moyen des sociétés comparables cotées de l'échantillon Editeurs de logiciels ;
- une prime de risque spécifique de 3,5 % pour l'activité Formation et de 4,0 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow.

Ces différences expliquent les écarts de taux d'actualisation (13 % pour la banque présentatrice, contre 11,20 % pour l'activité Formation et 11,65 % pour les activités Ingénierie/Services et O2i Ai Flow selon nos calculs).

La valeur d'entreprise obtenue par la banque présentatrice ressort à 16,5 millions d'euros. Nos travaux aboutissent à une valeur d'entreprise de 17,7 millions d'euros.

La fourchette de valorisation obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 2,30 euros et 2,65 euros, la valeur centrale ressortant à 2,46 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 2,34 euros à 2,67 euros (valeur centrale à 2,51 euros).

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT induits par les valeurs d'entreprise issues de la mise en œuvre de cette méthode ressortent à :

- 0,31x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 6,43x de l'EBIT estimé en 2016, selon les travaux de la banque ;
- 0,34x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 6,15x de l'EBIT estimé en 2016, selon nos travaux.

3. Appréciation de la valeur des obligations convertibles en actions O2i

3.1 Analyse de la valeur des OCA 2014 d'O2i

3.11 Présentation des caractéristiques des OCA 2014

En avril 2014, le Conseil d'administration d'O2i a décidé l'émission d'obligations convertibles en actions pour un montant nominal de 599 999,40 euros représenté par 272 727 obligations (« OCA 2014 »), portant intérêt à 6 %, d'une durée de 54 mois, selon les caractéristiques suivantes :

- prix d'émission : 2,20 euros ;
- date d'émission : 7 avril 2014 ;
- intérêt fixe annuel : 6 %, soit 0,13 euro par obligation payable trimestriellement à terme échu, le 1^{er} du mois suivant le terme ;
- prime de non conversion : 3 % l'an décomptée à compter de la date de jouissance, capitalisée le 8 avril de chaque année et pour la première fois le 8 avril 2015, et payable in fine ou par anticipation ;
- ratio de conversion : 1 OCA 2014 pour 1 action.

3.12 Valeur théorique des obligations

La valeur théorique d'une obligation convertible en actions se détermine en valorisant, d'une part, la composante obligataire, et d'autre part, la composante optionnelle relative à une conversion en fonction de l'évolution du sous-jacent (l'action O2i) qui s'analyse comme une option d'achat (*Call*).

3.121 Valeur actuarielle des obligations

La valeur de l'obligation s'appréhende selon une approche actuarielle traditionnelle d'actualisation des coupons futurs versés, de la prime de non conversion et du montant remboursé à terme à un taux reflétant le risque de défaut de remboursement. Ce taux se compose du taux sans risque correspondant à la période d'évaluation et d'un *spread* de crédit intégrant la partie liée au risque de défaut.

Nous avons retenu les paramètres suivants :

- un taux sans risque de 0,27 % estimé à partir du taux SWAP pour une durée de 3,7 ans et par interpolation linéaire entre le SWAP 3 ans et le SWAP 5 ans ;
- un *spread* de crédit de 509 points de base correspond au *spread* estimé à la date d'émission de l'obligation, le 7 avril 2014, soit, la différence entre le taux d'intérêt retenu pour le coupon et le taux sans risque (OAT françaises 5 ans) de 91 points de base ;

nous avons observé l'évolution de la marge CDS *high yield* sur 5 ans qui ne fait pas apparaître de variation significative entre le 7 avril 2014 et la date de nos travaux, nous avons donc retenu le *spread* estimé à la date d'émission des obligations.

Ainsi le taux d'actualisation ressort à 5,36 %.

La valeur actuarielle de l'obligation s'établit dans ces conditions à 2,52 euros.

Des travaux de sensibilité aux hypothèses de taux sans risque et de marge de *spread* ont été réalisés, et sont présentés ci-après :

Sensibilité au taux sans risque et à la marge de *spread*

		Spread				
		4,59%	4,84%	5,09%	5,34%	5,59%
Taux sans risque	0,02%	2,58	2,56	2,54	2,52	2,50
	0,27%	2,56	2,54	2,52	2,50	2,48
	0,52%	2,54	2,52	2,50	2,48	2,46

3.122 Valeur du bon associé aux obligations

La valeur optionnelle du produit hybride que représentent les OCA 2014 naît de la possibilité de convertir à tout moment les obligations en titres de la société.

Cette valeur peut s'évaluer comme une option d'achat (*call*), par la mise en place d'un modèle de *Black & Scholes*.

Nous avons décomposé la durée d'exercice en périodes, afin d'ajuster le prix d'exercice de la valeur capitalisée de la prime de non conversion à chaque date, et avons mis en œuvre un modèle *Black & Scholes* sur chaque période (option d'achat à compter du début de la période moins option d'achat à compter de la fin de la période).

Nous avons retenu les paramètres suivants pour la mise en place du modèle de *Black & Scholes* :

- un taux sans risque de 0,27 %, ci-avant déterminé ;
- un prix du sous-jacent correspondant au cours de bourse spot la veille de nos travaux, soit 2,21 euros ;
- une volatilité du titre O2i de 34,0 %, correspondant à la volatilité moyenne observée sur 4 à 5 ans du titre O2i, en ligne avec la volatilité moyenne sur 4 à 5 ans des sociétés comparables de notre échantillon ;
- un prix d'exercice ajusté de la valeur capitalisée de la prime de non conversion par période ;

- un ratio de conversion de 1 (1 OCA 2014 pour 1 action) ;
- un taux de distribution des dividendes nul.

L'application de ces paramètres conduit à une valeur du bon de 0,47 euro.

Des travaux de sensibilité aux hypothèses de volatilité et de taux sans risque ont été réalisés, et sont présentés ci-après :

Sensibilité au taux sans risque et à la volatilité

		Volatilité				
		33,0%	33,5%	34,0%	34,5%	35,0%
Taux sans risque	0,02%	0,45	0,46	0,46	0,47	0,48
	0,27%	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49
	0,52%	0,46	0,47	0,48	0,49	0,49

Au total, la valeur de l'OCA 2014 s'établit à 2,99 euros (en valeur centrale).

3.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice

La banque présentatrice n'a pas mis en œuvre d'évaluation des OCA 2014 de la société O2i, précisant qu'elle ne disposait pas de l'information essentielle pour donner une appréciation de la valorisation de l'obligation convertible. En outre, elle constate que l'Offre faite sur les obligations convertibles correspond à la parité offerte aux porteurs d'actions majorée de la valeur du coupon couru.

4. Appréciation de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i

4.1 Analyse de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i

4.11 Présentation des caractéristiques des BSAAR 2019

En mai 2014, le Conseil d'administration d'O2i a décidé l'attribution de 5 894 298 BSAAR aux actionnaires d'O2i, à raison d'un BSAAR pour chaque action existante, susceptibles de donner lieu, au cours des 5 prochaines années, à l'émission d'un nombre maximum de 1 964 766 actions nouvelles au prix de 2,20 euros chacune, selon les modalités suivantes :

- date de jouissance : 28 mai 2014 ;
- ratio de conversion : 3 BSAAR pour 1 action nouvelle O2i ou 1 action existante O2i au prix de 2,20 euros ;
- durée d'exerçabilité : 5 ans à compter du lendemain de leur attribution, soit jusqu'au 27 mai 2019 inclus.

4.12 Valeur théorique des BSAAR

La valeur théorique d'un BSAAR se détermine en valorisant la composante optionnelle relative à une conversion en fonction de l'évolution du sous-jacent (l'action O2i) qui s'analyse comme une option d'achat (*Call*).

La valeur optionnelle du BSAAR naît de la possibilité de convertir à terme les BSAAR en titres de la société à une valeur supérieure au prix d'exercice.

Cette valeur peut s'évaluer par la mise en place d'un modèle binomial.

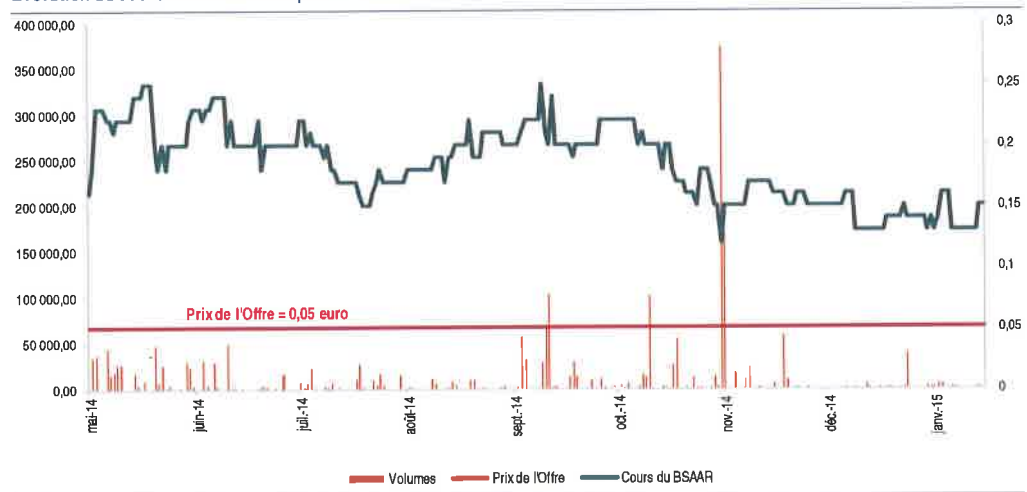
Nous avons retenu les paramètres suivants pour la mise en place du modèle optionnel :

- un taux sans risque de 0,27 % estimé à partir du taux SWAP pour une durée de 3,7 ans et par interpolation linéaire entre le SWAP 3 ans et le SWAP 5 ans ;
- un prix du sous-jacent correspondant au cours de bourse spot la veille de nos travaux, soit 2,21 euros ;
- une volatilité du titre O2i de 34,0 %, correspondant à la volatilité moyenne observée sur 4 à 5 ans du titre O2i, en ligne avec la volatilité moyenne sur 4 à 5 ans des sociétés comparables de notre échantillon ;
- un prix d'exercice de 2,20 euros ;
- un cours de forçage de 3,30 euros ;
- un ratio de conversion de 0,33 (3 BSAAR 2019 pour 1 action) ;
- un taux de distribution des dividendes nul.

L'application de ces paramètres conduit à une valeur du BSAAR 2019 de 0,17 euro.

4.13 Cours de bourse

Evolution du cours du BSAAR émis par O2i le 27 mai 2014



Le cours de bourse du BSAAR 2019 d'O2i à la veille de nos travaux, soit au 3 février 2015, est de 0,13 euro.

Les volumes d'échanges du BSAAR sont faibles depuis son admission à la cotation, le 28 mai 2014.

Des échanges sont intervenus le 2 octobre 2014 à un prix de 0,22 euro. Seuls deux mouvements significatifs sont intervenus suite à cette annonce les 27 et 28 novembre 2014 à des prix respectifs de 0,12 euro et 0,15 euro. Les derniers échanges ont été réalisés depuis lors, à des prix proches de 0,15 euro dans des volumes très faibles.

Les informations issues des bases de données financières sont relativement limitées dans la mesure où les échanges pour ce type de produit se réalisent hors marché (OTC) et restent difficilement traçables.

4.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice

Pour valoriser les BSAAR 2019 de la société O2i, la banque présentatrice a mis en œuvre un modèle optionnel, sur la base d'une volatilité de 40 % et d'un taux sans risque de 0,27 % et en intégrant les différents éléments d'appréciation de l'action O2i.

Nous avons également retenu un modèle optionnel sur la base d'une volatilité de 34,0 % et d'un taux sans risque de 0,27 %, ainsi que la référence au cours de bourse.

La banque présentatrice obtient des valeurs par BSAAR induisant de fortes décotes par rapport à l'Offre de Prologue à 0,05 euro. Nos travaux font ressortir une valeur du BSAAR 2019 d'O2i :

- de 0,17 euro sur la base du modèle optionnel, induisant une décote entre 70,6 % par rapport à l'Offre de Prologue à 0,05 euro ;
- de 0,13 euro sur la base de la référence au cours de bourse, induisant une décote de 61,5 %.

5. Appréciation de la valeur des titres Prologue dans le cadre de l'opération

5.1 Analyse de la valeur des titres Prologue

5.11 Méthodes d'évaluation écartées

5.111 Actif net comptable (ANC)

Le bilan consolidé au 31 décembre 2013 fait apparaître un montant des capitaux propres de 1,7 million d'euros pour 18 026 710 actions, soit 0,09 euro par action.

Nous avons pris connaissance des conclusions des commissaires aux comptes dans leur rapport sur les comptes consolidés au 31 décembre 2013. Sans remettre en cause leur opinion, ils attirent l'attention sur les notes 3 « *Résumé des principes comptables* » et 9.3 « *Événements postérieurs à la clôture* » et sur la note 3.17 « *Évaluation des dettes étalées dans le cadre du plan de continuation* » de l'annexe aux comptes consolidés qui exposent :

- l'incertitude relative à la continuité d'exploitation : la note 3 précise que « *les états financiers consolidés sont établis en retenant comme hypothèse de base la continuité de l'exploitation subordonnée à la réussite des critères décrits au paragraphe 9.3 « Événements postérieurs à la clôture » de l'annexe « Perspectives d'avenir* » » ; celui-ci mentionne les axes stratégiques majeurs du groupe ;
- la modification du plan de continuation : la note 3.17 mentionne « *la modification du plan de continuation du Groupe Prologue approuvée par le Tribunal de Commerce le 5 décembre 2013* », ainsi que la méthodologie d'évaluation des dettes relatives au plan.

Le bilan au 30 juin 2014 fait apparaître un montant des capitaux propres de 2,2 millions d'euros pour 18 531 478 actions, soit 0,12 euro.

La référence à l'actif net comptable ne constitue pas une méthode d'évaluation en tant que telle.

5.112 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à évaluer les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et passifs, ainsi que les éléments incorporels qui ne sont pas comptabilisés. Pour les sociétés industrielles en continuité d'exploitation, cette méthode, sauf exception liée à un patrimoine immobilier très significatif, est considérée comme peu pertinente, la valeur des actifs étant mieux reflétée dans la mise en œuvre d'une actualisation des flux futurs de trésorerie.

5.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

La société n'a pas procédé à des distributions de dividende depuis au moins cinq ans. La situation financière et les perspectives présentées dans le plan d'affaires ne laissent pas entrevoir de possible distribution à moyen terme. Cette méthode ne peut donc pas être mise en œuvre.

5.114 Multiples observés lors de transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous n'avons pas recueilli d'information publique suffisamment exploitable pour mettre en œuvre cette méthode, et l'avons donc écartée.

5.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous présentons à titre principal :

- la référence au cours de bourse ;
- la référence aux transactions récentes intervenues sur le titre ;
- l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Nombre de titres de référence

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 4 décembre 2014 (26 575 891 actions) augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice des BSAA 2019 « dans la monnaie » (1 146 149 actions).

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 27 722 040 actions.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé à partir (i) du montant de la trésorerie et des dettes financières ressortant des comptes consolidés provisoires au 31 décembre 2014, soit une trésorerie nette de 11 549 milliers d'euros, et (ii) des éléments mentionnés ci-après :

- (+) l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice des BSAA, soit 1 146 milliers d'euros ;
- (+) la valeur actualisée des économies d'impôt liées au déficit reportable (53,4 millions d'euros au 31 décembre 2013) pour 3 886 milliers d'euros.

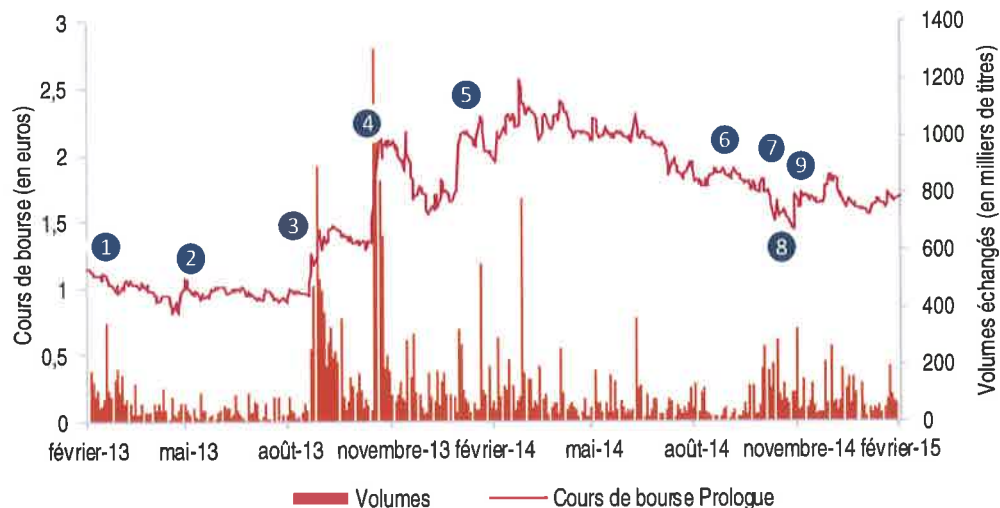
La trésorerie financière nette ajustée s'élève ainsi à 16 582 milliers d'euros.

5.121 Référence au cours de bourse

Introduite en 1998 au Nouveau Marché de la Bourse de Paris, l'action Prologue s'échange désormais sur le Compartiment C de l'Euronext Paris, sous le code ISIN FR0010380626.

Nous avons apprécié la valeur par référence au cours de bourse. La pertinence du critère du cours de bourse est appréciée au regard des trois critères suivants : le niveau de flottant et la rotation du capital et du flottant qui traduisent la liquidité de l'action, et le suivi du titre par les analystes boursiers. L'action Prologue ne fait l'objet d'aucun suivi.

Evolution du cours de Prologue depuis 2 ans au 3 février 2015



Source : Datastream

Historique des événements sur 2 ans - Prologue

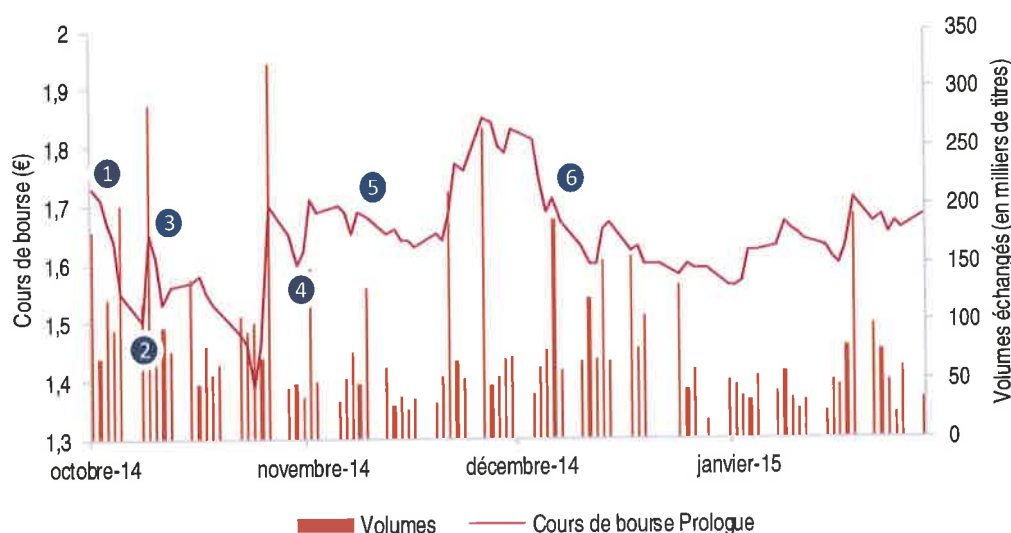
Renvois	Date	Evénements
①	04/02/2013	Succès de l'augmentation de capital de janvier 2013 (sur un an : 5,3 M€)
②	30/04/2013	Retour de la rentabilité opérationnelle
③	19/08/2013	T2 en phase avec la croissance de l'activité cloud
④	24/10/2013	Projet d'attribution gratuite de BSAAR 2020 à tous les actionnaires
⑤	14/01/2014	Ajustement de la parité des BSAAR 2019
⑥	29/08/2014	Croissance de 10% au 2e trimestre
⑦	02/10/2014	Projet de rapprochement avec le groupe O2i
⑧	13/10/2014	Sortie anticipée du plan de continuation, engagement pour 4,6 M€ de BSAA 2021
⑨	05/11/2014	BSAA 2021 - Prologue lève 15,2 M€

Sur les deux dernières années, le titre Prologue a progressé de 49,1 %, avec un cours au plus bas de 0,82 euro et un cours au plus haut de 2,57 euros.

Le cours a été influencé à la hausse fin août et fin octobre 2013 suite aux annonces de croissance de l'activité *cloud* et d'attribution gratuite de BSAAR 2020 à tous les actionnaires, puis en début d'année 2014, suite à l'annonce de l'ajustement de la parité des BSAAR 2019. Le cours a ensuite connu une période haussière jusqu'à mi-juin 2014, avant de décroître de près de 30 % entre mi-juin 2014 et début janvier 2015. La performance du cours sur l'année 2014 a été de -23,6 %, soit une évolution inverse à celle relevée pour O2i.

Sur un horizon de temps plus restreint (depuis la veille de l'annonce d'un projet de rapprochement par Prologue), le titre a accusé une baisse de 6,0 %, dans des volumes moyens de 83 milliers de titres par jour.

Evolution du cours de Prologue depuis 4 mois au 3 février 2015



Source : Datastream

Historique des événements récents - Prologue

Renvoi	Date	Evénements
①	02/10/2014	Projet de rapprochement avec le groupe O2i
②	13/10/2014	Sortie anticipée du plan de continuation, engagement pour 4,6 M€ de BSAA 2021
③	15/10/2014	O2i - engagement d'apport de 16% du capital de O2i
④	05/11/2014	BSAA 2021 - Prologue lève 15,2 M€
⑤	14/11/2014	CA 9 mois 2014 : +9,5% , croissance interne 2014 attendue à +12%
⑥	09/12/2014	Communiqué relatif au dépôt du projet d'offre

À la date de nos travaux (au 3 février 2015), la capitalisation boursière de Prologue s'établit à 45,4 M€.

Les principales caractéristiques du titre Prologue à la veille de l'annonce d'un projet de rapprochement avec O2i le 2 octobre 2014 et à la date de nos travaux sont résumées dans les deux tableaux ci-après :

Etude du cours de bourse de Prologue - 01/10/2014

Cours - en €	Liquidité - en milliers	
Spot	1,82	Moyenne volumes 1 mois 46
Capitalisation boursière en K€	33 575	Moyenne volumes 3 mois 42
Moyen pondéré 1 mois	1,79	Moyenne volumes 6 mois 51
Moyen pondéré 3 mois	1,84	Somme volumes 1 an 25 590
Moyen pondéré 6 mois	2,05	NOSH 18 448
Moyen pondéré 12 mois	2,00	Flottant 94,8%
Plus haut 12 mois	2,57	Rotation du capital 1 an 138,7%
Plus bas 12 mois	1,29	Rotation du flottant 1 an 146,3%

Source : Datastream

Etude du cours de bourse de Prologue - 03/02/2015

Cours - en €	Liquidité - en milliers	
Spot	1,71	Moyenne volumes 1 mois 54
Capitalisation boursière en K€	45 445	Moyenne volumes 3 mois 70
Moyen pondéré 1 mois	1,65	Moyenne volumes 6 mois 68
Moyen pondéré 3 mois	1,68	Somme volumes 1 an 18 080
Moyen pondéré 6 mois	1,68	NOSH 26 576
Moyen pondéré 12 mois	1,96	Flottant 94,8%
Plus haut 12 mois	2,57	Rotation du capital 1 an 68,0%
Plus bas 12 mois	1,39	Rotation du flottant 1 an 71,8%

Source : Datastream

Le cours spot au 3 février 2015 s'établit à 1,71 euro. La liquidité est satisfaisante. Sur la base d'un flottant de 94,8 %, la rotation du flottant sur 1 an s'établit à 71,8 % et celle du capital à 68,0 %.

Malgré des volumes d'échanges satisfaisants constatés sur le titre (le volume moyen de titres échangés est de 75 milliers en 2014 contre 118 milliers en 2013), la pertinence de ce critère pour apprécier la valeur intrinsèque de la société nous semble limitée, en ce que le titre n'est suivi par aucun analyste et que la société ne bénéficie pas d'un actionnaire de référence susceptible de renforcer la crédibilité de son projet industriel et commercial sur lequel celle-ci appuie ses perspectives de développement et ses budgets.

5.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre

En mars 2014, deux augmentations de capital ont été réalisées par Prologue, l'une via la conversion de créances issues du plan de continuation, par la création de 114 601 actions au prix de 1,70 euro, l'autre via l'exercice de BSAA et BSAAR, par la création de 105 518 actions au prix de 1,17 euro.

En avril 2014, une augmentation de capital a été réalisée par Prologue, par voie d'exercice de BEA¹³ rémunéré par l'attribution de 23 278 actions au prix de 2,15 euros.

En mai 2014, trois augmentations de capital ont été réalisées par Prologue, la première via la conversion de créances (création de 201 601 actions au prix de 2,02 euros), la seconde via l'exercice de BSAA et BSAAR (création de 35 059 actions au prix de 1,31 euro), et la troisième via l'exercice de BEA (création de 24 711 actions au prix de 2,02 euros).

Au 2^{ème} semestre 2014, trois augmentations de capital ont été réalisées par Prologue :

- la première par exercice de BSA 2019 (création de 421 983 actions au prix de 1 euro),
- la seconde par exercice de BSAAR 2021 (création de 24 162 actions au prix de 2 euros),
- la troisième par exercice de BSAAR 2020 (création de 7 598 268 actions au prix de 2 euros), dans le cadre de la modification de leurs caractéristiques⁴. Cette dernière a permis à Prologue de renforcer ses fonds propres de près de 16 millions d'euros⁴.

Au 4 décembre 2014, le capital de Prologue est ainsi composé de 26 575 891 actions.

¹³ BEA : bons d'émission d'actions

¹⁴ Cf. communiqué de presse de Prologue en date du 4 décembre 2014

Opérations récentes intervenues sur le titre

		nb de titres créés	prix par titre (en €)	total (en K€)
26/03/2014	Augmentation de capital/conversion de créances	114 601	1,70	195
26/03/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAA/BSAAR	105 518	1,17	123
07/04/2014	Augmentation de capital/exercice de BEA	23 278	2,15	50
22/05/2014	Augmentation de capital/conversion de créances	201 601	2,02	408
22/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAA/BSAAR	35 059	1,31	46
22/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BEA	24 711	2,02	50
	Augmentation de capital/exercice de BSA	421 983	1,00	422
	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	24 162	2,00	48
30/10/2014	Augmentation de capital/conversion des BSAAR 2020	7 598 268	2,00	15 197
	Moyenne pondérée		1,93	

Au total, le prix moyen pondéré des différentes augmentations de capital s'établit à 1,93 euro par action.

5.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires de Prologue qui nous a été communiqué par le management. Ce plan d'affaires a été établi par le management de Prologue pour les besoins de l'opération.

Les données prévisionnelles portent sur une période de 4 ans (2014-2017) identique à celle du plan d'O2i. Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de (*) %¹⁵ ;
- un taux de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires convergeant vers (*) %¹⁵ en fin de plan.

Les prévisions d'activité de Prologue reposent notamment sur les relais de croissance suivants, tels qu'indiqués par le management :

- sur la zone France : les produits historiques devraient décliner alors que le groupe anticipe une progression significative de l'activité Dématérialisation. La nouvelle offre de *cloud brokering* devrait générer un chiffre d'affaires à compter de 2015 ;
- sur la zone Espagne : la filiale Alhambra est présente sur le marché des TIC (Technologies de l'information et de la Communication) en rebond en 2014 et dont les perspectives restent plus favorables qu'en France. Prologue prévoit de bénéficier d'un relais de croissance auprès des collectivités locales à travers des contrats de solutions réseaux clés en main ;
- sur la zone Amérique du Sud : le groupe est en phase de démarrage.

¹⁵ données non divulguées dans le présent rapport, à la demande de la société Prologue

Travaux de valorisation

Hypothèses d'extrapolation et flux terminal

Tout comme pour nos travaux d'évaluation du titre O2i, nous avons tenu compte d'une période d'extrapolation de 3 ans (2018-2020) visant à faire tendre les niveaux d'activité du groupe O2i vers des niveaux jugés normatifs :

- la croissance du chiffre d'affaires tend vers un niveau de 1,5 % en 2020 ;
- la marge opérationnelle exprimée par le ratio EBITDA/CA tend en 2020 vers un niveau de 6,6 % ;
- le niveau d'investissements est maintenu stable par rapport à la dernière année du plan à 1,5 % du chiffre d'affaires ;
- le niveau d'amortissements converge vers le niveau des investissements en 2020.

Nous avons retenu un niveau d'EFR stable sur la période d'extrapolation, correspondant au niveau estimé par le management en fin de plan, soit 50 jours de chiffre d'affaires.

Nous avons déterminé un flux normatif sur la base d'un chiffre d'affaires en progression de 1,5 % (taux de croissance à long terme) par rapport à la dernière année de la période d'extrapolation et un niveau de marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires égal à celui de 2020. Le montant des investissements est égal à celui des amortissements.

Les hypothèses de rentabilité retenues en valeur terminale sont en retrait par rapport à celles prévues en 2017, nous avons en effet intégré un degré de prudence, semblable à celui retenu pour l'évaluation des titres O2i.

Paramètres financiers de valorisation

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- d'un bêta désendetté de 0,92 déterminé sur la base de la moyenne des bêtas prospectifs (source : Datastream) des sociétés comparables cotées de l'échantillon SSII ;
- d'une prime de risque de marché de 6,03 % (Associés en Finance, moyenne 6 mois, janvier 2015) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché¹⁶ (Associés en Finance, moyenne 6 mois, janvier 2015) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 1,84 % ;
- d'une structure financière non endettée en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées.

¹⁶ E(Rm) selon les données Associés en Finance

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 4 % afin de tenir compte :

- du différentiel de taille et de rentabilité entre les sociétés comparables retenues dans l'échantillon et la société Prologue ;
- ainsi que du caractère volontariste du plan d'affaires, eu égard à la situation de rentabilité négative historique de la société ; le plan d'affaires s'appuie en effet sur une hypothèse de croissance significative de l'activité, notamment sur les produits Dématérialisation et *cloud brokering* ainsi que sur la zone Amérique du Sud, et d'amélioration sensible de sa rentabilité ; notons que le produit *cloud brokering* n'a pas généré de chiffre d'affaires en 2014 ;
- et de la situation de fonds propres consolidés négatifs jusqu'à fin 2012.

Sur ces bases, le taux d'actualisation ressort à 11,40 %, soit un niveau inférieur au taux d'actualisation retenu pour les tests de valeur des actifs au 31 décembre 2013 (12,5 %).

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 % en valeur centrale, en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2015 et à mi-année.

Résultats

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de la société ressort à 16,2 millions d'euros (la valeur terminale représente 47,1 % de la valeur d'entreprise) et la valeur des fonds propres à 32,7 millions d'euros, soit une valeur par action de 1,18 euro.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à long terme ;
- +/- 0,5 point de taux d'actualisation ;
- +/- 0,5 point de taux d'EBITDA/CA en valeur terminale ;

sont présentées ci-après.

Les valeurs par action (en euros) ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité de la VE au taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		10,40%	10,90%	11,40%	11,90%	12,40%
Croissance perpétuelle	1,00%	1,21	1,19	1,16	1,14	1,12
	1,25%	1,22	1,20	1,17	1,15	1,13
	1,50%	1,24	1,21	1,18	1,16	1,14
	1,75%	1,25	1,22	1,19	1,17	1,14
	2,00%	1,26	1,23	1,20	1,18	1,15

Sensibilité de la VE au taux de marge d'EBITDA et taux de croissance à l'infini

		Taux de marge d'EBITDA normatif				
		5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
Croissance perpétuelle	1,00%	1,09	1,13	1,16	1,20	1,24
	1,25%	1,10	1,13	1,17	1,21	1,25
	1,50%	1,10	1,14	1,18	1,22	1,26
	1,75%	1,11	1,15	1,19	1,23	1,27
	2,00%	1,12	1,16	1,20	1,24	1,28

Nous observons que l'analyse fait ressortir une sensibilité moindre de la valeur du titre Prologue au taux de marge d'EBITDA normatif que pour O2i. La valeur d'entreprise de Prologue, telle qu'elle ressort de nos travaux, représente 49,4 % de la valeur des capitaux propres (contre 83,2 % pour O2i). Le taux de rentabilité que nous avons retenu pour Prologue (6,6 %) est supérieur au niveau le plus élevé réalisé par Prologue sur les 5 dernières années, mais reste inférieur à celui attendu en 2015 pour les sociétés des secteurs SSII (10,0 %).

La valeur par action ressort dans une fourchette de 1,14 euro à 1,22 euro, avec une valeur centrale à 1,18 euro par action.

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT induits par les valeurs d'entreprise issues de la mise en œuvre de cette méthode ressortent, selon nos travaux, à 0,57x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 7,99x de l'EBIT estimé en 2016.

5.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Cette méthode d'évaluation conduit à déterminer une valeur d'entreprise (valeur de l'activité). Il convient en conséquence d'en déduire la dette nette et d'ajouter les actifs hors exploitation non pris en compte dans cette valeur pour parvenir à une valeur des fonds propres de la société.

Détermination de l'échantillon

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- secteur géographique ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges.

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à Prologue, eu égard à la taille de cette dernière. Cette méthode a toutefois été présentée à titre secondaire.

Afin de constituer notre échantillon, nous avons privilégié les critères suivants :

- sociétés exerçant principalement des activités d'entreprises de service numérique (ESN anciennement SSII) ;
- sociétés françaises ayant une offre de services dans les métiers du *cloud* ;
- présence à l'international.

Nous nous sommes également assurés de la comparabilité des sociétés en termes d'activité, de la liquidité des titres, et avons vérifié qu'il n'était pas intervenu d'élément susceptible d'altérer leur valorisation (cession d'une activité, sociétés visées par une offre...).

Nous avons retenu les cinq sociétés suivantes :

- Atos : société française leader dans les services numériques avec un chiffre d'affaires de 10 milliards d'euros en 2013 ;
- Sopra Steria : société française qui exerce des activités de conseil, de services technologiques et d'édition de logiciels ; forte de 35 000 employés, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,1 milliards d'euros en 2013 ;
- Capgemini : société française exerçant des activités de conseil, services technologiques et d'infogérance ; elle fait partie des leaders mondiaux avec un chiffre d'affaires de 10,1 milliards d'euros en 2013 ;
- Aubay : société française de services informatiques ; elle fournit des prestations de conseils technologiques, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance ;
- Indra Sistema : leader espagnol dans la conception, le développement, la fabrication et la commercialisation de systèmes de technologies de l'information.

Nous n'avons pas retenu les sociétés GFI Informatique et Devoteam, en raison de la faible liquidité de ces titres, et la société Cray qui évolue sur un marché géographique différent de celui de Prologue.

Agrégats et multiples

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité de la valeur comptable des impôts différés actifs (IDA), actifs financiers, provisions) et des intérêts minoritaires.

Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 3 février 2015, tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois au 3 février 2015 ne remettait pas en cause nos conclusions. Nous avons déterminé les multiples 2014, 2015 et 2016 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT, multiple usuel dans le secteur des entreprises de service numérique.

Nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des possibles différences de politique financière entre les opérateurs.

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon

Société	Devise	MV	VE	CA 2013	Croissance du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2014e	2015e	2016e	2013e	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
ATOS	E	6 645	5 953	8 615	4,6%	12,9%	3,1%	7,5%	7,0%	7,6%	8,1%	9,2x	9,5x	7,7x	7,0x
SOPRA STERIA GROUP	E	1 479	1 682	1 349	86,0%	37,0%	3,2%	7,7%	5,6%	6,5%	7,3%	16,2x	12,0x	7,5x	6,5x
CAPGEMINI	E	10 514	9 909	10 092	3,9%	4,3%	3,1%	7,1%	8,6%	9,1%	9,5%	13,8x	11,0x	9,9x	9,2x
AUBAY	E	146	162	211	15,9%	8,1%	3,0%	8,3%	7,9%	8,3%	8,5%	8,3x	8,4x	7,4x	7,0x
INDRA SISTEMAS	E	1 503	2 212	2 914	0,3%	2,6%	3,2%	7,8%	7,1%	7,4%	7,7%	9,8x	10,7x	10,0x	9,3x
Moyenne					22,1%	12,2%	-3,1%	7,7%	7,2%	7,8%	8,2%	11,7x	10,0x	8,5x	7,5x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

Sur l'horizon 2014-2016, les sociétés de l'échantillon présentent des niveaux de croissance de chiffre d'affaires très hétérogènes, la marge d'EBIT/CA reste cependant relativement stable pour l'ensemble des sociétés.

Nous avons appliqué la moyenne de multiples VE/EBIT extériorisés par les sociétés comparables aux agrégats 2015 et 2016 du plan d'affaires de Prologue.

La méthode des multiples de notre échantillon, sur la base du multiple moyen d'EBIT 2015 et 2016, conduit à une valeur par action Prologue se situant entre 0,93 euro et 1,17 euro.

5.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Prologue :

Méthodes d'évaluation écartées

- Objectifs de cours des analystes,
- Méthode des comparables boursiers,
- Actualisation des flux de dividendes,
- Actif Net Réévalué.

Méthodes retenues

- Référence au cours de bourse,
- Référence aux transactions récentes sur le capital,
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

La banque présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 27 088 808. Nous avons retenu un nombre d'actions dilué de 27 722 040 à la date du 31 décembre 2014.

La banque présentatrice retient un ajustement positif pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de 13 458 milliers d'euros. Nous retenons, pour notre part, un ajustement positif de 16 582 milliers d'euros, sur la base de la trésorerie et des dettes financières provisoires au 31 décembre 2014.

L'écart provient principalement de la prise en compte dans nos calculs de la valeur actualisée des économies d'impôt liées au déficit reportable et de la différence de traitement de l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice de BSAA.

5.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la décision d'écarter la référence aux objectifs de cours des analystes et les méthodes du rendement et de l'actif net réévalué, que nous avons nous-mêmes écartées. Nous avons cependant présenté la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

5.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.221 Cours de bourse

Nous avons également présenté la référence au cours de bourse.

Les travaux d'analyse du cours de bourse de la banque présentatrice ont été menés sur deux périodes : la période précédant le 1^{er} octobre 2014 et la période du 1^{er} octobre au 8 décembre 2014. Nous avons porté notre analyse sur la période précédant le 1^{er} octobre 2014 et celle précédant le jour de réalisation de nos travaux.

5.222 Référence aux transactions récentes sur le capital

La banque présentatrice retient 6 opérations d'augmentation de capital intervenues au cours du 1^{er} semestre 2014 et 5 opérations d'augmentation de capital intervenues au cours du 2^{ème} semestre 2014, dont la levée de capitaux issue de la modification des caractéristiques des BSAAR 2020.

Nous avons pour notre part retenu les mêmes opérations intervenues sur le 1^{er} semestre 2014, mais Prologue ne nous a communiqué que 3 transactions intervenues sur le 2^{ème} semestre 2014.

5.223 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base d'un plan d'affaires à 4 ans établi par l'Initiateur, et d'un horizon de transition établi jusqu'en 2024, afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale.

Les hypothèses d'extrapolation retenues par la banque reposent sur :

- un atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers 1,5 % (croissance à l'infini) en 2024 ;
- un taux de marge d'EBITDA évoluant à la hausse, entre 12 % en 2017 et 20 % en 2021, puis à la baisse, entre 20 % en 2021 à 14 % en 2024 ;
- des niveaux d'investissements et d'amortissements convergeant vers 2 % du chiffre d'affaires en 2024 ;
- une stabilisation d'un excédent en fonds de roulement à 50 jours de chiffre d'affaires.

Pour notre part, sur la base des éléments prévisionnels 2014-2017 communiqués par le management de Prologue, nous avons procédé à une extrapolation sur 3 années complémentaires (2018-2020), en considérant :

- un niveau de marge d'EBITDA normatif de 6,6 % ;
- un niveau d'investissements stable par rapport à 2017, soit 1,5 % du chiffre d'affaires, et une convergence des amortissements avec les investissements en fin de période d'extrapolation.

Concernant le taux d'actualisation, la banque a retenu la source Factset Estimates pour déterminer le taux sans risque et la prime de risque, et un bêta de 1,42 correspondant à la moyenne de la corrélation sur 3 mois, 6 mois, 1 an, 3 ans et 5 ans du cours de Prologue avec l'indice CAC Mid&Small Caps, soit un taux d'actualisation de 9,85 % inférieur au taux utilisé par la société pour ses tests d'impairment.

Nous retenons les paramètres de marché à fin janvier 2015 du modèle Associés en Finance, un bêta désendetté de 0,92, bêta moyen des sociétés comparables cotées de l'échantillon SSII, ainsi qu'une prime de risque spécifique de 4 %.

Ces différences expliquent les écarts de taux d'actualisation (9,85 % pour la banque présentatrice, contre 11,40 % selon nos calculs).

La valeur d'entreprise obtenue par la banque présentatrice ressort à 43,5 millions d'euros. Nos travaux aboutissent à une valeur d'entreprise de 16,2 millions d'euros. La fourchette de valorisation obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 1,97 euro et 2,27 euros, la valeur centrale ressortant à 2,10 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 1,14 euro à 1,22 euro (valeur centrale à 1,18 euro).

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT induits par les valeurs d'entreprise issues de la mise en œuvre de cette méthode ressortent à :

- 1,54x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 21,52x de l'EBIT estimé en 2016, selon les travaux de la banque ;
- 0,57x du chiffre d'affaires estimé en 2016 et à 7,99x de l'EBIT estimé en 2016, selon nos travaux.

6. Avis de l'expert indépendant sur l'offre initiée par Prologue

Aux termes du projet de note d'information établi par Prologue dans le cadre de son offre publique d'échange portant sur la totalité des titres de la société O2i :

- le rapprochement proposé permettrait la création d'un groupe dont le chiffre d'affaires serait d'environ 70 M€, opérant dans les domaines complémentaires des outils de développement et de la formation ;
- pour les douze mois à venir, Prologue entend ne pas modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière d'O2i et souhaite conserver le savoir-faire des équipes et du management ;
- à la première assemblée générale des actionnaires d'O2i suivant l'Offre, Prologue proposera la nomination d'un nombre d'administrateurs lui permettant de détenir la majorité des voix au conseil d'administration.

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre ; il se saisit de toute question intéressant sa bonne marche et règle, par ses délibérations, les affaires qui la concernent.

Il exerce les compétences qui lui sont dévolues par la loi pour agir en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise.

À ce titre, le conseil d'administration définit la stratégie de l'entreprise et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés, à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations importantes.

C'est dans le cadre des dispositions rappelées ci-dessus, qui fondent les principes de gouvernement d'entreprise, que le conseil d'administration de la société O2i nous a sollicité, en qualité d'expert indépendant, afin d'émettre un avis :

- sur la conformité à l'intérêt social, et
- sur le caractère équitable pour les actionnaires d'O2i ;

de l'offre publique d'échange portant sur les titres de la société O2i initiée par la société Prologue.

La comparaison de nos travaux avec ceux de la banque présentatrice, tels que présentés ci-dessus, doit s'apprécier au regard :

- de première part, des différents critères d'évaluation retenus (à titre principal et/ou à titre secondaire) ;
- de seconde part, des valeurs relatives d'entreprise et des valeurs relatives par action ressortant de la mise en œuvre des différents critères retenus ;
- de troisième part, de la prime ou décote ressortant du rapport de la parité offerte sur la parité induite pour les actions O2i ;
- de quatrième part, des valeurs par OCA 2014 et par BSAAR 2019 émis par O2i ;
- de cinquième part, de la prime ou décote ressortant du rapport de la parité offerte sur la parité induite pour les OCA 2014, et du prix offert pour 1 BSAAR 2019.

(i) *S'agissant des différents critères d'évaluation retenus*

Nous présentons ci-dessous un tableau mentionnant les différents critères d'évaluation retenus (à titre principal ou à titre secondaire) par nous-même et par la banque présentatrice :

Méthodes d'évaluation

Méthodes d'évaluation	O2i		Prologue	
	RLCF	Banque présentatrice	RLCF	Banque présentatrice
Discounted Cash Flows (DCF)	à titre principal	à titre principal	à titre principal	à titre principal
Transactions récentes sur le titre	à titre principal	à titre principal	à titre principal	à titre principal
Cours de bourse	à titre principal	à titre principal	à titre principal	à titre principal
Comparables boursiers	à titre secondaire	écartée	à titre secondaire	écartée

(ii) *S'agissant des valeurs relatives d'entreprise et des valeurs relatives par action*

Nous présentons ci-dessous un tableau récapitulatif des valeurs relatives d'entreprise et des valeurs relatives par action ressortant de la mise en œuvre des critères d'évaluation retenus par nous-même et par la banque présentatrice :

Valeurs relatives obtenues

Méthodes d'évaluation	RLCF		Banque présentatrice	
	Prologue	O2i	Prologue	O2i
DCF ⁽¹⁾				
<i>Valeur d'entreprise (en M€)</i>	16,2	17,7	43,5	16,5
<i>Valeur des capitaux propres (en M€)</i>	32,7	21,3	57,0	15,8
Valeur par action	1,18	2,51	2,10	2,46
Transactions récentes sur le titre	1,93	2,20	1,98	2,04
Cours de bourse				
Cours spot à la veille de l'annonce	1,82	2,21	1,76	2,16
Cours spot à la date des travaux	1,71	2,20	-	-
Comparables boursiers	1,05	2,96	-	-

⁽¹⁾ valeur centrale

(iii) *S'agissant de la prime ou décote ressortant du rapport de la parité offerte sur la parité induite pour les actions O2i*

Nous présentons ci-dessous un tableau chiffrant la prime ou décote ressortant, pour nous-même et pour la banque présentatrice, du rapport de la parité offerte de 1,5 sur la parité induite pour les actions O2i :

Parités induites et primes

Méthodes d'évaluation	RLCF		Banque présentatrice	
	Parité	Prime	Parité	Prime
<i>A titre principal</i>				
DCF	2,12	-29,3%	1,17	28,0%
Transactions récentes	1,14	31,9%	1,03	45,6%
Cours spot à la veille de l'annonce	1,21	23,5%	1,23	22,2%
Cours spot à la date des travaux	1,29	16,6%	-	-
<i>A titre secondaire</i>				
Comparables boursiers	2,82	-46,8%	-	-

(iv) S'agissant des valeurs par OCA 2014 et par BSAAR 2019 émis par O2i

Nous présentons ci-dessous un tableau récapitulatif des valeurs par OCA 2014 et par BSAAR 2019 ressortant de la mise en œuvre des critères d'évaluation retenus par nous-même et par la banque présentatrice :

Valeurs obtenues

	RLCF	Banque présentatrice
OCA 2014		
Valeur actuarielle de l'OCA/modèle B&S pour le bon	2,99	-
BSAAR 2019		
Modèle binomial	0,17	0,17 *
Cours spot à la date des travaux	0,13	-

* cette valeur est celle induite par la moyenne 1 mois du cours de bourse au 30/09/2014

(v) S'agissant de la prime ou décote ressortant, d'une part, du rapport de la parité offerte sur la parité induite pour les OCA 2014, et d'autre part, du prix offert pour 1 BSAAR 2019

Nous présentons ci-dessous un tableau chiffrant les primes ou décotes ressortant, pour nous-même et pour la banque présentatrice :

- du rapport de la parité offerte¹⁷ sur la parité induite concernant les OCA 2014, par référence à la valeur obtenue pour l'OCA 2014 et aux valeurs obtenues pour l'action Prologue selon nos travaux ;
- du prix offert pour 1 BSAAR 2019.

Parités induites et primes

Méthodes d'évaluation		RLCF		Banque présentatrice	
		Parité	Prime	Parité	Prime
OCA 2014		Action Prologue pour parité			
Valeur actuarielle de l'OCA/modèle B&S pour le bon	DCF	2,53	-40,7%		
	Transactions récentes	1,54	-2,8%		
	Cours spot à la veille de l'annonce	1,64	-8,6%		
	Cours spot à la date des travaux	1,75	-14,1%		
BSAAR 2019		Sous-jacent			
Modèle optionnel	DCF	-		-	-78% / -83%
	Transactions récentes	-		-	-71% / -74%
	Cours spot à la veille de l'annonce	-		-	-73%
	Cours spot à la date des travaux	-	-70,0%	-	-75%
	Cours spot à la date des travaux	-	-61,5%		

¹⁷ En l'absence d'information sur le montant de la soulte offerte par Prologue qui correspond au coupon couru au moment de l'échange, nous avons retenu une parité offerte de 3 actions nouvelles Prologue à émettre contre 2 OCA O2i

À l'issue de nos travaux portant, tant sur notre appréciation de l'offre et de la valeur relative des sociétés O2i et Prologue que sur l'analyse des valeurs issues des travaux réalisés par la banque présentatrice, nous formulons les principaux commentaires suivants :

- l'Offre présentée par Prologue constitue une opération stratégique d'une importance majeure, tant pour l'entreprise initiatrice que pour l'entreprise cible ;
- non sollicitée par O2i, l'Offre porte sur la totalité des titres émis par O2i et vise à permettre à Prologue de détenir la majorité des voix à son conseil d'administration ; cela caractérise une intention de prise de contrôle d'O2i par Prologue ;
- aux termes du projet de note d'information établi par Prologue, dans l'hypothèse où l'intégralité des titres O2i serait apportée, les deux principaux actionnaires actuels de Prologue, à savoir :
 - Groupe familial Georges Seban (ayant un représentant au conseil d'administration), détenant 2,8 % du capital (4,7 % des droits de vote),
 - Vermots Finance, société contrôlée par Monsieur Jacques Rouvroy (n'ayant pas de représentant au conseil d'administration), détenant 0,5 % du capital (0,4 % des droits de votes),

détiendraient respectivement 1,9 % et 0,3 % du capital (3,2 % et 0,3 % des droits de vote).

Aucune information n'est donnée sur l'existence ou non d'un ou plusieurs actionnaires de référence, sur l'éventualité ou non de désignation de nouveaux administrateurs au sein du conseil d'administration de Prologue, ni sur l'identité ou le profil des administrateurs ayant vocation à représenter Prologue au conseil d'administration d'O2i ;

- les opérations réalisées sur le capital de la société Prologue au cours de l'année 2014 justifient l'existence d'une trésorerie fortement positive à son actif, dont l'origine ne se trouve donc pas dans la création de valeur qu'auraient pu générer les activités de l'entreprise ;
- dans ce contexte, la relative convergence des valeurs par action Prologue, mise en évidence par la banque présentatrice au regard des différents critères retenus (cours de bourse, transactions récentes sur le capital, DCF), ne trouve son fondement que dans l'emploi d'hypothèses extrêmement volontaristes (taux de croissance, taux de marge sur EBITDA, ...) et d'un coût moyen pondéré du capital (9,85 %) très sensiblement inférieur au taux d'actualisation retenu par la société elle-même pour les tests de valeur de ses actifs au 31 décembre 2013 (12,5 %) ;
- pour autant, une telle approche volontariste et dérisquée n'est pas reproduite de façon symétrique par la banque présentatrice dans son appréciation de la valeur de l'action O2i ;
- au regard de nos propres travaux, qui privilégient une approche équilibrée dans l'appréciation des plans d'affaires et des profils de risque des activités d'O2i et de Prologue, les travaux d'évaluation de la banque présentatrice extériorisent une surévaluation de 27,3 M€ de la valeur d'entreprise de Prologue (43,5 M€ versus 16,2 M€) ;
- au surplus, la décote ressortant du prix offert pour 1 BSAAR 2019 sur la valeur obtenue par BSAAR 2019, soit 70,0 %, apparaît significativement plus élevée que celles issues du rapport de la parité offerte sur la parité induite concernant les actions (entre une prime de 31,9 % et une décote de 29,3 %) et les OCA 2014 (décote comprise entre 2,8 % et 40,7 %).

Dans ces conditions, à la lumière des commentaires ci-dessus, étant rappelé le caractère stratégique majeur de l'opération proposée, et au regard :

- d'une part, des incertitudes pesant (i) sur la structure de l'actionnariat de Prologue, (ii) sur la composition des organes de gouvernance de Prologue et d'O2i à l'issue de l'Offre, et (iii) sur le projet stratégique d'ensemble ;
- d'autre part, des divergences majeures constatées dans le calcul de la valeur d'entreprise de Prologue et d'O2i par nous-même et par la banque présentatrice ;

nous sommes d'avis que l'offre publique d'échange portant sur les titres de la société O2i initiée par la société Prologue, telle qu'elle ressort de son projet de note d'information en date du 9 décembre 2014, ne peut en l'état être considérée comme conforme à l'intérêt social d'O2i et, n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société O2i, ainsi que pour les titulaires d'obligations convertibles en actions de la société O2i et pour les porteurs de BSAAR de la société O2i.

Fait à Paris, le 12 mars 2015


Gilles de Courcel

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie Corporate Finance intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et support aux contentieux.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : MISSIONS D'EXPERTISE INDÉPENDANTE RÉALISÉES DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER 2013

Depuis le 1^{er} janvier 2013, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant, au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'opération
nov.-14	Bull	Atos SE	Rothschild, Natixis	OPR-RO
oct.-14	Utopia	Utopia Management CLdN	N/A	OPR ⁽¹⁾
août-14	Guy Degrenne	Diversita	N/A	Augmentations de capital réservées
avr.-14	Boursorama	Société Générale	Société Générale	OPAS
janv.-14	Orège	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuilize OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS

(1) A la demande de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) dans le cadre de la loi Relatif Rachat du Grand Duché de Luxembourg

ANNEXE 3 : ADHÉSION À UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA RÉMUNÉRATION PERCUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 40 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUÉES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

Identification des risques et orientation de la mission

Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables

Appréciation du contexte de l'Offre :

- échanges avec les sociétés Prologue et O2i et avec la banque présentatrice

Prise de connaissance de la documentation comptable et financière des sociétés O2i et Prologue

Analyse des cours de bourse pour chacune des sociétés :

- analyse du flottant et de la liquidité
- analyse de l'évolution du cours

Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels pour chacune des sociétés :

- analyse du plan d'affaires préparé par le management
- analyse des travaux DCF préparés par la banque présentatrice
- travaux d'évaluation
- analyses de sensibilité

Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques pour chacune des sociétés :

- constitution d'échantillons de sociétés cotées comparables
- détermination des multiples et des valeurs découlant
- recherche de transactions comparables

Obtention de lettres d'affirmation des représentants de la Société

Analyse du projet de note d'information et des éléments d'appréciation présentés par la banque présentatrice

Note de synthèse

Revue indépendante

Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ÉTUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par la Société O2i : 19 décembre 2014
- Réunion de présentation de l'opération par O2i : 23 décembre 2014
- Réunion avec le management de Prologue et avec la banque présentatrice : 29 janvier 2014
- Réunion avec le management d'O2i : 2 février 2015
- Remise d'un pré-rapport : 19 février 2015
- Remise du rapport définitif : 24 février 2015

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES**O2i**

- Jean-Thomas Olano – Président Directeur Général
- Benjamin Arragon – Directeur Juridique et Financier

Prologue

- Georges Seban – Président Directeur Général
- Olivier Balva

Banque présentatrice, Invest Securities

- Gwenaël Le Berre – Directeur Associé
- Maxime Dubreil – Responsable de la Recherche des Marchés Secondaires

Avocats d'O2i, Ngo Cohen Amir-Aslani & Associés

- Gérard Cohen – Avocat Associé
- Kevin Flochlay

Avocats de l'Initiateur, Jeantet et Associés

- Franck Martin Laprade – Avocat Associé
- Cyril Deniaud – Avocat
- Annie Maudouit-Ridde – Avocat

Commissaire aux apports

- Didier-Yves Racapé
- Marie-Amélie Lecoq

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISÉES

- Informations significatives communiquées par O2i :
 - Présentation de la Société ;
 - Plans d'affaires par activité d'O2i ;
 - Documents juridiques ;
- Informations significatives communiquées par l'avocat de l'Initiateur :
 - Plan d'affaires de Prologue ;
 - Travaux DCF des sociétés Prologue de O2i réalisés par la banque présentatrice ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream, Bloomberg et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIÉ À LA RÉALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Gilles de Courcel, Associé fondateur, Directeur Général, titulaire d'une Maîtrise de droit privé et du diplôme de l'Institut de Droit des Affaires de Paris II, diplômé d'expertise comptable et titulaire du certificat d'aptitude à la profession de commissaire aux comptes. Il est expert près la Cour d'appel de Paris. Spécialiste des missions d'attestation ou d'évaluation pour compte de tiers, il est administrateur de la Fédération Française des Experts en Évaluation (« FFEE ») et du Centre National des Professions Financières. Président d'Honneur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (« CCEF ») et de la Commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (« CNCC »), il est également ancien Président de l'Institut d'Expertise, d'Arbitrage et de Médiation (« IEAM ») et administrateur de l'Association Française d'Arbitrage (« AFA »). Sur le plan international, il est membre de la *Corporate Finance Faculty* de l'ICAEW (*Institute of Chartered Accountants of England and Wales*) et représentant français au sein de l'*Advisory Forum Working Group* de l'IVSC (*International Valuation Standards Council*).
- Elise Evain, Senior Manager, diplômée d'expertise comptable, elle a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en février 2005. Elle a débuté sa carrière en audit chez Salustro Reydel en 1997 avant d'exercer des missions de due diligences au sein du département Transaction Services de Grant Thornton à partir de mai 2001. Elle intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise indépendante (attestations d'équité requises par l'AMF ou fairness opinions) et d'accompagnement stratégique aux directions financières. Elle a également développé une expertise spécifique dans le conseil en restructuration.
- Louis Pilat, analyste financier, diplômé d'Audencia Nantes Business School. Après différentes expériences au sein du département Coverage & Investment Banking de Crédit Agricole CIB et en audit interne chez Norauto International, il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en Janvier 2014 en qualité d'analyste au sein du pôle Corporate Finance, où il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier.
- François-Xavier de Gourcy, analyste financier, diplômé de l'Université Paris IX Dauphine (Master Finance et Ingénierie Financière et Master Comptabilité Contrôle Audit). Il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en mars 2013 après plusieurs expériences en Corporate Finance (Banque Neuflyze OBC, Paris) et en Fusions & Acquisitions (ABN AMRO, Amsterdam). Il participe principalement à des missions d'évaluation et de conseil financier.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (Associée).