NOTE EN RÉPONSE

ETABLIE PAR LA SOCIETE

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE VISANT SES ACTIONS INITIEE PAR LA SOCIETE

Prologue.

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°21-284 en date du 6 juillet 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par M2i et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I. du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note de Réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de M2i (https://www.m2iformation.fr/investisseurs/) et peut être obtenue sans frais au siège social de M2i, 146/148, rue de Picpus, 75012 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de M2i seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE 3
1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE 3
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE 4
1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE 6
1.3.1 Modalités de l'offre 6
1.3.2. Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre 8
1.3.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites 9
1.3.4. Procédure de présentation des actions à l'Offre 9
1.3.5. Publication des résultats et règlement livraison de l'Offre 10
1.3.6. Conditionnalité de l'Offre 10
1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre 10
1.3.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 12
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE 13
2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 13
2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 13
2.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 13
3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE 18
4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE 19
5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES 20
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 21
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 22
8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 23
8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE 23
8.2. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES 23
8.3. RESTRICTIONS STATUTAIRES AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE 23
8.4. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE 23
8.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE 23
8.6. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI 24
8.7. MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER 25
8.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS 25
8.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS 25
8.10. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE 27
8.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE PRESIDENT-DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE 27
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE 29
10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 30
ANNEXE 1 – AVIS DU CSE DE M2I DU 27 AVRIL 2021 31
ANNEXE 2 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 35

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE

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

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur :

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

L'Offre vise l'intégralité des actions existantes de la Société, à l'exception des actions auto-détenues[1], soit, sur la base du capital social de la Société à la date de la Note en Réponse, un maximum de 4.915.542 actions (les « **Actions Visées** ») représentant 99,37% du capital social et 100% des droits de vote de la Société.

Il n'existe pas d'autres titres de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Il est précisé que :

- dans le cadre de la conclusion d'un engagement d'apport avec Prologue en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter les 2.916.620 actions M2i qu'elle détient à l'Offre selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société ;
- les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019 (tel que défini ci-dessous), dont la période de conservation n'arrivera à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ainsi que les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 (tel que défini ci-dessous), et les 158.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre. Toutefois, dans l'hypothèse où certaines actions attribuées gratuitement seraient acquises ou deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité des bénéficiaires, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, ces actions gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

L'article 231-8 du règlement général de l'AMF dispose que l'Offre doit comporter une option en numéraire notamment (i) lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé, et (ii) lorsque l'initiateur, agissant seul ou de concert, a acquis en numéraire, au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'offre, des titres conférant plus du vingtième du capital ou des droits de vote de la société visée. Aucune de ces conditions n'étant remplie, l'Offre ne comporte pas d'option en numéraire, étant précisé que ni l'Initiateur ni O2i (contrôlée par l'Initiateur) n'ont acquis de titres M2i au cours des douze derniers mois précédant le dépôt du projet d'Offre.

[1] En effet, le Conseil d'administration de M2i, dans sa réunion du 12 mai 2021, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 30.938 actions auto-détenues par M2i. Cette décision a été réitérée par le Conseil d'administration de M2i réuni le 9 juin 2021.

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

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

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

La conclusion du rapport du commissaire aux apports sur la parité d'échange proposée est la suivante[2] :

« *Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 11 actions PROLOGUE à émettre pour 1 action M2I apportée, arrêté par les parties, est équitable*. »

Après avoir pris connaissance du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'Expert Indépendant en date du 9 juin 2021, le commissaire aux apports a remis le 9 juin 2021, sur demande de Prologue, une lettre confirmant que les conclusions de ses rapports établis le 14 mai 2021 demeurent inchangées.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 1.3 (« *Caractéristiques de l'Offre* ») de la Note en Réponse.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'Offre

a) Acquisition de la Société par O2i

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

b) Rapprochement entre les sociétés Prologue et O2i

Le 2 octobre 2014, Prologue a annoncé un projet de rapprochement avec O2i, étant précisé que Prologue ne disposait alors d'aucun titre de la société O2i. Le 9 décembre 2014, Prologue a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'échange volontaire visant les titres de la société O2i. Cette offre a été déclarée non conforme par l'AMF le 31 mars 2015 (l'avis de non-conformité n° D&I 215C0390 du 2 avril 2015 est disponible sur le site internet de l'AMF).

Lors de l'assemblée générale d'O2i du 29 juin 2015, les actionnaires d'O2i ont très largement approuvé la mise en place au sein d'O2i d'une nouvelle gouvernance comprenant Monsieur Georges Seban comme Président du conseil d'administration et Monsieur Jean-Thomas Olano comme Directeur Général d'O2i, avec pour mission de poursuivre le développement du projet industriel d'O2i, conformément à l'accord de rapprochement conclu entre Prologue et O2i. Cet accord prévoyait également (i) la signature d'un traité d'apport par Financière Olano portant sur 10% du capital d'O2i, le groupe Prologue détenant ainsi 39% du capital d'O2i et devenant le premier actionnaire d'O2i à compter du 21 juillet 2015, et (ii) la modification de la composition du conseil d'administration d'O2i, celui-ci étant composé de trois administrateurs, dont deux administrateurs issus de Prologue (Monsieur Georges Seban et Monsieur Jaime Guevara), à compter du mois d'octobre 2015.

A la suite de ce rapprochement entamé entre les sociétés Prologue et O2i, les deux groupes ont déployé les axes stratégiques nécessaires à la mise en place effective des synergies entre leurs différentes activités, aboutissant

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

notamment à une parfaite intégration des équipes. Ainsi, les équipes comptabilité, juridique, finance, administrative, communication et ressource humaines, supervisées par le Secrétaire Général, travaillent pour l'ensemble du groupe Prologue France. Sur le plan opérationnel, plusieurs salariés aux fonctions techniques ou commerciales de Prologue travaillent pour le Groupe O2i et inversement.

c) Admission des titres M2i sur Euronext Growth

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

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

1.2.2. Motifs de l'Offre

a) Intérêts pour le Groupe Prologue

Prologue est un groupe technologique spécialisé dans les logiciels, les services informatiques et la formation. Le groupe est présent en France, en Espagne, en Amérique Latine et aux Etats-Unis. En termes d'offre, Prologue s'est positionné sur des marchés à forte valeur ajoutée comme le Cloud Computing avec sa plateforme CMP – Use IT Cloud, la Dématérialisation en tant que tiers de confiance à valeur probatoire, le MRM avec sa suite logicielle Adiict. Le groupe est également l'un des leaders en France dans la formation IT & Management avec plus de 2.400 cursus de formation. Les sociétés Prologue, O2i et M2i forment un groupe consolidé sur le plan comptable, dont la maison mère est Prologue (le « **Groupe Prologue** »).

De 2015 à 2020, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe Prologue a enregistré une croissance de +71% pour atteindre 79,20 M€ en 2020 malgré l'impact négatif du COVID-19[3]. La rentabilité s'est également fortement améliorée avec un résultat opérationnel courant qui est passé d'une perte de -2,5 M€ en 2015 à un bénéfice de +1,4 M€ en 2020 ; soit une marge opérationnelle correspondante de 1,8%.

Fort de cette réussite, Prologue souhaite finaliser son processus d'intégration capitalistique et opérationnel avec le Groupe O2i. L'opération capitalistique consiste en premier lieu à proposer aux actionnaires de la société M2i d'apporter leurs actions à une offre publique d'échange initiée par Prologue (l'Offre, objet des présentes). En second lieu, immédiatement après la réalisation de cette première opération, à laquelle O2i aurait apporté ses titres M2i, O2i ferait l'objet d'une fusion-absorption par Prologue (la « **Fusion** »).

Les actionnaires de Prologue seraient par la suite relués dans le cadre de l'annulation des actions auto-détenues par Prologue au résultat de la fusion, étant indiqué qu'une fraction des actions auto-détenues par Prologue ne serait pas annulée mais serait apportée[4] à la fiducie-gestion Prologue (la « **Fiducie** ») qui avait été mise en place dans le cadre du rapprochement entre Prologue et O2i en 2015 (laquelle Fiducie détiendrait au maximum 10% du capital social de Prologue à l'issue de cet apport), en vue de leur affectation à des plans d'attribution gratuite d'actions existantes bénéficiant à tous les salariés du Groupe Prologue. Pour rappel, la Fiducie, créée à l'origine afin de permettre et de sécuriser le désintéressement progressif de la Financière Olano, détient à ce jour 1,34% du capital social et 2,41% des droits de vote de Prologue.

Ce transfert en fiducie doit permettre la mise en place de plans futurs d'attribution d'actions gratuites au bénéfice de tous les salariés du Groupe Prologue, étant précisé qu'il s'agit d'une des missions du fiduciaire qui était prévue dès la constitution de la Fiducie en 2015. La limite globale de 10% correspond donc à la limite prévue par l'article L. 225-197-1 du Code de commerce relative à l'attribution de ces actions gratuites. L'objectif de ce transfert en fiducie est de permettre à Prologue d'utiliser des actions existantes dans le cadre de ces plans d'attribution

[3] Le chiffre d'affaires 2020 (79,20 M€) est quelque peu inférieur à celui annoncé par un communiqué de presse en date du 30 juin 2015, dans lequel le Groupe Prologue avait annoncé qu'il espérait dépasser les 100 M€ de chiffre d'affaires dans les 5 ans. Il convient toutefois de préciser qu'en 2019 le chiffre d'affaires du Groupe Prologue ressortait à 87,4 M€ de sorte que sans la crise sanitaire et économique liée au COVID-19, le chiffre d'affaires 2020 aurait pu s'approcher des 100 M€. Par ailleurs, si la marge opérationnelle n'atteint pas 6 % en 2020, il convient de constater qu'elle ressort néanmoins à 1,8 % en dépit de la crise sanitaire et économique liée au COVID-19.

[4] L'apport des actions en fiducie consiste juridiquement en un transfert de propriété à la fiducie conformément aux dispositions des articles 2011 et suivants du Code civil. Il ne s'agit donc juridiquement ni d'une avance, ni d'un prêt, ni d'une cession (aucun prix ne sera déterminé).

d'actions gratuites et d'éviter de créer une dilution supplémentaire dans les prochaines années tout en permettant la mise en place de plans de longue durée. En effet, l'article L. 225-213 du Code de commerce aurait pu contraindre Prologue à annuler ces actions à l'expiration d'un délai de 2 ans à compter de la date de réalisation de la Fusion (ce qui les aurait rendues inutilisables pour servir des plans d'attribution d'actions gratuites mis en place dans les prochaines années ou ayant une période d'acquisition supérieure à 2 ans).

Prologue a indiqué dans la Note d'Information ne pas avoir l'intention de modifier les missions de la Fiducie et l'identité des bénéficiaires de la Fiducie (qui ne seront que les salariés du Groupe Prologue) telles qu'actuellement prévues dans la Convention de Fiducie. Prologue s'est engagée par ailleurs dans la Note d'Information (i) à ne pas transférer d'autres actions Prologue à l'avenir (après la réalisation de l'opération), de sorte qu'une fois que les actions Prologue auront toutes été attribuées aux salariés du Groupe Prologue, la Fiducie sera devenue sans objet et sera alors dissoute, et (ii) à faire en sorte que la somme des actions Prologue auto-détenues et des actions Prologue figurant dans le patrimoine fiduciaire ne représente à aucun moment plus de 10% du capital social de Prologue.

Les opérations présentées ci-avant forment un projet global de restructuration du Groupe Prologue indissociables les unes des autres, de sorte que, à titre d'exemple, si l'Offre ne peut être réalisée, Prologue ne pourra procéder ni à la Fusion ni à l'annulation de ses actions auto-détenues.

Il est précisé en tant que de besoin que ce projet de réorganisation devait initialement être réalisé au cours du dernier trimestre 2019, tel qu'annoncé lors d'un communiqué de presse commun entre Prologue et O2i en date du 11 septembre 2019, ce qui avait notamment donné lieu à une annonce de pré-offre[5]. A cette date, il était envisagé d'offrir aux actionnaires de M2i 13 actions Prologue pour 1 action M2i. Dans son communiqué de presse du 30 avril 2020, Prologue a indiqué ne pas être en mesure de se prononcer sur un calendrier précis concernant la réalisation de ce projet de renforcement capitalistique, mais a maintenu son souhait de le réaliser dès que possible, en fonction de l'évolution de la situation sanitaire du Covid-19.

Malheureusement, les conditions de mise en œuvre de ce projet n'ont pas pu être réunies au cours de l'exercice 2020. C'est pourquoi, dans son communiqué du 15 novembre 2020, Prologue a annoncé suspendre la réalisation de cette opération. Le 11 décembre 2020, l'Autorité des Marchés Financiers (l'AMF) a ainsi mis fin à la période de pré-offre qui avait débuté le 12 septembre 2019 entre Prologue et M2i dans le cadre du projet d'Offre.

Les conseils d'administration des trois sociétés concernées ont ainsi décidé de reprendre ce projet de renforcement capitalistique et de le réaliser avant la fin de l'été 2021 dans un communiqué de presse conjoint aux sociétés Prologue, O2i et M2i, en date du 23 avril 2021, ce qui a donné lieu à l'ouverture d'une nouvelle période de pré-offre[6] le 26 avril 2021.

b) Intérêts de l'Offre pour M2i et ses actionnaires

Outre les intérêts liés à la réorganisation globale du Groupe Prologue, n'ayant pas de conséquence sur l'organisation même de M2i, ni sa cotation, l'Expert Indépendant a pu relever que la présente Offre permet d'octroyer une prime par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre. L'Initiateur a par ailleurs indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de M2i en tant qu'entité forte du Groupe Prologue. Elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par M2i en matière d'emploi.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1 Modalités de l'offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 18 mai 2021 sous la forme d'une offre publique d'échange simplifiée portant sur l'intégralité des actions existantes de la Société. Cela comprend notamment les actions M2i détenues par O2i qui ont fait l'objet d'un Engagement d'Apport détaillé au paragraphe 7 de la Note en Réponse.

[5] L'ouverture de la pré-offre a été annoncée dans l'avis n° D&I 219C1585 du 12 septembre 2019, disponible sur le site de l'AMF.
[6] L'ouverture de la pré-offre a été annoncée dans l'avis n° D&I 221C0868 du 26 avril 2021, disponible sur le site de l'AMF.

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

Les actionnaires de Prologue se sont réunis en assemblée générale ordinaire annuelle et extraordinaire le 30 juin 2021 et ont notamment approuvé les résolutions suivantes[7] :

1. Approbation de la parité d'échange des actions de la société M2i contre des actions de la Société, dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par la Société (l' « **OPE** »), sous réserve de l'approbation de la 25ème résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

2. Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société d'un montant nominal global maximum de 16.221.288,60 euros par l'émission d'un nombre maximum de 54.070.962 actions nouvelles de 0,30 euro de valeur nominale chacune, en rémunération d'apports en nature à la Société d'actions de la société M2i, selon la parité d'échange approuvée aux termes de la 24ème résolution dans le cadre de l'OPE, et à l'effet de constater ladite augmentation de capital de la Société, sous réserve de l'approbation de la 24ème résolution et des résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

3. Examen et approbation du projet de fusion par voie d'absorption de la société O2i par la Société (la « **Fusion** »), approbation de l'apport des éléments d'actif et de passif, de l'évaluation desdits apports et de leur rémunération, sous réserve (i) de la réalisation des conditions suspensives prévues dans le projet de traité de fusion et (ii) de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

4. Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet de constater la réalisation des Conditions Suspensives et, en conséquence, de constater la réalisation définitive de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

5. Délégation de pouvoirs à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société en rémunération de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et des autres résolutions relatives à la Fusion par la présente assemblée ;

6. Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'annuler certaines actions auto-détenues par la Société à la suite de la réalisation de la Fusion, sous réserve de l'approbation des résolutions relatives à l'OPE et à la Fusion par la présente assemblée.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et n'est donc pas soumise à l'application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF sur le seuil de caducité. Conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pour une durée de 15 jours de négociation.

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

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 18 mai 2021. Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information ainsi qu'un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information ont été diffusés par l'Initiateur le 18 mai 2021 sur son site internet (www.prologue.fr). Le projet de note d'information est également disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities.

Conformément aux dispositions des articles 231-19, 231-26 et 231-27 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé le 9 juin 2021 auprès de l'AMF le projet de note en réponse comprenant notamment (i) le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF (reproduit en Annexe 2), (ii) l'avis motivé de son conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de

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

celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés figurant à la section 2, et (iii) l'avis du comité social et économique de la Société (reproduit en Annexe 1). Le projet de note en réponse ainsi qu'un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse sont disponibles sur le site internet de la Société (https://www.m2iformation.fr/investisseurs). Le projet de note en réponse est également disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de la Société.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) le 6 juillet 2021 une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et règlementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note en Réponse.

La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF, ainsi que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège de la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de la Société (https://www.m2iformation.fr/investisseurs/) et de l'AMF (www.amf-france.org).

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

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

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

1.3.2. Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur :

- ne détient pas directement de titres de la Société ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société ;
- détient 5.265.361 actions, soit 34,39% du capital social et 43,66% des droits de vote d'O2i, que l'Initiateur contrôle au sens de l'article L. 233-3 I, 3° du Code de commerce et qui elle-même détient 2.916.620 actions, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre vise l'intégralité des actions existantes de la Société, à l'exception des actions auto-détenues[8], soit, sur la base du capital social de la Société à la date de la Note en Réponse, un maximum de 4.915.542 actions représentant 99,37% du capital social et 100% des droits de vote de la Société.

Il n'existe pas d'autres titres de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Il est rappelé que :

- dans le cadre de la conclusion d'un engagement d'apport avec Prologue en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter les 2.916.620 actions M2i qu'elle détient à l'Offre selon une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société ;
- les 90.005 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2019 (tel que défini ci-dessous), dont la période de conservation n'arrivera à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ainsi que les 92.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2020 (tel que défini ci-dessous), et les 158.500 actions M2i susceptibles d'être acquises à raison du Plan d'AGA 2021 (tel que défini ci-dessous), dont les périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre, ne pourront pas être apportées à l'Offre. Toutefois, dans l'hypothèse où certaines actions attribuées gratuitement seraient acquises ou deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité des bénéficiaires, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, ces actions gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

[8] En effet, le Conseil d'administration de M2i, dans sa réunion du 12 mai 2021, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 30.938 actions auto-détenues par M2i. Cette décision a été réitérée par le Conseil d'administration de M2i réuni le 9 juin 2021.

1.3.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites

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

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

Référence du plan	**Plan d'AGA 2019**	**Plan d'AGA 2020**	**Plan d'AGA 2021**
Nombre d'actions gratuites demeurant attribuables sous conditions à la date du présent document	90.005	92.500	158.500
Date d'attribution	19 juillet 2019	27 juillet 2020	22 avril 2021
Date d'acquisition	19 juillet 2021	27 juillet 2022	22 avril 2023
Date de fin de la période de conservation	19 juillet 2022	27 juillet 2023	22 avril 2024

Aucune action gratuite attribuée dans le cadre du Plan d'AGA 2019, du Plan d'AGA 2020 et du Plan d'AGA 2021 n'ayant été acquise ou n'étant cessible au jour de la Note en Réponse, les Actions Visées n'incluent pas les 90.005 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2019 pourraient donner droit, ni les 92.500 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2020 pourrait donner droit, ni les 158.500 actions gratuites auxquelles le Plan d'AGA 2021 pourrait donner droit. Toutefois, dans l'hypothèse où certaines actions attribuées gratuitement seraient acquises ou deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité des bénéficiaires, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, ces actions gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

1.3.4. Procédure de présentation des actions à l'Offre

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

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

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

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

Conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusque, et y compris, à la date de clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils seront irrévocables.

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

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

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

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

1.3.5. Publication des résultats et règlement livraison de l'Offre

L'AMF fera connaître les résultats de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF. Euronext Paris indiquera dans un avis les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

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

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

1.3.6. Conditionnalité de l'Offre

L'Offre ne sera soumise à aucune condition, étant précisé que depuis la publication du projet de note en réponse le 9 juin 2021, les actionnaires de Prologue se sont réunis en assemblée générale le 30 juin 2021 et ont approuvé (i) la parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée retenue dans le cadre de l'Offre, (ii) l'autorisation de l'émission d'actions Prologue en rémunération des apports à l'Offre et (iii) la délégation au conseil d'administration pour la constatation de la réalisation définitive de l'augmentation du capital social et la modification des statuts.

1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre

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

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

18 mai 2021	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF par l'Initiateur et mise à disposition du public du projet de note d'information de l'Initiateur
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information de Prologue
	Dépôt de la demande d'O2i à l'AMF d'autorisation du franchissement temporaire du seuil de 30% du capital social de Prologue
9 juin 2021	Dépôt à l'AMF du projet de note en réponse de la Société comprenant le rapport de l'expert indépendant, l'avis du comité social et économique et l'avis motivé du conseil d'administration de M2i et mise à disposition du public du projet de note en réponse
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de M2i
30 juin 2021	Assemblées générales des actionnaires d'O2i et de Prologue approuvant les résolutions nécessaires à la mise en place du projet global de réorganisation capitalistique du Groupe Prologue (notamment l'offre publique d'échange de Prologue sur M2i s'agissant de l'assemblée générale des actionnaires de Prologue)
6 juillet 2021	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de Prologue et visa de la note en réponse de M2i
	Obtention de la dérogation d'OPA obligatoire
7 juillet 2021	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) (i) d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information de Prologue et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de Prologue, et (ii) d'un communiqué de mise à disposition de la note en réponse établie par M2i et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de M2i.
8 juillet 2021	Ouverture de l'Offre
28 juillet 2021 (inclus)	Clôture de l'Offre
30 juillet 2021	Publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre
4 août 2021	Conseil d'administration de Prologue approuvant l'émission des actions Prologue en rémunération des actions M2i apportées à l'Offre
6 août 2021	Règlement-livraison des actions échangées dans le cadre de l'Offre

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

1.3.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La note d'information et la Note en Réponse ne sont pas destinées à être diffusés dans les pays autres que la France.

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

Les titulaires d'actions M2i situés en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions Prologue peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays.

Les personnes venant à entrer en possession de la note d'information et de la Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter.

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

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

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de 3 administrateurs :

- Monsieur Georges Seban (Président Directeur Général)[9] ;
- Monsieur Olivier Balva ; et
- Monsieur Jaime Guevara.

2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de M2i a procédé à la désignation d'un expert indépendant, étant précisé qu'en l'absence d'administrateurs indépendants, la Société n'a pu constituer de comité ad hoc. Toutefois, les administrateurs ont comparé plusieurs offres avant de désigner l'expert indépendant. Le Conseil d'administration s'est ainsi réuni le 14 octobre 2019 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1-I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 22 avril 2021 pour statuer sur le projet global de réorganisation et de renforcement capitalistique, et a approuvé dans leur principe les projets indissociables (i) de fusion-absorption de la société O2i par Prologue et (ii) d'offre publique d'échange initiée par Prologue sur les actions M2i, au regard de parités indicatives, afin notamment de procéder à la diffusion d'un communiqué de presse conjoint entre les trois sociétés du Groupe Prologue (Prologue, O2i et M2i), publié le 23 avril 2021 sur les sites internet des sociétés concernées.

2.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors d'une réunion du Conseil d'administration en date du 12 mai 2021, la Société s'était déjà penchée sur l'intérêt de l'Offre qui devait être déposée par l'Initiateur quelques jours plus tard, et avait notamment à cette occasion fait part de son intention de ne pas apporter les actions auto-détenues par la Société. Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 9 juin 2021, sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour M2i, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Olivier Balva, en sa qualité de Président du Conseil d'administration.

L'avis motivé du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres présents ou représentés.

[9] Monsieur Olivier Balva a été désigné Président Directeur Général lors du Conseil d'administration du 12 mai 2021 avec prise d'effet à l'issue de ladite réunion du Conseil, et a ainsi présidé la réunion du Conseil d'administration du 9 juin 2021, et notamment la délibération relative à l'avis motivé. Monsieur Georges Seban a ensuite été désigné une nouvelle fois en qualité de Président Directeur Général lors de la réunion du conseil d'administration de M2i en date du 30 juin 2021 se tenant postérieurement à l'assemblée générale des actionnaires de M2i, réunie le même jour, ayant autorisé la modification statutaire permettant de modifier l'âge maximum du Président du Conseil d'administration et du Directeur Général. Il est rappelé, en tant que de besoin, que Monsieur Olivier Balva a exercé la fonction de Président Directeur Général du 12 mai 2021 jusqu'au 30 juin 2021.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 9 juin 2021 est reproduit ci-après :

« Le Conseil d'administration de M2i (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'échange (l'« **Offre** »), visant les actions de la Société initiée par Prologue (l'« **Initiateur** ») selon un rapport d'échange de 11 actions Prologue pour 1 action M2i.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui a été transmis à la Société, déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 18 mai 2021.

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

Le Président rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de M2i a procédé à la désignation d'un expert indépendant, étant précisé qu'en l'absence d'administrateurs indépendants, la Société n'a pu constituer de comité *ad hoc*, mais que les administrateurs ont toutefois comparé plusieurs offres.

Le Président rappelle ainsi que le Conseil d'administration s'est réuni le 14 octobre 2019 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1-I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF.

Le Président indique au Conseil d'Administration que le 12 mai 2021, le principal actionnaire de la Société, O2i, a signé un engagement dans lequel il s'engage à apporter l'ensemble des actions M2i à l'Offre, soit 2.916.620 actions de la Société représentant à ce jour 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 18 mai 2021, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'Offre établis par l'établissement présentateur et garant, Invest Securities ;

- l'attestation de l'expert indépendant en date du 9 juin 2021, qui conclut au caractère équitable du rapport d'échange de 11 actions Prologue pour 1 action de la Société ;

- le rapport du commissaire aux apports sur la valeur des apports et le rapport du commissaire aux apports sur la parité d'échange proposée en date du 14 mai 2021 ;

- la lettre de confirmation du commissaire aux apports remise ce jour à la Société attestant, après avoir pris connaissance du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant en date du 9 juin 2021, que les conclusions de ses rapports établis le 14 mai 2021 demeurent inchangées ;

- le projet de note en réponse établi par la Société destiné à être déposé ce jour auprès de l'AMF, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'administration ; et

- l'avis favorable du CSE rendu le 27 avril 2021.

Processus de nomination de l'expert indépendant

Il est précisé que compte tenu de la composition du Conseil d'Administration lors de la réunion de désignation de l'expert indépendant, aucun comité ad hoc n'a pu être désigné.

Le Président indique que deux cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la règlementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces trois experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Le Conseil d'Administration avait finalement désigné Associés en Finance compte tenu de ses précédentes collaborations avec Invest Securities et de sa bonne réputation.

Le cabinet Associés en Finance a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration s'est réuni le 14 octobre 2019 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy en qualité d'expert indépendant.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 14 octobre 2019, après avoir étudié différentes propositions d'intervention, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1-I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le Président indique que les administrateurs ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et ont assuré le suivi de ses travaux. Des réunions ont notamment eu lieu le 15 avril et le 6 mai 2021.

Le Président donne lecture au Conseil d'administration des conclusions des travaux du cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy :

« *La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée, initiée par Prologue sur les titres M2i, sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue contre 1 action M2i.*

L'Offre s'inscrit dans une opération plus large de renforcement capitalistique. Immédiatement après la réalisation de l'OPE, O2i doit faire l'objet d'une fusion-absorption par Prologue selon la parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i.

Les liens capitalistiques et de contrôle entre les trois sociétés (Prologue détient 34,4% du capital d'O2i et en possède le contrôle avec 43,7% des droits de vote, qui détient elle-même 59,0% du capital et 70,6% des droits de vote de M2i) nous ont obligés à valoriser les trois sociétés afin de nous prononcer sur le caractère équitable de l'Offre Publique d'Echange.

Les résultats des valorisations multicritères des trois sociétés réalisées par Associés en Finance sont synthétisés dans la Figure 64. La parité d'échange de 11 actions Prologue pour 1 action M2i proposée dans le cadre de l'Offre extériorise :

- *Une prime de +6,7% par rapport aux cours de clôture de Prologue et de M2i au 23 avril 2021, dernière date avant l'annonce de la reprise de l'Opération ;*
- *Des primes et décotes comprises entre -15,9% et +14,5% (calculs arrêtés au 23 avril 2021) par rapport aux cours moyens pondérés des titres calculés sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois de bourse à la date de référence mentionnée ;*
- *Des primes de +2,3% à +2,6% par rapport aux valorisations de M2i et Prologue à fin avril 2021 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;*

La parité d'Offre ressort également supérieure aux résultats de la méthode des comparables boursiers qu'Associés en Finance ne retient qu'à titre indicatif.

En définitive, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. Ils se voient offrir la même parité que celle proposée à l'actionnaire de contrôle, O2i, qui a conclu un contrat d'engagement d'apport portant sur la totalité de ses titres M2i.

Il convient de rappeler que l'Offre sera immédiatement suivie par la fusion-absorption d'O2i par Prologue selon la parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i. La parité d'échange proposée aux actionnaires d'O2i n'extériorise pas de primes significatives qui pourraient remettre en cause le caractère équitable de l'Opération dans son ensemble pour les minoritaires M2i. Selon la méthode retenue, les primes et décotes observées, oscillent entre -3,7% et +8,8%[10]*.*

Les actionnaires M2i qui décideront d'amener leurs titres à l'Offre, se verront instantanément dilués par la seconde étape de l'Opération proposée, à savoir par la fusion-absorption d'O2i par Prologue. Cette dilution sera atténuée par l'annulation d'actions auto-détenues qui permettra de reluer les actionnaires Prologue (cf. III.B.2).

Pour les actionnaires minoritaires de M2i, il est important d'appréhender l'Opération dans son ensemble. L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de M2i de bénéficier d'une monétisation immédiate de leur investissement dans un titre dont la liquidité en bourse est très faible. »

Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration prend acte du rappel des faits concernant la désignation de l'expert indépendant ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil relève que :

- les sociétés Prologue, O2i et M2i forment un groupe consolidé sur le plan comptable, dont la maison mère est Prologue (le « **Groupe Prologue** ») ;

- la présente Offre s'inscrit dans le cadre d'une démarche volontaire et vise un renforcement capitalistique et opérationnel entre Prologue, O2i et M2i ;

- l'Offre s'inscrit dans un projet global de réorganisation et est indissociable du projet de fusion-absorption d'O2i par Prologue, de sorte que l'Offre n'aurait pas lieu si les actionnaires de Prologue refusaient de réaliser la fusion-absorption d'O2i ;

- l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société ;

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

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

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, au plan financier, le Conseil note que :

- le rapport d'échange de 11 actions Prologue pour 1 action M2i a fait l'objet d'une évaluation non seulement par l'expert indépendant, mais aussi par le commissaire unique à la fusion et aux apports désigné par le Tribunal de Commerce de Nanterre le 22 octobre 2019, Monsieur Olivier Péronnet du cabinet Finexsi ;

[10] La moyenne du cours de bourse sur 12 mois n'est pas représentative au regard de la conjoncture économique actuelle.

- l'expert indépendant a relevé que les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance ;

- en matière de dividendes, la Société mène actuellement une stratégie d'investissement afin de poursuivre sa croissance. La Société n'a pas versé de dividendes sur les trois derniers exercices. L'Initiateur entend maintenir cette stratégie et n'envisage pas de modification de la politique de distribution de dividendes sur les douze prochains mois.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

- l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société en tant qu'entité forte du Groupe Prologue, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;

- le CSE a rendu, lors de sa réunion du 27 avril 2021, un avis favorable sur l'Offre.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur Invest Securities, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) de l'avis du comité social et économique, et (v) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- de prendre acte que le CSE a rendu un avis favorable sur l'Offre ;

- d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;

- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;

- de ne pas apporter à l'Offre les 30.938 actions auto-détenues affectées au contrat de liquidité ;

- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;

- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président Directeur Général à l'effet de :

    i. finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

    ii. préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;

    iii. signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et

    iv. plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

Les administrateurs indiquent par ailleurs qu'en dépit de leur avis favorable à la réalisation de cette Offre, ils n'ont pas l'intention à ce stade d'apporter d'actions M2i.

3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, le comité social et économique de M2i a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société et a rendu, le 27 avril 2021, un avis motivé sur le projet d'Offre.

Cet avis est reproduit dans son intégralité en Annexe 1, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du Code du travail.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Lors de la réunion du conseil d'administration de la Société en date du 9 juin 2021, l'ensemble des membres du conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention de ne pas apporter leurs actions M2i à l'Offre.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, 30.938 actions sont auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité conclu avec la société Louis Capital Markets suspendu le 6 mai 2021.

Lors d'une réunion du Conseil d'administration en date du 12 mai 2021, la Société s'était déjà penchée sur l'intérêt de l'Offre qui devait être déposée par l'Initiateur quelques jours plus tard, et avait notamment à cette occasion fait part de son intention de ne pas apporter les actions auto-détenues par la Société. Le Conseil d'administration de la Société s'est ensuite réuni le 9 juin 2021 pour rendre son avis motivé, et a ainsi réitéré son intention de ne pas apporter les actions auto-détenues par la Société à l'Offre. Ces actions auto-détenues ne sont donc pas visées par l'Offre.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration s'est réuni le 14 octobre 2019 afin de désigner, à l'unanimité de ses membres, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1-I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF.

Ce rapport, en date du 28 juin 2021[11], est reproduit dans son intégralité en Annexe 2, et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

11 Ce rapport comprend quelques modifications depuis la version du rapport en date du 9 juin 2021 annexé au projet de note en réponse publié le 9 juin 2021 sur le site de l'AMF et de la Société, visant uniquement à tenir compte de l'évolution entre le projet de note en réponse et la présente Note en Réponse.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Aux termes d'un engagement d'apport signé en date du 12 mai 2021, O2i s'est engagée à apporter à l'Offre la totalité de ses titres M2i, représentant un total de 2.916.620 actions, soit 58,96% du capital social et 70,55% des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse (l'« **Engagement d'Apport** »), sous réserve de l'octroi par l'AMF à O2i d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les actions Prologue au résultat de l'Offre, sur le fondement de l'article 234-4 du règlement général de l'AMF. En effet, quel que soit le résultat de l'Offre, O2i franchirait le seuil de 30% du capital ou des droits de vote de Prologue, déclenchant ainsi l'obligation pour O2i de déposer une offre publique d'achat sur le solde du capital de Prologue.

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

La Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

La présente section 8 reprend les éléments visés à l'article L. 22-10-11 du Code de commerce.

8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, le capital social s'élève à 494.648 euros et est composé de 4.946.480 actions, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote (exerçables) de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires de M2i	Capital		Droits de vote			
	# d'actions	% capital social	# droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques	# droits de vote exerçables en AG	% droits de vote exerçables en AG
O2i	2 916 620	58,96%	5 833 240	70,28%	5 833 240	70,55%
Actionnaires au nominatif	436 653	8,83%	873 306	10,52%	873 306	10,56%
Dirigeants & salariés	*368 548*	*7,45%*	*737 096*	*8,88%*	*737 096*	*8,91%*
Autres	*68 105*	*1,38%*	*136 210*	*1,64%*	*136 210*	*1,65%*
Autodétention	30 938	0,63%	30 938	0,37%	-	-
Flottant	1 562 269	31,58%	1 562 269	18,82%	1 562 269	18,89%
Total	**4 946 480**	**100%**	**8 299 753**	**100%**	**8 268 815**	**100%**

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

La répartition du capital et des droits de vote est décrite à la Section 8.1 (« *Structure du capital de la Société* ») de la Note en Réponse.

Depuis le 1er janvier 2021, la Société et l'AMF n'ont reçu aucune déclaration de franchissement de seuils légaux (étant précisé que les statuts de la Société ne prévoient pas à la date de la Note en Réponse de seuils statutaires).

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

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société ni l'exercice du droit de vote y attaché.

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

A la date de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

8.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION

D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

8.6. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Conformément à l'article 10 des statuts de la Société, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire, soit de nationalité française, soit ressortissant d'un Etat membre de l'Union Européenne.

La conversion au porteur d'une action, le transfert de sa propriété, la perte par son propriétaire de la qualité de ressortissant d'un Etat membre de l'Union Européenne, fait perdre à l'action le droit de vote double susvisé. Néanmoins, le transfert par suite d'apport ou de fusion, de même qu'en cas de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.

En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double pourra être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

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

Néant.

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

8.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 13 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

La durée de leurs fonctions est de six (6) années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur et lorsque le nombre d'administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire, le conseil d'administration a l'obligation de procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

8.8.2. Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et règlementaires en vigueur. Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

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

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 16 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs relevant de la compétence des assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

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

Type d'autorisation	A.G.E.	Echéance	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital social autorisée	Montant utilisé dans le cadre de cette délégation
Programme de rachat d'actions	30 juin 2021	18 mois	Dans la limite de 10 % du capital social la Société	

Type d'autorisation	A.G.E.	Echéance	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital social autorisée	Montant utilisé dans le cadre de cette délégation
(11ème résolution)				
Autorisation donnée au Conseil d'administration de réduire le capital social par voie d'annulation de tout ou partie de ses propres actions (12ème résolution)	30 juin 2021	24 mois	Dans la limite de 10 % du capital social	
Augmentation de capital social par incorporation de réserves, primes ou bénéfices (13ème résolution)	30 juin 2021	26 mois	Plafond de 7.500.000 €	
Augmentation du capital social avec maintien du droit préférentiel de souscription (14ème résolution)	30 juin 2021	26 mois	Plafond de 7.500.000 €	
Augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription (offre au public) (15ème résolution)	30 juin 2021	26 mois	Plafond de 7.500.000 € (plafond commun pour ceux de la 15ème à la 16ème résolution)	
Augmentation de capital en faveur d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle d'investisseurs restreints (16ème résolution)	30 juin 2021	18 mois	Plafond de 7.500.000 € dans la limite de 20 % du capital social par an	
Emission d'instruments financiers composés de et/ou donnant droit (sur exercice de bons d'émission) à des titres de créances obligataires donnant accès au capital de la Société auxquels sont attachés des bons de souscription d'actions, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes (17ème résolution)	30 juin 2021	18 mois	Plafond de 10.000.000 € (plafond autonome)	
Autorisation d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation du capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (18ème résolution)	30 juin 2021	26 mois	Dans la limite de 15 % de l'émission initiale	
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des BSA à attribuer gratuitement aux	30 juin 2020	18 mois	Dans la limite de 100 % du capital social(plafond autonome)	

Type d'autorisation	A.G.E.	Echéance	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital social autorisée	Montant utilisé dans le cadre de cette délégation
actionnaires en cas d'offre publique (19ème résolution)				
Augmentation du capital social en faveur des salariés de la société ou des sociétés de son groupe, adhérant à un plan d'épargne d'entreprise (20ème résolution)	30 juin 2021	26 mois	Plafond de 1 % du capital social	
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de procéder, au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux de la Société ou de son groupe, ou de certaines catégories d'entre eux, à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre (21ème résolution)	30 juin 2021	38 mois	Dans la limite de 10% du capital social (plafond commun avec la résolution suivante)	
Autorisation au Conseil d'Administration à l'effet de consentir des options de souscription d'actions et/ou des options d'achat d'actions (22ème résolution)	30 juin 2021	38 mois	Dans la limite de 10% du capital social (plafond commun avec la résolution précédente)	
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires en vue de rémunérer les apports en nature (hors OPE) (23ème résolution)	30 juin 2021		Dans la limite de 10% du capital social (plafond autonome)	

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

A la connaissance de la Société, certains contrats cadre conclus par la Société avec des clients significatifs et certains contrats bancaires contiennent des clauses standard de changement de contrôle de la Société. La Société n'anticipe cependant pas qu'elles soient mises en œuvre à l'occasion de l'Offre, étant précisé que la Société M2i est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de la Note en Réponse.

8.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE PRESIDENT-DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE

REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, situé 146/148, rue de Picpus, 75012 Paris.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

M2i
Représentée par Georges Seban, en qualité de Président Directeur Général

ANNEXE 1 – AVIS DU CSE DE M2I DU 27 AVRIL 2021

Procès Verbal du CSE M2I
Mardi 27 Avril 2021 – 14 h 00
Extrait

Membre de la Direction : Benjamin ARRAGON

Délégués du Personnel :
En présence : Jerôme Goupil - Stephanie Noël - Laurent Pialat – Martine Sevestre - Michele Morat - Véronique Lhermitte - Nathalie Léonard - Emmanuelle Beraaud – Annie Joly- Rabah Benhali – Isabel Avles – Zahia Aghmar – Teddy Tasia

Excusée :

20210427 CSE - Question N°1 : Projet d'OPE de Prologue sur M2I

Le CSE est informé et consulté dans le cadre du projet d'offre publique d'échange initié par Prologue sur les actions M2i (l'« OPE »), qui s'inscrit dans le cadre d'une réorganisation de grande ampleur du Groupe Prologue-O2i.

A cet effet, une note d'information a été transmise aux membres du CSE.

Pour être plus précis, les actionnaires de M2I s'ils le souhaitent, il n'y a pas d'obligation, vont pouvoir apporter leurs actions M2i à Prologue. En contre partie, ils auront des actions Prologue et deviendront ainsi actionnaires de Prologue. Prologue deviendrait donc actionnaire de M2i.

Il s'agit là d'une opération plus globale qui, concomitamment concerne la fusion de O2i dans Prologue et qui aboutirait à ce que Prologue devienne actionnaire majoritaire de M2i.

Fin 2019 nous avons filialisé les activités de O2i : avec O2i Ingénierie et Addict. O2i est aujourd'hui une holding qui détient d'autres sociétés mais qui n'a plus d'activités proprement dites et pas de salariés.

L'opération de rapprochement devrait notamment nous permettre de faire des économies de temps et d'argent en ne maintenant la cotation que de deux sociétés (Prologue et M2i), au lieu de trois.

M2I FORMATION – 146-148 rue de Picpus -75002 PARIS
Tel. : 01 44 53 36 00 – Fax : 01 44 53 36 10

Question CSE : Combien y a t – il de salariés chez Prologue aujourd'hui :

Réponse de Benjamin Arragon :
Pour Prologue (hors groupe O2i-M2i) il y a :

- Prologue (la société mère) : 8 Salariés (Gennevilliers)
- Prologue Use It Cloud : 10 salariés (Gennevilliers)
- API : 29 (Les Ulis).
- Ensemble des sociétés du groupe Prologue à l'étranger : 150 salariés (principalement en Espagne)

M2I en France c'est environ 200 Salariés

En terme de CA :
Le groupe Prologue réalise environ 80 millions € en 2020
Ingénierie 11 millions €
Addict 1 million €
M2i 37 millions €

Un échange a lieu entre les élus et la direction en particulier sur les motifs de l'opération et sur l'absence d'impact pour les salariés de M2i.

Benjamin confirme que cette OPE ne sera en aucun cas préjudiciable pour les salariés du Groupe M2i tant au niveau salaires, participation et intéressement.

Seul l'actionnariat de M2i changerait.

Puis le CSE procède au vote et vote à l'unanimité en faveur de cette opération.

Par ailleurs, le CSE souhaiterait qu'une information des postes à pourvoir au niveau de tout le groupe Prologue puisse être mise en place.

Prochaine réunion le Vendredi 21 Mai 2021

Benjamin Arragon *Martine Sevestre*

M2I FORMATION – 146-148 rue de Picpus -75002 PARIS
Tel. : 01 44 53 36 00 – Fax : 01 44 53 36 10

M21 FORMATION – 146-148 rue de Picpus -75002 PARIS
Tel. : 01 44 53 36 00 – Fax : 01 44 53 36 10

ANNEXE 2 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

28 JUIN 2021

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Offre publique d'échange simplifiée initiée par Prologue sur les actions de M2i

ASSOCIES EN FINANCE

6 rue Daru, 75008 Paris
Tél : +33 (0)1 44 50 56 25

SOMMAIRE

I. CONTEXTE ET PRÉSENTATION DE LA MISSION 5
A. Contexte 5
B. Mission d'Associés en Finance 6
C. Indépendance 6
D. Avertissement 7
E. Déroulement de la Mission d'Associés en Finance 7
II. PRÉSENTATION DES SOCIÉTÉS 9
A. Actionnariat et organigramme du Groupe 9
B. M2i 11
1. Historique et activités 11
2. Marchés et perspectives 12
3. Analyse financière de M2i 13
a. *Compte de résultat* 13
b. *Bilan* 15
c. *Tableau de flux de trésorerie* 17
C. O2i18
1. Historique et activités 18
2. Marchés et perspectives 19
3. Analyse financière de O2i 19
a. *Compte de résultat* 20
b. *Bilan* 20
c. *Tableau de flux de trésorerie* 21
D. Prologue 22
1. Historique et activités 22
2. Marchés et perspectives 24
3. Analyse financière de Prologue 24
a. *Compte de résultat* 24
b. *Bilan* 26
c. *Tableau de flux de trésorerie* 26
III. EXAMEN DES CONDITIONS DE L'OFFRE 28
A. Présentation des conditions de l'Offre 28
B. Examen des conditions de l'Offre 31
1. Engagement d'apport des actions M2i détenues par O2i 31
2. Traité de fusion-absorption de la société O2i par la société Prologue 32
3. Plan d'Attribution d'Actions Gratuites M2i 33
4. Contrat de prestations de services 33
5. Conclusion 33

IV. ÉVALUATIONS DE M2I, O2I ET PROLOGUE 34
A. Méthodes de valorisation écartées 36
1. Méthode de l'actif net comptable 36
2. Méthode de l'actif net réévalué 37
3. Méthode des transactions comparables 37
4. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers 37
B. Méthodes de valorisation retenues à titre indicatif 40
1. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) 40
a. Application de la méthode des comparables boursiers à M2i 40
b. Application de la méthode des comparables boursiers à O2i 42
c. Application de la méthode des comparables boursiers à Prologue 45
d. Examen de la parité d'échange implicite 48
C. Méthodes de valorisation retenues à titre principal 49
1. Examen des cours de bourse (à titre principal) 49
a. Examen du cours de l'action M2i 49
b. Examen du cours de l'action O2i 53
c. Examen du cours de l'action Prologue 57
d. Examen de la parité d'échange M2i/Prologue 60
e. Examen de la parité d'échange O2i/Prologue 61
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal) 62
a. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à M2i 63
b. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à O2i 68
c. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Prologue 73
d. Examen de la parité d'échange implicite 79
V. ANALYSE DES TRAVAUX DE LA BANQUE PRÉSENTATRICE 81
A. Méthodes de valorisation écartées et retenues 81
B. Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres 81
1. M2i 81
2. O2i 81
3. Prologue 82
C. Méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance 82
1. Méthode des comparables boursiers 82
D. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance 82
1. Référence aux cours de bourse 82
2. Actualisation des flux de trésorerie 82
a. M2i 83
b. O2i 84
c. Prologue 84
E. Synthèse 86
VI. CONCLUSION 88

VII. ANNEXES 91

A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission 91

B. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival® 96

C. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers 100

I. CONTEXTE ET PRÉSENTATION DE LA MISSION

A. Contexte

M2i (ci-après « **M2i** » ou la « **Société** ») est une société française créée en 1985 spécialisée dans la formation IT, Digital et Management. L'action de la Société est cotée sur le marché Euronext Growth. Le capital de la société est détenu à 59,0% par la société O2i (ci-après « **O2i** »), spécialisée dans l'ingénierie informatique et l'édition de logiciels, qui consolide des activités de M2i (ci-après le « **Groupe O2i** »). Le capital de la société O2i est détenu à 34,4% par la société Prologue (ci-après « **Prologue** » ou l'« **Initiateur** »), spécialisée dans les services informatiques. L'Initiateur qui détient par ailleurs le contrôle de O2i avec 43,7% des droits de vote et consolide ainsi les activités de O2i, qui elle-même consolide les activités de M2i (ci-après le « **Groupe** »).

Le 11 septembre 2019, les sociétés Prologue, O2i et M2i ont annoncé conjointement, par voie de communiqué de presse, la mise en œuvre d'un projet de renforcement capitalistique qui permettrait notamment à Prologue de :

- Détenir directement 100% du capital de Groupe O2i en vue de simplifier la structure juridique et d'optimiser les coûts de fonctionnement ;
- Améliorer la lisibilité auprès des investisseurs ;
- Limiter les frais en ne maintenant la cotation que de deux sociétés (Prologue et M2i) au lieu de trois ;
- Favoriser la liquidité du titre Prologue.

Cette opération consisterait à proposer aux actionnaires de la société M2i d'apporter leurs actions à une offre publique d'échange initiée par Prologue, avant une fusion-absorption d'O2i par Prologue (ci-après l'« **Opération** »). Les principaux termes financiers de l'opération visée prévoyaient les parités d'échanges indicatives suivantes :

- 13 actions Prologue pour 1 action M2i ;
- 8 actions Prologue pour 3 actions O2i.

Plusieurs évènements, et notamment la crise sanitaire du Covid-19 ont obligé le Groupe à reporter l'Opération à une date ultérieure non définie.

Le 23 avril 2021, le Groupe a décidé de relancer l'Opération. Les trois sociétés ont annoncé, à l'occasion de l'arrêté de leurs comptes respectifs, par voie de communiqué de presse, la reprise du projet de rapprochement capitalistique selon les mêmes caractéristiques que l'opération annoncée en septembre 2019. Compte tenu du report de l'Opération, de nouvelles parités indicatives ont été établies.

Dans le cadre de ce rapprochement, Prologue a indiqué son intention de déposer une Offre Publique d'Échange Simplifiée (ci-après l'« **OPES** » ou l'« **Offre** ») sur les actions M2i, sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée (ci-après la « **Parité d'Offre M2i/Prologue** »). Puis, immédiatement après la réalisation de cette première opération, O2i ferait l'objet d'une fusion-absorption par Prologue (ci-après la « **Fusion** ») sur la base d'une parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i (ci-après la « **Parité de Fusion O2i/Prologue** »).

L'Offre vise l'intégralité des actions existantes de M2i, à l'exception des actions auto-détenues, que M2i envisagerait de ne pas apporter, sous réserve de la décision du Conseil d'Administration du 9 juin 2021, soit un maximum de 4 910 290 actions, représentant 99,3% du capital et 100% des droits de vote de la Société.

Le 12 mai 2021, Prologue et O2i ont conclu un contrat d'engagement d'apport portant sur l'intégralité des actions M2i détenues par O2i à l'Offre, soit 2 916 620 actions M2i à la date du présent rapport, représentant 59,0% du capital. La parité d'échange retenue étant la même que dans le cadre de l'Offre, soit 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de lancer une procédure de Retrait Obligatoire dans les trois mois suivants la clôture de l'Offre.

B. Mission d'Associés en Finance

Dans le communiqué du 23 avril 2021, la Société a rappelé avoir désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant conformément à l'article 261-1 I, 1° et 4° du Règlement Général (ci-après « **RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé […] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire pour les raisons suivantes :

- L'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle de la Société (article 261-1 I alinéa 1° du RG) ;
- Une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur la parité de l'Offre (article 261-1 I alinéa 4° du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Échange Simplifiée initiée par Prologue sur la totalité des actions existantes de M2i, soit un nombre maximum de 4 910 290 actions représentant 99,3% du capital de la Société sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre pour 1 action M2i apportée (ci-après la « **Mission** »).

Les liens capitalistiques et de contrôle entre les trois sociétés (Prologue détient 34,4% du capital d'O2i et en possède le contrôle avec 43,7% des droits de vote, qui détient elle-même 59,0% du capital et 70,6% des droits de vote de M2i) nous ont obligés à valoriser les trois sociétés afin de nous prononcer sur le caractère équitable de l'Offre Publique d'Echange.

C. Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF et de l'Instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- N'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des 18 derniers mois précédant la désignation d'Associés en Finance le 14 octobre 2019 ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code du Commerce, au cours des 18 mois précédant la désignation d'Associés en Finance ;
- N'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, la seule opération au cours des dix-huit derniers mois, au titre de laquelle Associés en Finance était expert indépendant, et dont Invest était établissement présentateur, était l'offre publique d'achat simplifiée suivi d'un RO initiée en 2019 par ITS Participations sur l'ensemble des actions d'ITS Group ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code du Commerce, susceptibles d'affecter leur indépendance.

D. Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation des travaux d'Associés en Finance ont soit été fournies par M2i, O2i ou Prologue, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de M2i, O2i ou Prologue et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont M2i ou Prologue pourraient faire l'objet. De manière générale, a été tenue pour acquise, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations ou informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de M2i sur la manière dont ils doivent agir dans le cadre de l'Offre.

E. Déroulement de la Mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de M2i du 14 octobre 2019, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée en plusieurs temps, le renforcement capitalistique entre Prologue, O2i et M2i ayant été reporté le 30 avril 2020 en raison de la pandémie et réenclenché le 23 avril 2021. La mission s'est finalement clôturée le 28 juin 2021. Le présent rapport en date du 28 juin 2021 comprend quelques modifications depuis la version du 9 juin 2021 annexée au projet de note en réponse publié le 9 juin 2021 sur le site de l'AMF et de M2i, visant uniquement à tenir compte de l'évolution entre le projet de note en réponse et la note en réponse.

Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 23 avril 2021, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre.

Dans le cadre de la réalisation de ses travaux, Associés en Finance déclare avoir pris connaissance de l'ensemble des rapports de Monsieur Olivier Péronnet, associé du cabinet Finexsi, désigné en qualité de commissaire unique à la fusion et aux apports par ordonnance en date du 22 octobre 2019, en date du 14 mai 2021, à savoir :

- Le rapport du commissaire aux apports sur la rémunération des titres M2i apportés à la société Prologue dans le cadre de l'offre publique d'échange ; et
- Le rapport du commissaire aux apports sur la valeur des actions M2i qui seront apportées par plusieurs apporteurs à la société Prologue dans le cadre de l'offre publique d'échange.

Le commissaire aux apports conclut que (i) le rapport d'échange de 11 actions Prologue à émettre pour 1 action M2i apportée, arrêté par les parties, est équitable et que (ii) la valeur des actions M2i qui seront apportées par O2i à leur valeur nette comptable n'est pas surévaluée mais que la valeur des actions M2i qui seront apportées par les autres actionnaires dépendra du cours de bourse à la date de réalisation. Le commissaire aux apports n'est, par conséquent, pas en mesure de conclure sur la valeur globale des apports. Il s'est engagé à émettre un rapport complémentaire une fois le nombre total d'actions M2i apportées sera connu ainsi que la valeur des actions apportées par les autres actionnaires que O2i.

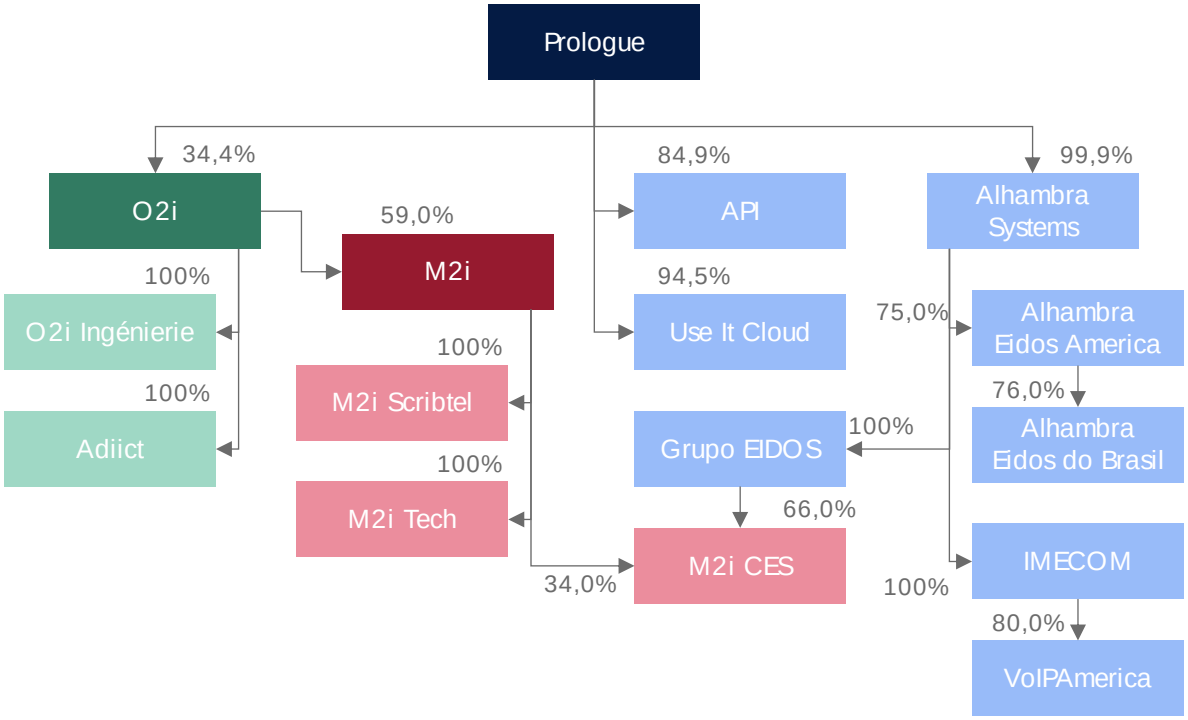
L'analyse des rapports émis par le commissaire aux apports n'entraine pas de commentaires particuliers et n'est pas à même de remettre en cause l'équité de l'Offre.

II. PRÉSENTATION DES SOCIÉTÉS

A. Actionnariat et organigramme du Groupe

La Figure 1 présente l'organigramme du Groupe au 31 décembre 2020.

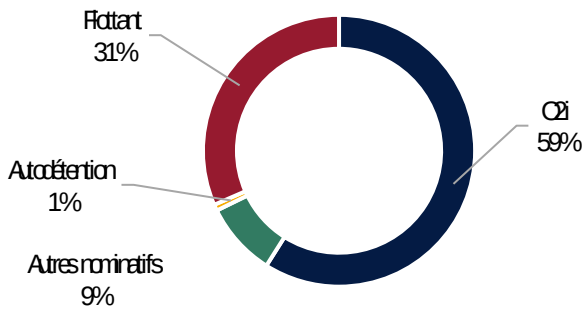
Figure 1 | Organigramme du Groupe au 31 décembre 2020



Sources : Prologue, Associés en Finance

La Figure 2 présente l'actionnariat de M2i à la date du présent rapport.

Figure 2 | Actionnariat de M2i à date

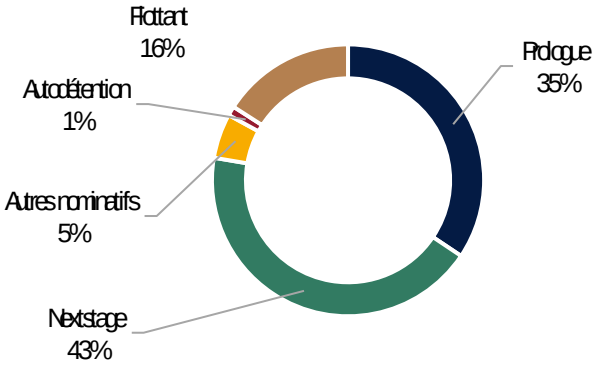


Actionnaires	# actions	%	# ddv	%
O2i	2 916 620	59,0%	5 833 240	70,6%
Autres nominatifs	435 053	8,8%	870 106	10,5%
Autodétention	36 190	0,7%	-	-
Flottant	1 558 617	31,5%	1 558 617	18,9%
Total	**4 946 480**	**100,0%**	**8 261 963**	**100,0%**

Sources : M2i, Associés en Finance

La Figure 3 présente l'actionnariat de O2i à la date du présent rapport.

Figure 3 | Actionnariat de O2i à date

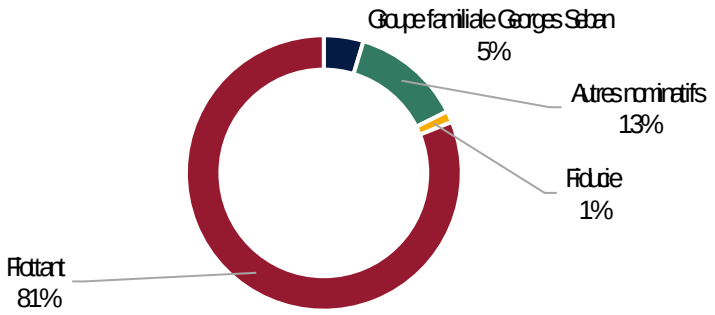


Actionnaires	# actions	%	# ddv	%
Prologue	5 265 361	34,4%	8 280 722	43,7%
Nextstage	6 625 000	43,3%	6 625 000	34,9%
Autres nominatifs	813 645	5,3%	1 627 239	8,6%
Autodétention	171 515	1,1%	-	-
Flottant	2 434 796	15,9%	2 434 796	12,8%
Total	**15 310 317**	**100,0%**	**18 967 757**	**100,0%**

Sources : O2i, Associés en Finance

La Figure 4 présente l'actionnariat de Prologue à la date du présent rapport.

Figure 4 | Actionnariat de Prologue à date



Actionnaires	# actions	%	# ddv	%
Groupe familiale Georges Seban	2 165 543	4,6%	4 331 086	8,1%
Autres nominatifs	6 047 049	13,0%	10 098 000	18,9%
Fiducie	622 672	1,3%	1 245 344	2,3%
Flottant	37 760 768	81,0%	37 760 768	70,7%
Total	**46 596 032**	**100,0%**	**53 435 198**	**100,0%**

Sources : Prologue, Associés en Finance

B. M2i

1. Historique et activités

M2i est une société française créée en 1985, cotée sur la plateforme Euronext Growth, spécialisée dans la formation IT, Digital et Management. En 2006, O2i rentre au capital de M2i et permet à M2i de devenir un acteur important du secteur de la formation en France, avec pas moins de 19 acquisitions réalisées en l'espace de 8 ans. En juillet 2009, la société M2i est introduite sur le Marché Libre après une levée de fonds de 600 K€ réalisée dans le cadre de la loi TEPA. Le 18 septembre 2017, le groupe M2i annonce le transfert de la cotation de ses actions sur le marché Euronext Growth. Cette nouvelle opération est réalisée à l'issue d'un placement privé d'actions.

Depuis, M2i s'est développé à l'international avec l'ouverture d'une filiale en Espagne en 2018, en partenariat avec une filiale de Prologue.

LE MODÈLE D'AFFAIRES DE M2I

La société, fondée il y a plus de 30 ans, propose près de 2 400 programmes de formation autour de 4 domaines d'expertise : l'Informatique, la Bureautique & Utilisateurs, le Management et le Multimédia.

Les formations sont dispensées selon plusieurs modalités pédagogiques :

- Présentiel : les apprenants et le formateur sont réunis physiquement dans un même lieu
- *Blended learning* : qui propose une formation en présentiel complétée par des modules de *e-learning*
- *Digital learning* : qui regroupe plusieurs modalités d'enseignement en distanciel :

- Le F.I.T (Formation Individuelle Tutorée) consiste à assigner à chaque apprenant un parcours de formation personnalisé qui se déroule généralement sur une plateforme interactive. Le formateur est présent physiquement et les apprenants évoluent à leur rythme sans impacter l'évolution du reste du groupe ;

- Les classes virtuelles permettent de réunir en temps réel plusieurs apprenants et un formateur via une connexion internet. Les participants ont alors la possibilité d'échanger, de transférer des documents ou encore de répondre à des tests ;

- Le e-learning consiste à mettre à disposition des apprenants les contenus éducatifs en format digital avec un accompagnement plus ou moins poussé ;

- Le COOC (Corporate Open Online Course) permet aux entreprises clientes de concevoir leur propre plateforme collaborative de formation généralement destinée à ses propres salariés.

Au cours de l'exercice 2020, l'activité de formation réalisée en distanciel a représenté 50% du chiffre d'affaires de la société.

La durée des cursus de formation est variable (de quelques jours à plusieurs mois) selon le domaine, l'objectif pédagogique et la modalité d'enseignement.

Par ailleurs, M2i renouvelle régulièrement son programme de formation avec des mises à jour annuelles et l'ajout de nouveaux cursus. En outre, l'ensemble des programmes de formation sont élaborés par les équipes de M2i qui en possèdent donc la pleine propriété.

Les formations sont le plus souvent assurées par des formateurs extérieurs non-salariés que M2i rémunère à la mission. Chaque année, la société fait donc intervenir plus de 1 400 formateurs indépendants dont elle a vérifié les compétences techniques et pédagogiques.

La société M2i compte près de 4 200 clients actifs, entreprises privées et publiques, avec lesquels elle travaille de manière récurrente. Par ailleurs, M2i participe à de nombreux appels d'offre régionaux ou nationaux lancés par de grandes entreprises et des administrations publiques, lui permettant de remporter des contrats d'une durée de 2 à 4 ans. M2i compte parmi ses clients près de la moitié du SBF 120.

La société dispose d'un maillage territorial important avec 35 centres de formation répartis sur toute la France. Ce réseau permet à M2i d'offrir un niveau de prestation homogène sur l'ensemble du territoire français. Ce maillage territorial est également un atout pour la société dans le cadre des appels d'offres nationaux. Il assure aux clients un déploiement cohérent de leur plan de formation dans toutes les grandes villes de France.

En outre, récemment la société a développé l'internationalisation de son offre de formation IT sur le territoire espagnol et latino-américain via M2i Certified Education Systems, sa filiale espagnole commune avec Grupo Eidos (filiale du groupe Prologue en Espagne).

2. Marchés et perspectives

Le principal marché adressé par M2i est le marché français de la formation professionnelle.

Ce dernier est en pleine mutation. Le marché est dominé par des organismes de formation privés et les entreprises sont les principaux clients des organismes.

Durant la dernière décennie, le secteur de la formation a connu plusieurs bouleversements, et ce jusqu'à récemment avec la crise sanitaire.

Le secteur de la formation professionnelle a été touché par la pandémie de la Covid-19 et ses répercussions sur l'activité des entreprises dues aux confinements et la fermeture des établissements de formation. Le financement de la formation professionnelle et de l'apprentissage pour 2021 s'en trouve impacté. Dans le cadre du plan de relance, les crédits portés aux programmes liés à la formation professionnelle vont faire l'objet d'un abondement budgétaire.

Face à la crise, le secteur de la formation s'est adapté à travers notamment la conversion rapide d'une partie des centres de formation au *e-learning* lors des phases de confinement. Des formations diplômantes 100% en ligne ont ainsi été créées. La crise a joué un rôle d'accélérateur de la transformation avec un impact sur les catalogues des formations pour s'adapter au télétravail et du désir de reconversion professionnelle d'une partie des Français.

3. Analyse financière de M2i

L'analyse financière de M2i présentée ci-dessous est basée sur les états financiers consolidés et audités de la société sur la période 2016 à 2020. Les états financiers relatifs aux exercices 2019 et 2020 ont été retraités de la norme IFRS 16[1].

a. Compte de résultat

La Figure 5 présente le compte de résultat de M2i sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

[1] *Les impacts financiers de la norme IFRS 16 sont présentés dans la section introductive du IV. Évaluation de M2i, O2i et Prologue*

Figure 5 | Compte de résultat de M2i

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	**33,9**	**39,9**	**45,6**	**45,9**	**36,6**
Croissance		*17,8%*	*14,1%*	*0,8%*	*(20,2%)*
Coûts externes	(20,7)	(24,9)	(28,2)	(29,9)	(24,2)
Charges de personnel	(11,0)	(12,3)	(13,3)	(13,7)	(10,4)
EBITDA courant	**2,2**	**2,7**	**4,0**	**2,2**	**1,9**
Marge d'EBITDA courant (%)	*6,6%*	*6,7%*	*8,8%*	*4,9%*	*5,3%*
Dotations nettes Amortissements et Provisions	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(1,1)
EBIT courant	**1,7**	**2,1**	**3,4**	**1,5**	**0,8**
Marge d'EBIT courant (%)	*5,0%*	*5,2%*	*7,5%*	*3,3%*	*2,3%*
Autres produits et charges opérationnels non courants	(0,4)	(0,0)	(0,4)	(0,5)	(0,2)
EBITDA	**1,8**	**2,6**	**3,7**	**1,8**	**1,8**
Marge d'EBITDA (%)	*5,4%*	*6,6%*	*8,1%*	*3,8%*	*4,9%*
EBIT	**1,3**	**2,0**	**3,0**	**1,0**	**0,7**
Marge d'EBIT (%)	*3,7%*	*5,1%*	*6,7%*	*2,3%*	*1,9%*
Résultat financier	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Résultat avant impôts	**1,2**	**1,9**	**3,0**	**1,0**	**0,6**
Résultat exceptionnel avant impôts	(0,2)	(0,6)	0,1	-	(0,5)
Impôts totaux	(0,1)	(0,3)	0,3	(0,4)	(0,0)
Taux d'IS (%)	*(6,3%)*	*(15,5%)*	*9,1%*	*(37,9%)*	*(5,8%)*
Résultat après impôts	**0,9**	**1,1**	**3,4**	**0,6**	**0,1**
Minoritaires	-	-	-	(0,0)	(0,1)
Mise en équivalence	-	-	-	0,0	0,0
Résultat net des activités abandonnées	-	-	-	-	-
Résultat net comptable part du groupe	**0,9**	**1,1**	**3,4**	**0,6**	**0,2**
Dividendes (payés en N+1, M€)	-	-	-	-	-

Sources : M2i, Associés en Finance

CHIFFRE D'AFFAIRES

Le chiffre d'affaires de M2i a progressé de +8,0% sur la période de 2016 à 2020, à un rythme annuel moyen de +1,9%. Ces taux de croissance cachent une forte hétérogénéité dans l'évolution annuelle de l'activité sur la période.

Les exercices 2017 et 2018 ont affiché des taux de croissance élevés respectivement de +17,8% et +14,1%, en passant de 33,9 M€ en 2016 à 45,6 M€ en 2018.

L'année 2019 marque un coût d'arrêt avec un chiffre d'affaires stable par rapport à l'année précédente à 45,9 M€ en raison des mouvements de grève en France au cours du quatrième trimestre. Ces évènements ont provoqué de nombreuses annulations de formations et un gel des prises de commandes.

L'exercice 2020 est, quant à lui, marqué par une forte chute de l'activité de près de -20,2%. L'activité de formation a fortement pâti de la dégradation de la situation sanitaire en France à partir de mars 2020 et des mesures de confinement qui en ont découlé. La société a été contrainte de fermer l'accès au public de l'ensemble de ses centres de formation en France et en Espagne. Toutes les formations en présentiel ont été suspendues pendant toute la durée du confinement. Au premier semestre 2020, le chiffre d'affaires a connu une baisse de -32,1% par rapport au premier semestre 2019.

Les deux périodes de confinement successives au cours de l'année 2020 ont poussé M2i à accélérer le développement de son offre de formation à distance.

MARGES

Le résultat opérationnel (EBIT) de la société a diminué de -46,3% sur la période de 2016 à 2020 avec une diminution de la marge opérationnelle de -190 points de base (3,7% en 2016 contre 1,9% en 2020). Ici aussi, la performance opérationnelle de la société sur cette période est très hétérogène.

Entre 2016 et 2018, le niveau de profitabilité de la société s'est significativement amélioré. Le résultat opérationnel est ainsi passé de 1,3 M€ à 3,0 M€ (+139,9%) tandis que la marge opérationnelle a progressé de +290 points de base à 6,7%.

En 2019, tandis que l'activité est restée quasiment stable (+0,8%), les charges opérationnelles ont progressé de +5,5%. Cela s'explique par la brutale baisse d'activité concentrée sur le quatrième trimestre 2019, alors même que de nombreuses charges avaient d'ores et déjà été engagées par la société.

En 2020, alors même que l'activité de la société a été fortement pénalisée par les deux périodes de confinement, M2i a démontré une certaine résilience, facilitée par les diverses mesures gouvernementales de soutien aux entreprises mises en place tout au long de la période de crise sanitaire (activité partielle notamment).

b. Bilan

La Figure 6 présente le bilan de M2i sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 6 | Bilan de M2i

Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	6,4	7,0	7,0	7,1	7,3
dont survaleur	*6,3*	*6,9*	*6,9*	*7,0*	*7,0*
Immobilisations corporelles	1,4	1,4	1,7	2,2	2,1
Stocks	-	-	-	-	-
Créances d'exploitation	9,9	10,4	13,4	12,8	15,7
Comptes courants	-	2,2	5,9	4,3	4,5
Actif d'exploitation	**17,7**	**21,0**	**28,1**	**26,4**	**29,6**
Immobilisations financières	0,4	0,4	1,0	1,1	1,2
Tresorerie et VMP	3,8	5,9	4,6	5,6	12,0
Actifs destinés à la vente	-	-	-	-	-
Actif total	**22,0**	**27,3**	**33,7**	**33,2**	**42,8**
% act immo / actif exploitation	*44,0%*	*40,1%*	*31,2%*	*35,2%*	*31,8%*
Fonds propres PdG	5,8	13,7	17,1	17,7	18,2
Minoritaires	-	-	-	0,1	0,1
Provisions	0,1	0,2	(0,3)	(0,6)	(0,1)
Dettes financières nettes	*(2,4)*	*(4,8)*	*(3,3)*	*(3,9)*	*(1,8)*
Dettes financières brutes	1,4	1,1	1,4	1,8	10,2
Dettes d'exploitation	14,7	12,3	15,5	14,1	14,4
Passif total	**22,0**	**27,3**	**33,7**	**33,2**	**42,8**

Sources : M2i, Associés en Finance

STRUCTURE BILANTIELLE

La taille du bilan de la Société a eu tendance à augmenter entre 2016 et 2020, alors même que les activités de M2i sont peu consommatrices de capitaux. Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de l'actif circulant.

L'actif immobilisé de M2i est principalement composé d'immobilisations incorporelles, dont la majeure partie est constituée de *goodwill* issu d'opérations de croissance externe. L'actif corporel est composé, quant à lui, d'actifs sous-jacents à des contrats de crédit-baux et de matériel.

M2i affiche historiquement une situation de trésorerie nette positive qui a fluctué entre 2,4 M€ en 2016 et 3,9 M€ en 2019. La société a par ailleurs été peu endettée sur cette période, avec une dette financière principalement composée de dettes bancaires et de contrats de crédits-bails. En 2020, M2i a bénéficié pour près de 8,0 M€ de dispositifs de financement mis en place par l'État durant la crise sanitaire. A fin 2020, la dette brute de M2i s'élève à 10,2 M€.

Par ailleurs, la Société est créancière nette sur d'autres sociétés du Groupe, notamment Prologue. Le montant du compte courant en sa faveur s'élève à 4,5 M€ à fin 2020.

BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

Depuis 2016, la Société a mise en place une politique d'affacturage déconsolidant portant sur ses créances d'exploitation qui se traduit par un niveau de BFR inférieur à ce qu'il serait en l'absence d'affacturage. Le montant des créances clients cédées dans le cadre du contrat d'affacturage est significatif et a représenté entre 6,9 M€ et 12,2 M€ par an sur la période. Hors processus d'affacturage, le BFR du groupe a représenté en moyenne près de 20% du chiffre d'affaires sur la période.

c. *Tableau de flux de trésorerie*

La Figure 7 présente le tableau de flux de trésorerie de M2i sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 7 | Tableau de flux de trésorerie de M2i

Tableaux de flux de trésorerie (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement	1,8	2,5	4,1	1,1	2,2
Variation du BFR	2,8	(5,4)	(3,8)	0,9	(3,0)
Flux générés par l'activité	**4,6**	**(2,9)**	**0,3**	**2,0**	**(0,8)**
Investissements en immobilisations	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,1)
Cession d'immobilisations	-	0,0	-	0,0	-
Investissements financiers nets	-	(0,2)	(0,7)	(0,0)	(0,0)
Cession d'immos financières	-	-	-	-	-
Acquisition et cession de filiales	-	0,0	-	(0,1)	-
Flux liés aux opérations d'investissement	**(0,5)**	**(1,0)**	**(1,7)**	**(1,2)**	**(1,1)**
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	-	-	-	-	-
Autre variation des fonds propres	-	6,4	(0,0)	(0,1)	0,0
Encaissement net d'emprunts	(0,3)	(0,3)	0,1	0,4	8,4
Flux liés aux opérations de financement	**(0,3)**	**6,1**	**0,1**	**0,2**	**8,4**
Variation de trésorerie hors change	**3,8**	**2,2**	**(1,3)**	**1,0**	**6,5**
Incidence des variations de change	-	-	-	-	-
Variation de trésorerie	**3,8**	**2,2**	**(1,3)**	**1,0**	**6,5**

Sources : M2i, Associés en Finance

FLUX OPÉRATIONNELS

La capacité d'autofinancement de M2i a naturellement évolué en suivant la progression de l'activité entre 2016 et 2018 puis a baissé en 2019. La variation de BFR sur l'année 2016 est biaisée par la mise en place de l'affacturage. A fin 2016, 9,1 M€ de créances clients cédées au factor ne figuraient pas au bilan. Les deux années suivantes, la progression du BFR est cohérente avec la croissance de l'activité. En 2020, le montant des créances clients cédées au factor a fortement diminué, passant à 6,9 M€ contre 9,4 M€ en 2019, impliquant une hausse significative du BFR.

FLUX D'INVESTISSEMENT

Entre 2017 et 2020, le montant des investissements s'est élevé en moyenne à 1,0 M€ par an, ce qui a représenté entre 2,1% et 3,0% du chiffre d'affaires. Ces montants sont relativement faibles et sont principalement liés à l'achat ou à la location financière de matériels informatiques.

En 2018, M2i a pris une participation à hauteur de 34% dans le capital de la société Ecsplicite, spécialisée dans la formation en langues étrangères. Cette prise de participation s'est élevée à environ 0,5 M€ et a été réalisée via une augmentation de capital.

FLUX DE FINANCEMENT

En 2020, la société a levé environ 8,0 M€ d'emprunts issus des dispositifs de soutien mis en place par l'État décomposés en : 2,5 M€ de prêt Atout BpiFrance et 5,5 M€ de Prêt Garanti par l'État (PGE).

Les PGE seront remboursables au bout de 12 mois, assortis d'une période de franchise de 2 ans négociée avec les différentes banques.

Sur l'ensemble de la période, la société n'a procédé à aucun versement de dividende.

C. O2i

1. Historique et activités

O2i est une société française, cotée sur la Euronext Growth et structurée autour de 3 activités : la formation, l'ingénierie informatique et l'édition de logiciels.

La société a été créée en 1989 avec pour activité principale la production et la vente de recharges pour cartouches d'encre laser. A la fin des années 1990 et au début des années 2000, la société a réalisé plusieurs opérations de croissance externe ayant permis le développement de plateformes informatiques destinées à la production multimédia. En 1998, O2i est rachetée par Mitsubishi Corp Tokyo qui développe les ventes de solutions informatiques dédiées à la production multimédia. En 2004, Mitsubishi Corp Tokyo décide de quitter le marché français. Le fondateur d'O2i, M. Olano rachète la société et l'introduit en bourse en 2005 sur le marché Euronext Growth.

En 2007 et 2008, la société a procédé à deux augmentations de capital par placement privé (0,7 M€ en octobre 2007et 1,5 M€ en juin 2008). Ces deux opérations avaient pour but de faciliter le développement de l'activité de formation suite au rachat de M2i.

Entre 2011 et 2014, une restructuration profonde d'O2i a été entreprise, la rentabilité du groupe n'étant pas au rendez-vous. Dans ce contexte, O2i est contraint à renforcer sa structure financière à travers une augmentation de capital de 0,5 M€ en décembre 2011 et une levée de fonds auprès d'investisseurs institutionnels de 1,2 M€ en février 2013. En mai 2014, O2i a procédé à une émission d'obligations convertibles de 0,6 M€ et à l'attribution de BSAAR.

En 2014, Prologue annonce un projet d'OPE sur les actions O2i. L'offre est hostile et l'AMF juge le projet non conforme en avril 2015. Prologue annonce toutefois détenir 26,1% du capital d'O2i en juin 2015. Les deux sociétés finissent par s'entendre et annoncent conjointement un projet de rapprochement amical. Les deux groupes déploient alors les axes stratégiques nécessaires à la mise en place des synergies entre leurs différentes activités. Ce rapprochement a permis la création d'un ensemble ayant la taille critique requise et a apporté à O2i les moyens financiers nécessaires pour se développer et consolider sa position de numéro 2 dans un marché français de la formation en pleine phase de concentration.

O2i va procéder à deux nouvelles augmentations de capital, 2,6 M€ en février 2016 et 2,5 M€ en juillet 2017, auxquelles Prologue va souscrire à hauteur de sa quote-part. La société va également procéder à une émission d'obligations convertibles de 2,0 M€ en mars 2019 souscrites par Nexstage et Prologue.

En parallèle, la société a poursuivi sa stratégie de rationalisation de ses structures et s'est séparée en 2017 de son activité *Print,* historiquement déficitaire, pour se recentrer sur ses activités à plus fortes valeurs ajoutées.

En dehors de l'offre de formation assurée par sa filiale M2i et présentée précédemment, O2i est présent dans l'ingénierie et l'édition de logiciels.

O2I INGÉNIERIE

L'activité d'ingénierie informatique, logée au sein de la société O2i Ingénierie, est spécialisée dans le déploiement et la maintenance de systèmes d'information.

L'entité O2i Ingénierie regroupe l'ensemble des activités de services qui s'articulent autour de 4 domaines de compétence :

- Services IT & Transformation numérique : conseil, installation, infogérance et maintenance des infrastructures informatiques, solution CRM ;
- Intégration & Mobilité : gestion de parc informatique, intégration de logiciel, déploiement de solutions informatiques mobiles ;
- Infrastructure & Sécurité : hébergement d'infrastructure, externalisation de système d'information, solutions SaaS, virtualisation de serveur, firewall, IDS/IPS et VPN ;
- Services cloud : sauvegarde, cloud Wi-Fi, messagerie, gestion de parcs.

En 2020, cette activité a représenté 22% du chiffre d'affaires.

ÉDITION DE LOGICIELS

Cette activité, développée par O2i à travers sa suite logicielle Adiict, offre des solutions de *Digital Asset Management* (gestion des actifs numériques) pour le secteur de la production multimédia. Ces solutions visent à centraliser et optimiser le patrimoine numérique des marques.

L'offre est structurée autour de 5 domaines de compétence :

- *Digital Asset Management* : gestion et visualisation de l'ensemble des documents dans un seul espace de travail ;
- Gestion de projets : gestion en temps réel de l'ensemble des projets au sein d'une même interface ;
- *Product Information Management* : centralisation et rationalisation des données produits ;
- *Web to Print* : automatisation de l'impression des différents supports ;
- Chemin de fer : suivi de la conception de publication.

En 2020, cette activité a représenté 2% du chiffre d'affaires.

2. Marchés et perspectives

Le marché de la formation professionnelle correspond à l'activité de sa filiale M2i, présentée précédemment.

Concernant le marché des éditeurs de logiciels, le secteur est particulièrement atomisé. Survenu après plusieurs années de forte croissance des revenus, le confinement n'a que faiblement pénalisé l'activité des éditeurs de logiciels. Par ailleurs, la reprise des investissements des entreprises pour numériser leur organisation laisse présager d'un coup d'accélérateur pour les éditeurs à court et moyen termes.

3. Analyse financière de O2i

Les comptes consolidés d'O2i intègrent M2i. Les comptes présentés ci-dessous déconsolident M2i afin d'observer la performance d'O2i *standalone*.

a. *Compte de résultat*

La Figure 8 présente le compte de résultat de O2i *standalone* sur la période 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 8 | Compte de résultat de O2i

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	**15,2**	**10,1**	**11,1**	**10,7**	**11,5**
Croissance		*(33,2%)*	*9,7%*	*(3,4%)*	*7,5%*
Coûts externes	(10,7)	(6,5)	(7,0)	(7,3)	(8,3)
Charges de personnel	(4,7)	(3,2)	(3,8)	(3,7)	(3,3)
EBITDA courant	**(0,2)**	**0,5**	**0,2**	**(0,3)**	**(0,0)**
Marge d'EBITDA courant (%)	*(1,6%)*	*4,6%*	*2,1%*	*(2,4%)*	*(0,1%)*
Dotations nettes Amortissements et Provisions	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,7)
EBIT courant	**(1,0)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**
Marge d'EBIT courant (%)	*(6,9%)*	*(3,6%)*	*(5,5%)*	*(11,0%)*	*(6,1%)*
Autres produits et charges opérationnels	(0,4)	(0,0)	(0,1)	0,1	(0,2)
EBITDA	**(0,6)**	**0,4**	**0,2**	**(0,2)**	**(0,2)**
Marge d'EBITDA (%)	*(4,0%)*	*4,4%*	*1,6%*	*(1,9%)*	*(2,1%)*
EBIT	**(1,4)**	**(0,4)**	**(0,7)**	**(1,1)**	**(0,9)**
Marge d'EBIT (%)	*(9,3%)*	*(3,8%)*	*(6,0%)*	*(10,5%)*	*(8,1%)*
Résultat financier	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)
Résultat avant impôts	**(1,6)**	**(0,5)**	**(0,8)**	**(1,4)**	**(1,3)**
Résultat exceptionnel avant impôts	0,2	(0,1)	0,1	-	-
Impôts totaux	-	-	0,0	0,1	0,0
Taux d'IS (%)	*-*	*-*	*(2,6%)*	*(3,5%)*	*(0,7%)*
Résultat après impôts	**(1,4)**	**(0,6)**	**(0,7)**	**(1,4)**	**(1,3)**
Minoritaires	-	-	-	-	-
Mise en équivalence	-	-	-	(0,0)	(0,0)
Résultat net des activités abandonnées	-	(2,5)	-	-	-
Résultat net comptable part du groupe	**(1,4)**	**(3,1)**	**(0,7)**	**(1,4)**	**(1,3)**
Dividendes (payés en N+1, M€)	-	-	-	-	-

Sources : O2i, Associés en Finance

CHIFFRE D'AFFAIRES

Le chiffre d'affaires 2016 présenté intègre l'activité *Print* (chiffre d'affaires 2016 de 3,9 M€) qui a été cédée en novembre 2017 et reconnue en cours de cession sur l'ensemble de l'exercice 2017. Si l'on observe l'évolution du chiffre d'affaires sur la période de 2016 à 2020, hors activité *Print*, le chiffre d'affaires est relativement stable sur la période, oscillant entre 10,1 M€ et 11,5 M€. Malgré la situation économique sanitaire actuelle, les résultats 2020 d'O2i *standalone* sont en hausse.

MARGES

Les marges sont négatives sur toute la période observée. La légère amélioration des marges s'explique en grande partie par la cession de *Print* dont l'activité était déficitaire.

b. *Bilan*

La présentation du bilan O2i déconsolidé de M2i permet de mieux appréhender l'évolution des actifs *standalone*.

La Figure 9 présente le bilan de O2i *standalone* sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 9 | Bilan de O2i

Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	6,3	5,3	5,4	5,4	5,0
dont survaleur	*4,6*	*3,5*	*3,5*	*3,5*	*3,5*
Immobilisations corporelles	0,4	0,3	0,3	0,0	(0,1)
Stocks	2,0	0,4	0,3	0,3	0,4
Créances d'exploitation	3,5	4,3	4,3	3,6	2,6
Comptes courants actif net	-	0,3	1,0	4,4	4,6
Actif d'exploitation	**12,2**	**10,6**	**11,3**	**13,7**	**12,6**
Immobilisations financières	0,2	0,2	0,2	(0,0)	(0,0)
Tresorerie et VMP	0,6	0,9	0,9	1,2	1,4
Actifs destinés à la vente	-	-	-	-	-
Actif total	**13,0**	**11,7**	**12,3**	**15,0**	**13,9**
% act immo / actif exploitation	*54,6%*	*53,0%*	*50,4%*	*39,8%*	*39,3%*
Fonds propres	5,5	3,8	5,1	4,5	4,1
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-
Provisions	0,0	0,0	0,0	(0,0)	0,1
Dettes financières nettes	*4,2*	*2,6*	*2,3*	*5,9*	*5,7*
Dettes financières brutes	4,8	3,5	3,1	7,1	7,1
Dettes d'exploitation	2,7	4,3	4,1	3,4	2,6
Passif total	**13,0**	**11,7**	**12,3**	**15,0**	**13,9**

Sources : O2i, Associés en Finance

STRUCTURE BILANTIELLE

L'actif immobilisé de O2i est principalement composé d'immobilisations incorporelles dont la majeure partie est constituée de *goodwill* issu d'opérations de croissance externe. Sa baisse en 2017 est liée à la cession de l'activité *Print*. Le solde des immobilisations incorporelles correspond à la capitalisation des frais de recherche & développement.

BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

Depuis 2016, la société a mis en place une politique d'affacturage déconsolidant portant sur ses créances d'exploitation qui implique un niveau de BFR inférieur à ce qu'il serait en absence d'affacturage.

Les capitaux propres sont relativement stables sur la période, les pertes constatées ont globalement été compensées par les augmentations de capital réalisées par O2i (2,9 M€ en 2016, 1,5 M€ en 2017, 2 M€ en 2018, 0,9 M€ en 2019 et 1,0 M€ en 2020).

La dette financière d'O2i est stable sur les deux derniers exercices mais en hausse depuis l'exercice 2018 du fait, notamment, de l'augmentation des comptes courants accordés à Prologue.

c. Tableau de flux de trésorerie

La Figure 10 présente le tableau de flux de trésorerie de O2i sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 10 | Tableau de flux de trésorerie de O2i

Tableaux de flux de trésorerie (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement	(0,8)	(1,3)	0,3	(0,5)	(0,5)
Variation du BFR	(4,1)	2,1	(0,9)	(3,7)	(0,3)
Flux générés par l'activité	**(4,9)**	**0,7**	**(0,6)**	**(4,2)**	**(0,8)**
Investissements en immobilisations	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,5)	(0,2)
Cession d'immobilisations	0,0	0,4	-	-	0,0
Investissements financiers nets	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)
Cession d'immos financières	-	-	-	-	-
Acquisition et cession de filiales	-	-	-	-	-
Flux liés aux opérations d'investissement	**(0,8)**	**(0,4)**	**(0,8)**	**(0,6)**	**(0,2)**
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	-	-	-	-	-
Autre variation des fonds propres	2,9	1,5	2,0	1,0	1,0
Encaissement net d'emprunts	2,8	(1,1)	(0,7)	3,8	(0,2)
Flux liés aux opérations de financement	**5,7**	**0,4**	**1,3**	**4,8**	**0,8**
Variation de trésorerie hors change	**(0,1)**	**0,7**	**(0,0)**	**0,0**	**(0,2)**
Incidence des variations de change	-	-	-	-	-
Variation de trésorerie	**(0,1)**	**0,7**	**(0,0)**	**0,0**	**(0,2)**

Sources : O2i, Associés en Finance

FLUX OPÉRATIONNELS

La capacité d'autofinancement de O2i s'est améliorée en 2018 puis a baissé en 2019. La variation de BFR sur l'année 2016 est biaisée par la mise en place du contrat d'affacturage déconsolidant conclu par la société le 16 mars 2016.

FLUX D'INVESTISSEMENT

Entre 2016 et 2018, le montant des investissements s'est élevé en moyenne à 0,8 M€ par an, ce qui a représenté entre 5,6% et 7,5% du chiffre d'affaires. Depuis, ces montants sont en baisse et ne représentent plus que 1,7% du chiffre d'affaires en 2020.

D. Prologue

1. Historique et activités

Prologue est une société technologique française cotée, spécialisée dans les logiciels, les services informatiques et la formation.

Créée en 1986, Prologue est une société française, à la fois éditrice de logiciels et prestataire de services informatiques. Ancienne filiale du groupe Bull, Prologue est cotée sur le marché Euronext de la Bourse de Paris depuis 1988.

Initialement dédié aux systèmes distribués et à la virtualisation des postes de travail, le groupe a étendu depuis plusieurs années ses activités aux domaines de la dématérialisation, de la sécurisation des échanges et de la gestion des systèmes d'information et de télécommunication.

Entre 1998 et 2001, la réalisation de plusieurs acquisitions a permis de constituer une offre globale articulée autour de trois activités : l'exploitation de données, le transfert et l'accès et la sécurisation des données.

Entre 2002 et 2005, Prologue a fait face à des difficultés financières importantes qui ont impliqué la mise en place d'un plan de continuation de l'activité assorti d'un étalement des dettes sur dix ans.

Au cours des dix années suivantes, le groupe s'est employé à repositionner ses activités avec un changement complet de direction en 2010 et la nomination de George Seban en tant que Président Directeur Général.

En 2014, Prologue a initié un rapprochement capitalistique avec O2i par le lancement d'une OPE hostile qui a alors été jugée non-conforme par l'AMF. Par diverses opérations réalisées sur et hors marché, Prologue est devenu le premier actionnaire du groupe O2i en juin 2015 avec 26,1 % du capital.

Le 11 septembre 2019, Prologue a présenté un projet de renforcement des liens capitalistiques entre Prologue, O2i et M2i qui prendrait la forme d'une OPE de Prologue sur M2i, puis d'une fusion d'O2i dans Prologue. La crise sanitaire ne permettant pas de réaliser l'opération, cette dernière est relancée en avril 2021.

Prologue exerce plusieurs activités dont la formation, logée chez M2i (46% de son chiffre d'affaires en 2020), l'ingénierie informatique & Adiict, logées chez O2i (14% du chiffre d'affaires 2020). Prologue intervient également dans d'autres secteurs d'activités avec trois autres entités.

ADVANCED PROLOGUE INNOVATION

L'entité Advanced Prologue Innovation (API) se présente comme un éditeur et intégrateur de solutions de dématérialisation et d'archivage numérique. Son activité est organisée autour de 3 domaines de compétence :

- L'archivage électronique ;
- La dématérialisation des échanges ;
- L'activité « Messaging », un service de serveur fax électronique multicanal.

L'essentiel des services proposés par API sont regroupés au sein de la solution logicielle Use It Suite.

USE IT CLOUD

La plateforme Use It Cloud développée par Prologue offre des solutions de gestion *multi-cloud* destinées aux directions informatiques. La plateforme est un outil de déploiement, de pilotage, de supervision, de configuration et d'authentification pour les entreprises ayant fait le choix d'un hébergement de *cloud* hybride ou *multi-cloud*. Pour les entreprises, le choix d'un hébergement *multi-cloud* peut s'expliquer par un risque de dépendance technologique vis-à-vis d'un hébergeur *cloud* unique ou par une recherche d'optimisation de leurs ressources informatiques.

ALHAMBRA

L'entité Alhambra regroupe l'ensemble des filiales qui opèrent en Espagne (Alhambra Systems), en Amérique Latine (Alhambra Eidos America et Alhambra Eidos do Brasil) et aux États-Unis (Imecom et VoIP America).

En Espagne et en Amérique Latine, l'activité d'Alhambra s'articule autour de 5 domaines de compétence :

- Des services managés *cloud* et des services de gestion *multi-cloud* ;
- Des services en cybersécurité ;
- Des services d'opérateurs de télécommunications et de communications unifiées ;
- Des services d'intégration de systèmes, de logiciels et d'infrastructures réseau ;
- Des services de conseil en gouvernance IT et en développement de systèmes d'informatiques quantiques.

Aux États-Unis, Imecom était historiquement un fournisseur de solutions fax et de messagerie unifiée. La société fournit désormais également des services d'hébergement *cloud* principalement à destination des acteurs de la santé et du commerce international.

La société VoIP, a rejoint le Groupe en 2019, à la suite de l'acquisition de 80% du capital par Imecom, filiale à 100% d'Alhambra Systems.

Via ses différentes filiales, Prologue est implanté en France (65% de son chiffre d'affaires 2020), en Espagne (31% du chiffre d'affaires 2020), aux États-Unis (2% du chiffre d'affaires 2020) et en Amérique Latine (3% du chiffre d'affaires 2020) grâce à sa filiale en Uruguay, qui centralise l'activité de la région, et à sa filiale au Brésil.

2. Marchés et perspectives

Outre les marchés où Prologue est présent avec O2i et de M2i, détaillés dans les sections précédentes, Prologue intervient dans le *cloud,* ainsi que sur l'ensemble du spectre d'activité des entreprises de services numériques.

L'informatique *cloud* est devenue un écosystème complexe de technologies, de produits et de services donnant naissance à une économie de plusieurs milliards de dollars où de nombreux fournisseurs de services *cloud* se disputent une part continuellement en croissance du marché des services.

Les dépenses mondiales consacrées aux services et infrastructures dans le *cloud* devraient continuer de croître dans les années à venir. La crise sanitaire n'a en rien ralenti ce phénomène. L'externalisation et l'optimisation des ressources informatiques initiées par les entreprises il y a une dizaine d'années devraient continuer à bénéficier aux entreprises de services numériques à court et moyen termes.

3. Analyse financière de Prologue

L'analyse financière de Prologue présentée ci-dessous a été réalisée sur des états financiers reconstitués par Associés en Finance et présentant l'activité de Prologue hors M2i et O2i (ci-après « **Prologue *standalone*** »). M2i et O2i faisant l'objet d'une valorisation séparée.

a. Compte de résultat

La Figure 11 ci-dessous présente le compte de résultat de Prologue *standalone* sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 11 | Compte de résultat de Prologue

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	**25,5**	**27,0**	**29,3**	**30,7**	**31,1**
Croissance		*6,0%*	*8,7%*	*4,8%*	*1,0%*
Coûts externes	(12,7)	(14,1)	(14,5)	(16,3)	(15,5)
Charges de personnel	(11,8)	(12,2)	(12,4)	(12,5)	(12,2)
EBITDA courant	**1,0**	**0,8**	**2,4**	**1,9**	**3,4**
Marge d'EBITDA courant (%)	*3,8%*	*2,8%*	*8,3%*	*6,3%*	*10,9%*
Dotations nettes Amortissements et Provisions	(1,8)	(2,2)	(2,5)	(2,3)	(2,2)
EBIT courant	**(0,9)**	**(1,5)**	**(0,1)**	**(0,4)**	**1,2**
Marge d'EBIT courant (%)	*(3,4%)*	*(5,4%)*	*(0,4%)*	*(1,3%)*	*3,9%*
Autres produits et charges opérationnels	0,2	(0,1)	0,0	(0,4)	(1,2)
EBITDA	**1,2**	**0,6**	**2,4**	**1,6**	**2,2**
Marge d'EBITDA (%)	*4,5%*	*2,4%*	*8,3%*	*5,1%*	*7,1%*
EBIT	**(0,7)**	**(1,6)**	**(0,1)**	**(0,8)**	**0,0**
Marge d'EBIT (%)	*(2,7%)*	*(5,9%)*	*(0,4%)*	*(2,5%)*	*0,0%*
Résultat financier	(0,4)	(0,5)	(0,4)	(0,5)	(0,9)
Résultat avant impôts	**(1,1)**	**(2,1)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(0,9)**
Résultat exceptionnel avant impôts	-	(1,9)	(0,3)	(0,1)	(0,1)
Impôts totaux	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)
Taux d'IS (%)	*23,8%*	*11,1%*	*65,3%*	*14,8%*	*19,3%*
Résultat après impôts	**(1,4)**	**(4,2)**	**(1,1)**	**(1,5)**	**(1,2)**
Minoritaires	-	-	-	-	-
Mise en équivalence	-	-	-	(0,0)	(0,0)
Résultat net des activités abandonnées	-	-	-	0,3	-
Résultat net comptable part du groupe	**(1,4)**	**(4,2)**	**(1,1)**	**(1,2)**	**(1,2)**
Marge nette part du groupe (%)	*(5,3%)*	*(15,7%)*	*(3,8%)*	*(3,9%)*	*(3,8%)*
Dividendes (payés en N+1, M€)	-	-	-	-	-

Sources : Prologue, Associés en Finance

CHIFFRE D'AFFAIRES

Le chiffre d'affaires de Prologue *standalone* a progressé de +22,0% sur la période de 2016 à 2020, à un rythme annuel moyen de +5,1%. La progression du chiffre d'affaires a été relativement continue sur l'ensemble de la période.

L'année 2020 a cependant marqué un ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires dans un contexte de crise sanitaire mondiale. L'activité de Prologue *standalone* n'a été que peu impactée par les différentes mesures de confinement, de par la nature de ces activités qui ont, en partie, bénéficié de l'essor du télétravail sur la période ainsi que par son exposition géographique.

MARGES

Le résultat opérationnel (EBIT) de Prologue *standalone* est historiquement négatif. A ce titre, l'année 2020 fait office d'exception avec une performance opérationnelle à l'équilibre alors même que l'activité a été marquée par une faible croissance par rapport à 2019. Pour autant, la profitabilité du groupe s'est sensiblement améliorée, passant de -1,6 M€ en 2017 à 0,0 M€ en 2020. Cette progression s'explique par la croissance des activités à forte valeur ajoutée de Prologue, notamment les activités de *cloud* et les services managés.

b. Bilan

La Figure 12 ci-dessous présente le bilan de Prologue *standalone* sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 12 | Bilan de Prologue

Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	16,5	15,8	15,1	14,8	13,8
dont survaleur	*11,0*	*11,0*	*11,0*	*11,0*	*11,0*
Immobilisations corporelles	1,4	1,3	1,7	2,1	1,9
Stocks	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Créances d'exploitation	13,3	14,1	15,6	15,7	14,7
Comptes courants	0,0	(2,1)	(6,8)	(8,5)	(9,0)
Actif d'exploitation	**31,1**	**29,2**	**25,7**	**24,1**	**21,3**
Immobilisations financières	0,8	0,3	0,5	0,0	1,0
Tresorerie et VMP	2,7	3,1	3,6	2,3	2,9
Actifs destinés à la vente	0,4	0,6	0,7	-	-
Actif total	**35,0**	**33,1**	**30,5**	**26,4**	**25,2**
% act immo / actif exploitation	*57,3%*	*58,8%*	*65,6%*	*70,0%*	*73,4%*
Fonds propres	11,3	11,4	10,3	9,1	8,2
Provisions	(0,3)	(0,2)	0,2	0,2	(0,1)
Dettes financières nettes	*7,6*	*5,6*	*4,8*	*4,1*	*4,3*
Dettes financières brutes	10,3	8,7	8,4	6,4	7,2
Dettes d'exploitation	13,8	13,2	11,6	10,7	9,9
Passif total	**35,0**	**33,1**	**30,5**	**26,4**	**25,2**

Sources : Prologue, Associés en Finance

STRUCTURE BILANTIELLE

L'actif immobilisé de Prologue *standalone* est principalement composé d'immobilisations incorporelles dont la majeure partie est constituée de *goodwill*. Les autres actifs incorporels comprennent essentiellement des logiciels et des frais de développement issus de l'activation de certaines dépenses relatives au développement engagés en interne sur les produits logiciels.

Prologue *standalone* affiche historiquement une situation d'endettement net positif qui s'est améliorée en passant de 7,6 M€ en 2016 et 4,3 M€ en 2020. La société supporte un niveau d'endettement significatif composé d'emprunts obligataires et de dettes bancaires. Entre 2002 et 2005 Prologue a fait face à des difficultés financières importantes, qui se sont soldées par l'approbation d'un plan de continuation de l'activité assorti d'un étalement des dettes sur 10 ans.

Par ailleurs, Prologue est redevable de près de 9,0 M€ de compte courant envers M2 et O2i à fin 2020. Le montant des comptes courants dû par Prologue aux autres sociétés du groupe a graduellement augmenté sur la période en passant de 2,1 M€ en 2017 à 9,0 M€ en 2020.

c. Tableau de flux de trésorerie

La Figure 13 ci-dessous présente le tableau de flux de trésorerie de Prologue *standalone* sur la période de 2016 à 2020. Les montants sont exprimés en M€.

Figure 13 | Tableau de flux de trésorerie de Prologue

Tableaux de flux de trésorerie (M€)	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement	1,1	1,0	2,5	1,4	2,3
Variation du BFR	(1,4)	(0,6)	1,6	0,2	(0,5)
Flux générés par l'activité	**(0,3)**	**0,4**	**4,2**	**1,7**	**1,8**
Investissements en immobilisations	(2,0)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(1,2)
Cession d'immobilisations	0,0	0,2	0,0	1,9	-
Investissements financiers nets	(0,1)	1,1	(0,1)	0,1	(1,1)
Cession d'immos financières	0,7	-	0,1	-	-
Acquisition et cession de filiales	(0,2)	0,0	-	-	-
Flux liés aux opérations d'investissement	**(1,6)**	**(0,7)**	**(2,1)**	**0,0**	**(2,3)**
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	-	-	-	-	-
Autre variation des fonds propres	0,5	2,5	(0,8)	(0,3)	0,0
Encaissement net d'emprunts	(0,2)	(2,1)	(1,2)	(2,5)	1,6
Flux liés aux opérations de financement	**0,3**	**0,4**	**(2,0)**	**(2,9)**	**1,6**
Variation de trésorerie hors change	**(1,6)**	**0,1**	**0,1**	**(1,2)**	**1,1**
Incidence des variations de change	0,0	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)
Variation de trésorerie	**(1,6)**	**0,1**	**0,1**	**(1,2)**	**1,1**

Sources : Prologue, Associés en Finance

FLUX OPÉRATIONNELS

Malgré des résultats opérationnels négatifs sur la période, Prologue est parvenu à générer de la trésorerie sur son activité entre 2017 et 2019.

FLUX D'INVESTISSEMENT

Entre 2016 et 2019, le montant des investissements s'est élevé en moyenne à 2,0 M€ par an, ce qui a représenté entre 7,8% et 6,5% du chiffre d'affaires. Ces montants sont historiquement élevés en raison du développement de solutions logicielles, notamment sur la plateforme *Use It Cloud* dont le développement arrive maintenant à son terme. En 2020, dans un contexte de crise sanitaire mondiale, Prologue a restreint ses investissements.

FLUX DE FINANCEMENT

En 2020, pour la première année depuis 2016, Prologue a bénéficié d'un encaissement net d'emprunt. Sur la période de 2016 à 2019, la société s'était efforcée de rembourser ses dettes bancaires et obligataires.

Par ailleurs en 2020, Prologue a également bénéficié de l'augmentation du compte courant avec M2i et O2i qui est passée de 8,7 M€ en 2019 à 9,5 M€ en 2020.

Sur l'ensemble de la période, Prologue n'a procédé à aucun versement de dividende et n'a joui d'aucun dividende de la part d'O2i.

III. EXAMEN DES CONDITIONS DE L'OFFRE

A. Présentation des conditions de l'Offre

HISTORIQUE ET PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En octobre 2014, Prologue a confirmé un projet de rapprochement avec le groupe O2i, qui s'est traduit par le dépôt d'un projet d'Offre Publique d'Échange initiée par Prologue sur la totalité des actions du groupe O2i en décembre 2014.

Le 2 avril 2015, l'AMF a publié une décision de non-conformité du projet d'OPE initiée par Prologue. Cette décision était notamment fondée sur l'avis de l'expert indépendant désigné qui avait alors conclu que les conditions financières de ce projet, en particulier la parité d'échange proposée[2], n'étaient pas équitables du point de vue des porteurs de titre O2i.

En outre, Prologue avait réalisé tout au long de l'année 2015 des transactions sur et hors marché lui ayant permis de détenir 34,8% du capital de groupe O2i au 31 décembre 2015. Les deux sociétés finissent par s'entendre et annoncent conjointement un projet de rapprochement amical.

Le 11 septembre 2019, les sociétés Prologue, O2i et M2i annoncent conjointement, par voie de communiqué de presse, la mise en œuvre d'un nouveau projet de renforcement capitalistique. Cette opération consiste en premier lieu à proposer aux actionnaires de la société M2i d'apporter leurs actions à une offre publique d'échange initiée par Prologue, puis, en second lieu, et immédiatement après la réalisation de cette première opération, à laquelle la société O2i apportera ses titres M2i, O2i fera l'objet d'une fusion-absorption par Prologue. En septembre 2019, les principaux termes financiers de l'opération visée prévoyaient les parités d'échanges indicatives suivantes :

- 13 actions Prologue contre 1 action M2i ;
- 8 actions Prologue contre 3 actions O2i.

Plusieurs évènements, et notamment la crise sanitaire du Covid-19, avaient interrompu l'opération et provoqué son report à une date ultérieure non définie.

Le 23 avril 2021, les trois sociétés ont annoncé, à l'occasion de l'arrêté de leurs comptes respectifs, par voie de communiqué de presse, la reprise du projet de rapprochement capitalistique selon les mêmes caractéristiques que l'opération annoncée en septembre 2019.

INTENTION DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

L'Offre s'inscrit dans un projet conjoint de renforcement capitalistique. L'objectif affiché par Prologue dans le cadre de ce rapprochement est quadruple :

- Détenir directement 100% de l'activité du groupe O2i en vue de simplifier la structure juridique et d'optimiser les coûts de fonctionnement ;
- Améliorer la lisibilité auprès des investisseurs ;
- Limiter les frais en ne maintenant la cotation que de deux sociétés (Prologue et M2i) au lieu de trois ;

[2] *3 actions Prologue à émettre contre 2 actions O2i, 3 actions Prologue à émettre contre 2 OC et 0,05€ par BSAAR O2i*

- Favoriser la liquidité du titre Prologue.

L'Initiateur n'entend pas modifier la stratégie industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois. L'Initiateur entend poursuivre sa stratégie actuelle et maintenir les emplois du personnel et des dirigeants.

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies de revenus ni de coûts à l'issue de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de lancer une procédure de Retrait Obligatoire dans les trois mois suivants la clôture de l'Offre et, par ailleurs, souhaite maintenir la cotation des actions M2i sur Euronext Growth Paris.

M2i n'a pas versé de dividendes sur les trois derniers exercices, cette politique de distribution n'a pas vocation à changer sur les douze prochains mois, M2i menant une stratégie d'investissements afin de poursuivre sa croissance.

CONDITIONS DE L'OFFRE

La présente Offre s'inscrit dans le cadre de la reprise du rapprochement capitalistique entre Prologue, O2i et M2i annoncée le 23 avril 2021. Cette opération est identique, dans son déroulé, à celle annoncée en septembre 2019, seules les parités d'échange sont révisées afin de tenir compte de l'évolution du marché. En premier lieu, Prologue a l'intention de déposer une Offre Publique d'Échange Simplifiée sur les actions de M2i, sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue à émettre contre 1 action M2i apportée. Puis, en second lieu, immédiatement après la réalisation de cette première opération, O2i ferait l'objet d'une fusion-absorption par Prologue sur la base d'une parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i.

L'offre vise l'intégralité des actions existantes de M2i, à l'exception des actions auto-détenues, soit un maximum de 4 910 290 actions, représentant 99,3% du capital et 100% des droits de vote de la Société.

Le 12 mai 2021, Prologue et O2i ont conclu un contrat d'engagement d'apport des actions M2i détenues par O2i à l'Offre. A la date du présent rapport, O2i détient 2 916 620 actions M2i, représentant 59,0% du capital, qu'elle s'est engagée à apporter à l'Offre.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de lancer une procédure de Retrait Obligatoire dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre et par ailleurs souhaite maintenir la cotation des actions M2i sur Euronext Growth Paris.

FINANCEMENT DE L'OFFRE ET IMPACTS SUR LA RÉPARTITION DU CAPITAL

En rémunération des apports, Prologue procèdera à une augmentation globale de son capital. La réalisation de l'OPE va entraîner une dilution des actionnaires historiques de Prologue en raison de l'émission d'actions nouvelles au profit de l'ensemble des actionnaires de M2i participant à l'OPE, en ce compris O2i.

Dans un second temps, la réalisation de l'opération de Fusion entraînera une nouvelle dilution des actionnaires Prologue en raison de l'émission d'actions nouvelles au profit de l'ensemble des actionnaires d'O2i. L'annulation des actions auto-détenues par Prologue par la suite permettra de reluer les actionnaires Prologue (10% maximum d'actions auto-détenues).

A titre d'illustration, sur la base des parités d'échange retenues de 11 actions Prologue contre 1 action M2i et 8 actions Prologue contre 3 actions O2i, l'estimation de la répartition du capital de Prologue, à l'issue de l'Opération, selon trois scénarios de réussite de l'Offre.

La Figure 14 présente l'actionnariat de Prologue post Opération (post OPE, post fusion et post annulation d'actions auto-détenues) si seules les actions M2i détenues par O2i sont apportées à l'Offre.

Figure 14 | Actionnariat de Prologue post Opération si seules les actions M2i détenues par O2i sont apportées à l'Offre

Actionnaires	# actions avant Opération	%	# actions post Opération	%
George Seban	2 165 543	4,6%	2 165 543	2,7%
Autres nominatifs (Prologue)	6 047 049	13,0%	6 047 049	7,5%
Autodétention	-	-	-	-
Fiducie	622 672	1,3%	8 033 615	10,0%
Flottant (Prologue)	37 760 768	81,0%	37 760 768	47,0%
Actionnaires O2i	-	-	26 329 176	32,8%
Actionnaires M2i	-	-	-	-
Total	**46 596 032**	**100,0%**	**80 336 151**	**100,0%**
Actionnaire à 1%	**465 960**	**1,0%**	**465 960**	**0,58%**

Sources : Prologue, Associés en Finance

La Figure 15 présente l'actionnariat de Prologue post Opération, si en plus des actions M2i détenues par O2i, la moitié des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre.

Figure 15 | Actionnariat de Prologue post Opération si en plus des actions M2i détenues par O2i, la moitié des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre

Actionnaires	# actions avant Opération	%	# actions post Opération	%
George Seban	2 165 543	4,6%	2 165 543	2,3%
Autres nominatifs (Prologue)	6 047 049	13,0%	6 047 049	6,5%
Autodétention	-	-	-	-
Fiducie	622 672	1,3%	9 251 969	10,0%
Flottant (Prologue)	37 760 768	81,0%	37 760 768	40,8%
Actionnaires O2i	-	-	26 329 176	28,5%
Actionnaires M2i	-	-	10 965 185	11,9%
Total	**46 596 032**	**100,0%**	**92 519 690**	**100,0%**
Actionnaire à 1%	**465 960**	**1,0%**	**465 960**	**0,50%**

Sources : Prologues, Associés en Finance

La Figure 16 présente l'actionnariat de Prologue post Opération, si en plus des actions M2i détenues par O2i, la totalité des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre.

Figure 16 | Actionnariat de Prologue post Opération si en plus des actions M2i détenues par O2i, la totalité des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre

Actionnaires	# actions avant Opération	%	# actions post Opération	%
George Seban	2 165 543	4,6%	2 165 543	2,1%
Autres nominatifs (Prologue)	6 047 049	13,0%	6 047 049	5,8%
Autodétention	-	-	-	-
Fiducie	622 672	1,3%	10 470 323	10,0%
Flottant (Prologue)	37 760 768	81,0%	37 760 768	36,1%
Actionnaires O2i	-	-	26 329 176	25,1%
Actionnaires M2i	-	-	21 930 370	20,9%
Total	**46 596 032**	**100,0%**	**104 703 229**	**100,0%**
Actionnaire à 1%	**465 960**	**1,0%**	**465 960**	**0,45%**

Sources : Prologues, Associés en Finance

B. Examen des conditions de l'Offre

Associés en Finance a pris connaissance de l'ensemble des accords conclus dans le cadre de la présente opération afin d'en examiner les éventuelles conséquences, notamment :

- Les statuts des sociétés M2i, O2i et Prologue ;
- Le contrat de prestation de services conclu entre O2i Ingénierie et M2i ;
- La convention de trésorerie conclue entre O2i et M2i ;
- L'engagement d'apport des actions M2i détenues par O2i à Prologue ;
- Le projet de traité de fusion-absorption de O2i par Prologue (ci-après le « **Traité de Fusion** ») ;
- Le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 18 mai 2021 (ci-après le « **Projet de Note d'Information** ») ;
- Le projet de note en réponse en date du 8 juin 2021 (ci-après la « **Note en Réponse** ») ;

1. Engagement d'apport des actions M2i détenues par O2i

Préalablement au lancement de l'Offre, le 12 mai 2021 Prologue et O2i ont conclu un contrat d'engagement d'apport des actions M2i détenues par O2i à l'Offre.

Le contrat prévoit un engagement irrévocable de la part d'O2i d'apporter les actions M2i qu'elle détient à l'Offre. Cet engagement deviendra caduc dans les cas où :

- L'Offre serait déclarée non-conforme par l'AMF ;
- La dérogation à l'obligation pour O2i de déposer une offre publique d'achat sur les actions Prologue serait refusée par l'AMF.

En outre, la validité de cet engagement prendrait fin à la date la plus proche entre (i) la date d'annonce de la conformité de l'Offre par l'AMF et (ii) la date de refus de l'AMF d'octroyer la dérogation à O2i.

A notre connaissance, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition de titre de la Société au cours des douze derniers mois.

2. Traité de fusion-absorption de la société O2i par la société Prologue

Dans le cadre de leur rapprochement capitalistique, les sociétés Prologue et O2i ont conclu un traité de fusion-absorption. Ce traité prévoit qu'immédiatement après la réalisation de l'OPE, à laquelle O2i apportera ses titres M2i, O2i fera l'objet d'une fusion-absorption par Prologue par voie de transmission universelle de patrimoine.

Les termes de ce traité prévoient donc que le patrimoine d'O2i soit transmis à Prologue qui deviendra débitrice des créanciers d'O2i en lieu et place de celle-ci. Cette dernière sera alors dissoute, sans opération de liquidation, à la date de réalisation de la Fusion.

En rémunération de cet apport, les actionnaires d'O2i recevront 8 actions Prologue pour 3 actions O2i.

La réalisation de la fusion serait néanmoins soumise aux conditions suspensives suivantes :

- La confirmation par l'AMF que l'OPE n'entraînera pas d'obligation pour O2i de déposer une offre publique sur les actions de Prologue ;
- La réalisation définitive de l'OPE, matérialisée par le règlement-livraison des actions Prologue émises en rémunération des actions M2i apportées dans le cadre de l'OPE.

La fusion-absorption de la société O2i par la société Prologue, immédiatement après la réalisation de l'OPE va engendrer une seconde dilution pour les actionnaires Prologue (y compris les actionnaires M2i qui auront apporté leurs titres à l'Offre). Cette seconde dilution est néanmoins fortement atténuée par la relution prévue dans le cadre de l'annulation des actions auto-détenues par Prologue au moment du résultat de la Fusion, étant indiqué qu'une fraction des actions auto-détenues par Prologue serait apportée à la fiducie qui avait été mise en place dans le cadre du rapprochement avec O2i en 2015 (laquelle détiendrait au maximum 10% du capital social de Prologue à l'issue de cet apport).

L'impact final de la dilution liée à cette deuxième opération est relativement faible. Hors fusion-absorption, si l'on reprend les trois scénarios présentés précédemment (cf. Figure 14 ,Figure 15 ,Figure 16) :

- Seules les actions M2i détenues par O2i sont apportées à l'Offre : un actionnaire Prologue qui détiendrait 1% des titres avant l'Offre détiendrait 0,59% des titres Prologue post Offre contre 0,58% post Offre, post Fusion et post annulation de titres auto-détenus ;
- Les actions M2i détenues par O2i plus 50% des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre : un actionnaire Prologue qui détiendrait 1% des titres avant l'Offre détiendrait 0,52% des titres Prologue post Offre contre 0,50% post Offre, post Fusion et post annulation de titres auto-détenus ;
- Les actions M2i détenues par O2i plus 100% des actions M2i non détenues par O2i sont apportées à l'Offre : un actionnaire Prologue qui détiendrait 1% des titres avant l'Offre détiendrait 0,46 % des titres Prologue post Offre contre 0,45% post Offre, post Fusion et post annulation de titres auto-détenus.

La fusion-absorption de O2i par Prologue engendre une dilution complémentaire pour les actionnaires de Prologue atténuée par l'annulation de titres auto-détenus.

3. Plan d'Attribution d'Actions Gratuites M2i

La société M2i a mis en place trois plans d'Attribution Gratuite d'Actions (ci-après « **Plan d'AGA** ») respectivement attribués le 19 juillet 2019 (ci-après « **Plan d'AGA 2019** ») suite à l'autorisation de l'AG du 19 juin 2019, et le 27 juillet 2020 (ci-après « **Plan d'AGA 2020** ») suite à l'autorisation de l'AG du 30 juin 2020 et le 22 avril 2021 (ci-après « **Plan d'AGA 2021** »). Ces trois plans présentent les principales caractéristiques suivantes :

- Plan d'AGA 2019 : concerne 97 505 actions ordinaires existantes ou à émettre, assortie d'une période d'acquisition de deux ans et d'une période conservation d'un an ;
- Plan d'AGA 2020 : concernant 92 500 actions ordinaires existantes ou à émettre, assortie d'une période d'acquisition de deux ans et d'une période de conservation d'un an ;
- Plan d'AGA 2021 : concernant 158 500 actions ordinaires existantes ou à émettre, assortie d'une période d'acquisition de deux ans et d'une période de conservation d'un an.

Au 31 décembre 2020, 90 005 actions gratuites issues du plan d'AGA 2019, 92 500 actions gratuites issues du plan d'AGA 2020 et 158 500 actions gratuites issues du plan d'AGA 2021 demeurent en cours de période d'acquisition. Ainsi, ces actions gratuites ne seront pas visées par l'Offre, étant donné que leurs périodes d'acquisition et de conservation n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre.

4. Contrat de prestations de services

M2i et O2i Ingénierie, filiale à 100% d'O2i, ont conclu un contrat de prestation de services en date du 12 décembre 2019 et effectif à partir du 1er janvier 2020.

La conclusion de ce contrat est intervenue dans le cadre de la filialisation de l'activité d'ingénierie d'O2i dans une nouvelle entité dénommée O2i Ingénierie. De fait, cette nouvelle convention a mis fin à une précédente convention conclue entre M2i et O2i effective depuis le 1er janvier 2018.

Aux termes de ce contrat, la société O2i Ingénierie intervient au profit de la société M2i dans le cadre de prestations dans les domaines techniques, du marketing, de la communication, des finances, des ressources humaines, de la comptabilité, de la fiscalité et des affaires juridiques.

5. Conclusion

Sur la base de nos échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse des documents mentionnés ci-dessus et dont la liste détaillée figure en Annexe 1, et des considérations qui précèdent, nous n'avons ainsi pas eu connaissance d'accords pouvant avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

IV. ÉVALUATIONS DE M2I, O2I ET PROLOGUE

DÉTERMINATION DU NOMBRE D'ACTIONS DE M2I

Le nombre d'actions composant le capital de M2i au 31 décembre 2020 est de 4 946 480 actions dont 29 136 actions auto-détenues par la Société.

Au 30 avril 2021, il existait 341 005 actions gratuites en période d'acquisition qui ne pourront pas être apportées à l'Offre (respectivement 90 005 actions gratuites au titre du plan d'AGA 2019, 92 500 actions gratuites au titre du plan d'AGA 2020 et 158 500 actions gratuites au titre du plan d'AGA 2021).

La Figure 17 présente le nombre d'actions retenues pour M2i par Associés en Finance.

Figure 17 | Détermination du nombre d'actions de M2i

M2i - Nombre d'actions retenues	
Nombre d'actions ordinaires	**4 946 480**
Autodétenues	*(29 136)*
Nombre hors autodétention	**4 917 344**
Actions gratuites	*341 005*
Nombre hors autodétention y compris actions gratuites	**5 258 349**

Sources : M2i, Associés en Finance

Afin de prendre en compte la dilution engendrée par l'attribution des actions gratuites, le nombre d'actions retenues pour M2i est de 5 258 349 actions.

DÉTERMINATION DU NOMBRE D'ACTIONS DE O2I

Le nombre d'actions composant le capital de O2i au 31 décembre 2020 est de 15 310 317 actions dont 168 549 actions auto-détenues par la Société.

Au 30 avril 2021, il n'existait aucune action gratuite en période d'acquisition ou de conservation

La Figure 18 présente le nombre d'actions retenues pour O2i par Associés en Finance.

Figure 18 | Détermination du nombre d'actions de O2i

O2i - Nombre d'actions retenues	
Nombre d'actions ordinaires	**15 310 317**
Autodétenues	*(168 549)*
Nombre hors autodétention	**15 141 768**
Actions gratuites	-
Nombre hors autodétention y compris actions gratuites	**15 141 768**

Sources : O2i, Associés en Finance

Le nombre d'actions retenues pour M2i est de 15 141 768 actions.

DÉTERMINATION DU NOMBRE D'ACTIONS DE PROLOGUE

Le nombre d'actions composant le capital de Prologue au 31 décembre 2020 est de 46 596 032 actions dont aucune action auto-détenue par la Société.

Au 30 avril 2021, il existait 4 620 000 actions gratuites en période d'acquisition (respectivement 2 060 000 actions gratuites attribuées par décision du 7 juillet 2020 et 2 560 000 actions gratuites attribuées par décision du 4 janvier 2021).

La Figure 19 présente le nombre d'actions retenues pour Prologue par Associés en Finance.

Figure 19 | Détermination du nombre d'actions de Prologue

Prologue - Nombre d'actions retenues	
Nombre d'actions ordinaires	**46 596 032**
Autodétenues	-
Nombre hors autodétention	**46 596 032**
Actions gratuites	*4 620 000*
Nombre hors autodétention y compris actions gratuites	**51 216 032**

Sources : Prologue, Associés en Finance

Afin de prendre en compte la dilution engendrée par l'attribution des actions gratuites, le nombre d'actions retenu pour Prologue est de 51 216 032 actions.

PARITÉ D'ÉCHANGE M2I/PROLOGUE

La parité d'échange entre les actions M2i et les actions Prologue (ci-après « **parité d'échange M2i/Prologue** ») est calculée comme le rapport de la valeur par action de M2i rapportée à la valeur par action de Prologue. Elle est exprimée en nombre d'actions Prologue pour 1 action M2i.

PARITÉ D'ÉCHANGE O2I/PROLOGUE

La parité d'échange entre les actions O2i et les actions Prologue (ci-après « **parité d'échange O2i/Prologue** ») est calculée comme le rapport de la valeur par action de O2i rapportée à la valeur par action de Prologue. Elle est exprimée en nombre d'actions Prologue pour 1 action O2i.

NORME IFRS 16

L'entrée en vigueur de la norme comptable IFRS 16 au 1er janvier 2019 a significativement modifié les différents agrégats utilisés dans l'analyse financière et la valorisation des entreprises, tant sur les méthodes intrinsèques que comparatives.

Cette norme comptable vise à aligner la comptabilisation des contrats de location simple sur celle des contrats de location-financière. En conséquence, les entreprises doivent dorénavant comptabiliser à l'actif de leur bilan, en immobilisations incorporelles, un droit d'usage relatif aux biens loués (dans le cadre d'une location simple ou financière) calculé comme l'actualisation des loyers estimés sur la durée du contrat. En contrepartie, l'entreprise reconnaît une nouvelle dette financière à son passif. Ce premier ajustement modifie le concept de dette nette financière habituellement utilisée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. En outre, au compte de résultat, les loyers de location simple

disparaissent des charges externes, au profit de l'apparition d'une dotation aux amortissements du droit d'usage et d'une charge financière (calculée sur la dette de location). L'EBITDA est ainsi augmenté du montant des loyers tandis que l'EBIT l'est des frais financiers. Enfin, le flux de trésorerie d'exploitation augmente de la dotation aux amortissements des actifs en location. L'impact de cette norme est pris en considération dans l'application des méthodes analogiques.

Ainsi, dans le cadre de l'application des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, les principaux retraitements effectués en compte de résultat ont consisté à réintégrer le montant des loyers dans les charges externes, diminuer le montant des dotations aux amortissements attribuables à l'amortissement des droits d'usage et diminuer les frais financiers des charges financières relatives à la dette de location. Au bilan, la dette financière historique a été minorée des dettes de location tandis que les immobilisations corporelles ont été diminuées du montant des droits d'usage.

A. Méthodes de valorisation écartées

1. Méthode de l'actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société.

A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par Prologue s'établit à 0,24 € par action au 31 décembre 2021 (sur la base d'une valeur des capitaux propres yc. IFRS 16 à 12,4 M€ et de 51 216 032 actions). L'actif net par action de M2i ressort à 3,39 € (sur la base d'une valeur des capitaux propres yc. IFRS 16 à 17,8 M€ et de 5 258 349 actions) et celui d'O2i à 1,02 € (sur la base d'une valeur des capitaux propres yc. IFRS 16 à 15,4 M€ et de 15 141 768 actions).

La Figure 20 présente les parités d'échange extériorisées par les valorisations issues de l'application de la méthode de l'actif net comptable.

Figure 20 | Parités d'échange extériorisées sur la base des valorisations par la méthode de l'actif net comptable

Actif net comptable	
ANC par action M2i	**3,39 €**
ANC par action Groupe O2i ***y compris la part. M2i***	**1,02 €**
ANC par action Prologue ***y compris la part. Groupe O2i***	**0,24 €**
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action M2i	**13,95**
Écart vs. Partié indicative	*-21,1%*
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action Groupe O2i	**4,20**
Écart vs. Partié indicative	*-36,5%*

Sources : Prologue, O2i, M2i, Associés en Finance

Les valeurs d'actif net par action extériorisent une parité d'échange de 13,95 actions Prologue contre 1 action M2i, soit une décote de -21,1% par rapport à la parité d'échange proposée. Cette décote de -21,1% par rapport à la parité d'échange proposée résulte de la divergence de trajectoires des résultats opérationnels historiques des deux sociétés. En effet, sur les derniers exercices, la

valeur des fonds propres de Prologue n'a cessé de baisser en conséquence de ses résultats négatifs, contrairement à la valeur des fonds propres de M2i, engendrant un écart de parité significatif mais non pertinent (-21,1%).

L'actif net comptable ne constitue pas en effet une référence pertinente de la valeur des trois sociétés et donc des parités qui en découlent. Il n'intègre pas les perspectives de croissance, l'amélioration de la performance ni les éventuelles plus-values latentes.

2. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings détenant de nombreuses et diverses participations.

3. Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

La recherche de transactions portant sur des sociétés comparables aux trois sociétés est complexe. Il s'y ajoute deux difficultés supplémentaires, que sont l'appréciation du contexte transactionnel, au regard des termes de part du capital acquise et de prise de contrôle, et la situation de marché au moment de la réalisation de la transaction. Cette seconde difficulté est d'autant plus prégnante dans le contexte actuel de forte volatilité des marchés et de crise sanitaire.

4. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée d'une société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné.

M2i est suivi par seulement deux bureaux d'analystes : GreenSome Finance et Midcap Partners.

Prologue et O2i sont suivis uniquement par GreenSome Finance.

La Figure 21 présente l'évolution des objectifs de cours de M2i des analystes financiers entre le 4 février 2020 et le 25 avril 2021.

Figure 21 | Évolution de l'objectif de cours de M2i

Analyste	Date	Recommandation	Objectif de cours
GreenSome Finance	4-févr.-2020	Achat	7,92
GreenSome Finance	23-mars-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	14-mai-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	30-juil.-2020	Achat	5,30
GreenSome Finance	30-sept.-2020	Achat	5,30
GreenSome Finance	13-nov.-2020	Achat	5,12
GreenSome Finance	8-févr.-2021	Achat	5,45
GreenSome Finance	25-avr.-2021	Achat	6,58
MidCap Partners	5-févr.-2020	Achat	10,00
MidCap Partners	24-mars-2020	Achat	6,50
MidCap Partners	4-mai-2020	Achat	6,50
MidCap Partners	15-mai-2020	Achat	6,50
MidCap Partners	31-juil.-2020	Achat	7,50
MidCap Partners	1-oct.-2020	Achat	7,50
MidCap Partners	16-nov.-2020	Achat	7,50
MidCap Partners	9-févr.-2021	Achat	7,50
MidCap Partners	26-avr.-2021	Achat	8,00

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Entre le 4 février 2020 et le 25 avril 2021, l'objectif de cours publié par GreenSome Finance a fluctué entre 5,12 € et 7,92 €, tandis que celui publié par MidCap Partners a fluctué entre 6,50 € et 10,00 €.

A la date de leur dernière publication respective, au lendemain de l'annonce des parités indicatives l'objectif de cours de GreenSome Finance s'établit à 6,58 € contre 8,00 € pour MidCap Partners.

La Figure 22 présente l'évolution des objectifs de cours de O2i des analystes financiers entre le 4 février 2020 et le 25 avril 2021.

Figure 22 | Évolution de l'objectif de cours de O2i

Analyste	Date	Recommandation	Objectif de cours
GreenSome Finance	4-févr.-2020	Achat	1,49
GreenSome Finance	23-mars-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	14-mai-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	30-juil.-2020	Achat	1,16
GreenSome Finance	30-sept.-2020	Achat	1,16
GreenSome Finance	13-nov.-2020	Achat	1,27
GreenSome Finance	8-févr.-2021	Achat	1,37
GreenSome Finance	25-avr.-2021	Achat	1,41

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Entre le 4 février 2020 et le 25 avril 2021, l'objectif de cours publié par GreenSome Finance a fluctué entre 1,16 € et 1,49€.

Le 25 avril 2021, au lendemain de l'annonce des parités indicatives, l'objectif de cours de GreenSome Finance s'établit à 1,41 €.

La Figure 23 présente l'évolution des objectifs de cours de Prologue des analystes financiers entre le 24 février 2020 et le 25 avril 2020

Figure 23 | Évolution de l'objectif de cours de Prologue

Analyste	Date	Recommandation	Objectif de cours
GreenSome Finance	24-févr.-2020	Neutre	0,51
GreenSome Finance	23-mars-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	2-mai-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	14-mai-2020	Sous revue	Sous revue
GreenSome Finance	30-juil.-2020	Achat	0,41
GreenSome Finance	30-sept.-2020	Achat	0,41
GreenSome Finance	13-nov.-2020	Achat	0,52
GreenSome Finance	8-févr.-2021	Achat	0,56
GreenSome Finance	25-avr.-2021	Achat	0,83

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Entre le 24 février 2020 et le 25 avril 2021, l'objectif de cours publié par GreenSome Finance a fluctué entre 0,41 € et 0,83 €.

Le 25 avril 2021, au lendemain de l'annonce des parités indicatives, l'objectif de cours de GreenSome Finance s'établit à 0,83 €.

La Figure 24 présente les parités d'échange extériorisées par les objectifs de cours des analystes financiers.

Figure 24 | Parités d'échange extériorisées sur la base des objectifs de cours de bourse

Objetif de cours	M2i	Prologue	Parité	Prime/ (Décote)
février-2020	8,96 €	0,51 €	17,57	-37,4%
juillet-2020	6,40 €	0,41 €	15,61	-29,5%
septembre-2020	6,40 €	0,41 €	15,61	-29,5%
novembre-2020	6,31 €	0,52 €	12,13	-9,4%
février-2021	6,48 €	0,56 €	11,56	-4,9%
avril-2021	7,29 €	0,83 €	8,78	25,2%

Sources : Capital IQ Associés en Finance

Les objectifs de cours des titres M2i présentés ci-dessus correspondent à une moyenne des objectifs de cours publiés par GreenSome Finance et MidCap Partners depuis début 2020. Les parités d'échange extériorisées par la confrontation des objectifs de cours de bourse baissent de 17,57 actions Prologue contre 1 action M2i en février 2020 à 8,78 actions Prologue contre 1 action M2i en avril 2021. Ces parités traduisent des primes et décotes respectives de -37,4% en février 2020 et +25,2% en avril 2021.

B. Méthodes de valorisation retenues à titre indicatif

1. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées comparables et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la comparabilité limitée des sociétés sélectionnées dans les échantillons respectifs de M2i, O2i et de Prologue, en termes d'activité, de risque, de taille et de profitabilité, Associés en Finance présente cette méthode à titre indicatif.

a. Application de la méthode des comparables boursiers à M2i

PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON

Dans le cas de M2i, Associés en Finance a identifié un échantillon de six sociétés comparables construit suivant les critères suivants :

- Secteur d'activité : les entreprises retenues exercent leurs activités dans le domaine de la formation ;
- Géographie : les entreprises retenues opèrent principalement en Europe ou en Amérique du Nord.

La Figure 25 présente les principales caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à M2i retenues dans l'échantillon.

Figure 25 | Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à M2i

Société	CA 2020R	EBITDA 2020R	EBIT 2020R	Marge d'EBITDA 2020R	Marge d'EBITDA 2021E	Marge d'EBITDA 2022E	Marge d'EBIT 2020R	Marge d'EBIT 2021E	Marge d'EBIT 2022E
Adtalem	900	197	155	21,9%	23,4%	22,5%	17,2%	18,6%	18,4%
Synergie	2 190	89	78	4,1%	5,1%	5,2%	3,5%	3,8%	4,0%
BTS Group	144	10	6	7,1%	16,7%	17,6%	4,4%	11,5%	13,0%
American Public Educ	267	32	21	12,0%	13,9%	13,6%	8,0%	9,9%	9,5%
GP Strategies	393	20	14	5,2%	8,0%	9,0%	3,5%	4,9%	6,1%
Wilmington	127	21	15	16,2%	19,0%	19,4%	11,5%	14,8%	15,2%
Moyenne	**670**	**62**	**48**	**11,1%**	**14,3%**	**14,6%**	**8,0%**	**10,6%**	**11,0%**
Médiane	**330**	**26**	**18**	**9,6%**	**15,3%**	**15,6%**	**6,2%**	**10,7%**	**11,3%**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La Figure 26 présente les caractéristiques boursières ainsi que les multiples auxquels s'échangent les titres des sociétés de l'échantillon. Les capitalisations boursières ainsi que les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois au 30 avril 2021.

Figure 26 | Multiples de cotation des sociétés comparables à M2i

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entr.	VE / EBITDA 2020R	VE / EBITDA 2021E	VE / EBITDA 2022E	VE / EBIT 2020R	VE / EBIT 2021E	VE / EBIT 2022E
Adtalem	1 627	2 296	9,6x	9,6x	9,0x	12,3x	12,0x	11,0x
Synergie	793	793	7,6x	5,0x	4,1x	8,8x	6,6x	5,3x
BTS Group	515	521	ns	16,3x	13,5x	ns	23,5x	18,2x
American Public Educ.	505	324	10,1x	4,3x	2,9x	15,2x	6,0x	4,2x
GP Strategies	232	241	11,9x	6,3x	5,0x	17,5x	10,2x	7,3x
Wilmington	197	237	11,4x	9,3x	8,5x	16,2x	12,0x	10,8x
Moyenne	**645**	**735**	**10,1x**	**8,4x**	**7,1x**	**14,0x**	**11,7x**	**9,5x**
Mediane	**510**	**423**	**10,1x**	**7,8x**	**6,7x**	**15,2x**	**11,1x**	**9,1x**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Associés en Finance a choisi de retenir les multiples d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E afin de conserver une cohérence dans l'application de la méthode des comparables boursiers aux trois sociétés.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

La Figure 27 présente le résultat de la valorisation de M2i par l'application de la méthode des comparables boursiers au 30 avril 2021

Figure 27 | Résultat de la valorisation de M2i par la méthode des comparables boursiers

	Agrégats utilisés dans la méthode des comparables boursiers (en M€)	VE / EBITDA		VE / EBIT	
		2021E	2022E	2021E	2022E
	Agrégats de M2i yc. IFRS 16	3,8	5,0	1,2	2,8
x	Multiples moyens de l'échantillon	8,4x	7,1x	11,7x	9,5x
=	**Valeur d'entreprise**	**31,9**	**35,6**	**14,1**	**26,5**
-	Dettes nettes hors IFRS 16	2,3	2,3	2,3	2,3
-	Provisions hors avantages du personnel	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
-	Engagements de retraite fiscalisés	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
+	Déficits reportables	-	-	-	-
+	Titres mis en équivalence	0,6	0,6	0,6	0,6
-	Minoritaires M2i CES	-	-	-	-
-	Autres immobilisations financières	0,5	0,5	0,5	0,5
-	Litige fiscal	-	-	-	-
-	Comptes courants	4,5	4,5	4,5	4,5
-	Affacturage déconsolidé	(6,9)	(6,9)	(6,9)	(6,9)
=	**Valeur des fonds propres**	**31,9**	**35,6**	**14,1**	**26,5**
/	Nombre d'actions	5,3	5,3	5,3	5,3
=	**Valeur par action**	**6,06**	**6,78**	**2,68**	**5,04**
	Valeur par action retenue	**5,14**			

Sources : M2i, Capital IQ, Associés en Finance

En appliquant les multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E aux agrégats prévisionnels, la valeur d'entreprise de M2i s'établit entre 14,1 M€ et 35,6 M€.

Les éléments de passage présentés ci-dessus correspondent à des agrégats prospectifs de clôture estimés pour les exercices 2021E et 2022E. La principale différence avec les éléments de passage présentés dans la méthode *DCF to Firm* portent sur le paiement de l'option d'achat sur les actions de M2i CES à Prologue.

Après la prise en compte de ces éléments de passage prospectifs et sur la base de 5,3 millions d'actions, la valeur par action s'établit entre 2,68 € et 6,78 €, pour une valeur moyenne de 5,14 €.

b. Application de la méthode des comparables boursiers à O2i

PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON

Dans le cas de O2i, Associés en Finance a identifié deux échantillons de trois sociétés comparables chacun construit suivant les critères suivants :

- Secteur d'activité : d'une part, des entreprises de services numériques exerçant principalement des activités d'infogérance et d'intégration (échantillon ESN) et, d'autre part, des éditeurs de logiciels (échantillon Logiciel) ;
- Géographie : les entreprises retenues opèrent principalement en Europe ou en Amérique du Nord.

La Figure 28 présente les principales caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à O2i retenues dans l'échantillon.

Figure 28 | Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à O2i

ESN									
	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
Société	2020R	2020R	2020R	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Econocom	2 559	142	127	5,5%	7,0%	6,9%	5,0%	5,2%	5,1%
Umanis	215	20	17	9,5%	11,4%	12,3%	8,1%	nd	nd
Groupe Open	296	17	13	5,7%	7,7%	7,8%	4,3%	5,3%	5,9%
Moyenne ESN	**1 023**	**60**	**52**	**6,9%**	**8,7%**	**9,0%**	**5,8%**	**5,2%**	**5,5%**
Médiane ESN	**296**	**20**	**17**	**5,7%**	**7,7%**	**7,8%**	**5,0%**	**5,2%**	**5,5%**

Logiciel									
	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
Société	2020R	2020R	2020R	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Axway	297	31	18	10,3%	15,8%	16,7%	5,9%	10,0%	11,0%
Generix	80	3	2	3,4%	10,7%	14,6%	2,9%	7,3%	10,1%
Wedia	16	nd	2	nd	nd	nd	9,6%	11,8%	16,6%
Moyenne Logiciel	**131**	**17**	**7**	**6,9%**	**13,3%**	**15,7%**	**6,1%**	**9,7%**	**12,6%**
Médiane Logiciel	**80**	**17**	**2**	**6,9%**	**13,3%**	**15,7%**	**5,9%**	**10,0%**	**11,0%**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La Figure 29 présente les caractéristiques boursières ainsi que les multiples auxquels s'échangent les titres des sociétés de l'échantillon. Les capitalisations boursières ainsi que les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois au 30 avril 2021.

Figure 29 | Multiples de cotation des sociétés comparables à O2i

ESN								
	Capitalisation	Valeur	VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entr.	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Econocom	659	795	5,6x	3,9x	3,8x	6,3x	5,2x	5,1x
Umanis	162	206	10,1x	7,5x	5,8x	11,9x	nd	nd
Groupe Open	112	120	7,1x	3,7x	3,1x	9,5x	5,4x	4,1x
Moyenne ESN	**311**	**374**	**7,6x**	**5,0x**	**4,2x**	**9,2x**	**5,3x**	**4,6x**
Mediane ESN	**162**	**206**	**7,1x**	**3,9x**	**3,8x**	**9,5x**	**5,3x**	**4,6x**

Logiciel								
	Capitalisation	Valeur	VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entr.	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Axway	598	665	21,7x	13,2x	11,8x	ns	20,8x	17,9x
Generix	180	197	ns	19,7x	13,1x	ns	28,8x	19,1x
Wedia	32	28	nd	nd	nd	21,2x	14,9x	9,2x
Moyenne Logiciel	**270**	**297**	**21,7x**	**16,5x**	**12,5x**	**21,2x**	**21,5x**	**15,4x**
Mediane Logiciel	**180**	**197**	**21,7x**	**16,5x**	**12,5x**	**21,2x**	**20,8x**	**17,9x**
Moyenne pondérée			**14,6x**	**10,7x**	**8,4x**	**15,2x**	**13,4x**	**10,0x**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Associés en Finance a choisi de retenir les multiples d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E afin de conserver une cohérence dans l'application de la méthode des comparables boursiers aux trois sociétés.

Les multiples retenus correspondent à des moyennes pondérées calculées comme 50% du multiple moyen ESN et 50% du multiple moyen Logiciel.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

La Figure 30 présente le résultat de la valorisation de O2i par l'application de la méthode des comparables boursiers au 30 avril 2021.

Figure 30 | Résultat de la valorisation de O2i par la méthode des comparables boursiers

	Agrégats utilisés dans la méthode des comparables boursiers (en M€)	VE / EBITDA		VE / EBIT	
		2021E	2022E	2021E	2022E
	Agrégats de O2i yc. IFRS 16	1,1	1,2	(0,6)	0,0
x	Multiples moyens pondérées de l'échantillon	10,7x	8,4x	13,4x	10,0x
=	**Valeur d'entreprise**	**11,5**	**9,7**	**ns**	**0,4**
-	Dette nette hors IFRS 16	(5,3)	(4,8)	(5,3)	(4,8)
-	Provisions hors avantages du personnel	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
-	Engagements de retraite après fiscalisation	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
-	Déficits reportables	-	-	-	-
+	Minoritaires	-	-	-	-
+	Titres mis en équivalence	-	-	-	-
-	Autres immobilisations financières	0,2	0,2	0,2	0,2
+	Litige fiscal	-	-	-	-
-	Comptes courants	4,6	4,6	4,6	4,6
+	Affacturage déconsolidé	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
-	Réduction DN par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-	-	-	-
+	Valeur des OCA / BSA résiduels	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
+	Participation dans M2i	15,0	15,0	15,0	15,0
=	**Valeur des fonds propres**	**24,3**	**23,1**	**12,8**	**13,8**
/	Nombre d'actions	15,1	15,1	15,1	15,1
+	Augmentation nb d'actions par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-	-	-	-
=	**Valeur par action (en €)**	**1,60**	**1,52**	**0,85**	**0,91**
	Valeur par action retenue	**1,22**			

Sources : O2i, Capital IQ, Associés en Finance

En appliquant les multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E aux agrégats prévisionnels, la valeur d'entreprise de O2i s'établit entre 0,4 M€ et 11,5 M€. La valeur d'entreprise issue de l'application du multiple d'EBIT 2021E est considérée comme non significative en raison de la valeur négative de l'agrégat pour cette année-là.

Les éléments de passage présentés ci-dessus correspondent à des agrégats prospectifs de clôture estimés pour les exercices 2021E et 2022E.

Après la prise en compte de ces éléments de passage prospectifs et sur la base de 15,1 millions d'actions, la valeur par action s'établit entre 0,85 € et 1,60 €, pour une valeur moyenne de 1,22 €.

c. Application de la méthode des comparables boursiers à Prologue

PRÉSENTATION DE L'ECHANTILLON

Dans le cas de Prologue, Associés en Finance a identifié deux échantillons de respectivement six et deux sociétés comparables, construit suivant les critères suivants :

- Secteur d'activité : d'une part, des entreprises de services numériques généralistes (échantillon ESN) et, d'autres part, des spécialistes du service de gestion *multi-cloud* (échantillon *Cloud*) ;

- Géographie : les entreprises retenues opèrent principalement en Europe ou en Amérique du Nord.

La Figure 31 présente les principales caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à Prologue retenues dans l'échantillon

Figure 31 | Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables à Prologue

ESN									
	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
Société	2020R	2020R	2020R	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Capgemini	15 848	1 980	1 643	12,5%	15,6%	15,9%	10,4%	12,1%	12,6%
Atos	11 181	1 247	762	11,2%	14,3%	14,9%	6,8%	9,2%	9,7%
Sopra Steria	4 263	351	246	8,2%	11,5%	12,1%	5,8%	7,5%	8,2%
Devoteam	760	93	72	12,2%	11,6%	11,9%	9,5%	10,0%	10,4%
Aubay	426	42	40	9,8%	11,9%	12,0%	9,4%	10,1%	10,3%
Infotel	235	20	18	8,3%	12,2%	12,7%	7,6%	8,8%	9,1%
Moyenne ESN	**5 452**	**622**	**463**	**10,4%**	**12,9%**	**13,3%**	**8,2%**	**9,6%**	**10,0%**
Médiane ESN	**2 512**	**222**	**159**	**10,5%**	**12,1%**	**12,4%**	**8,5%**	**9,6%**	**10,0%**

Cloud									
	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
Société	2020R	2020R	2020R	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
VMware	9 716	2 277	1 793	23,4%	33,9%	35,3%	18,5%	27,4%	28,8%
Rackspace	2 250	534	146	23,7%	26,1%	25,4%	6,5%	17,1%	17,4%
Moyenne Cloud	**5 983**	**1 405**	**970**	**15,7%**	**20,0%**	**20,2%**	**8,3%**	**14,9%**	**15,4%**
Médiane Cloud	**5 983**	**1 405**	**970**	**23,4%**	**26,1%**	**25,4%**	**6,5%**	**17,1%**	**17,4%**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La Figure 32 présente les caractéristiques boursières ainsi que les multiples auxquels s'échangent les titres des sociétés de l'échantillon. Les capitalisations boursières ainsi que les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois au 30 avril 2021.

Figure 32 | Multiples de cotation des sociétés comparables à Prologue

ESN								
	Capitalisation	Valeur	VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entr.	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
Capgemini	23 835	30 735	15,5x	10,8x	9,7x	18,7x	13,9x	12,3x
Atos	6 768	9 461	7,6x	4,7x	4,1x	12,4x	7,3x	6,3x
Sopra Steria	2 863	3 689	10,5x	6,4x	5,6x	15,0x	9,8x	8,2x
Devoteam	844	778	8,4x	7,6x	6,5x	10,8x	8,8x	7,4x
Aubay	527	504	12,1x	8,9x	8,2x	12,6x	10,5x	9,6x
Infotel	292	292	11,2x	7,1x	6,3x	12,3x	9,9x	8,8x
Moyenne ESN	**5 855**	**7 576**	**10,9x**	**7,6x**	**6,7x**	**13,6x**	**10,0x**	**8,8x**
Mediane ESN	**1 853**	**2 233**	**10,8x**	**7,3x**	**6,4x**	**12,5x**	**9,9x**	**8,5x**

Cloud								
	Capitalisation	Valeur	VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entr.	2020R	2021E	2022E	2020R	2021E	2022E
VMware	52 283	53 386	23,5x	14,5x	12,1x	29,9x	17,9x	14,9x
Rackspace	3 971	7 336	13,7x	10,0x	9,0x	ns	15,3x	13,2x
Moyenne	**28 127**	**30 361**	**18,6x**	**12,3x**	**10,6x**	**29,9x**	**16,6x**	**14,1x**
Mediane	**28 127**	**30 361**	**18,6x**	**12,3x**	**10,6x**	**29,9x**	**16,6x**	**14,1x**
Moyenne pondérée			**11,7x**	**8,0x**	**7,1x**	**15,3x**	**10,7x**	**9,3x**

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Associés en Finance a choisi de retenir les multiples d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E afin de conserver une cohérence dans l'application de la méthode des comparables boursiers aux trois sociétés.

Les multiples retenus correspondent à des moyennes pondérées calculées comme 90% du multiple moyen ESN et 10% du multiple moyen *Cloud*, représentant la pondération des résultats opérationnels prévisionnels des activités de Prologue à moyen terme.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

La Figure 33 présente le résultat de la valorisation de Prologue par l'application de la méthode des comparables boursiers au 30 avril 2021.

Figure 33 | Résultat de la valorisation de Prologue par la méthode des comparables boursiers

	Agrégats utilisés dans la méthode des comparables boursiers (en M€)	VE / EBITDA		VE / EBIT	
		2020E	2021E	2021E	2022E
	Agrégats de Prologue hors IFRS 16	5,2	5,9	2,6	3,3
x	Multiples moyens de l'échantillon	8,0x	7,1x	10,7x	9,3x
=	**Valeur d'entreprise**	**41,9**	**42,0**	**27,4**	**31,1**
-	Dettes nettes hors IFRS 16	(1,6)	(1,5)	(1,6)	(1,5)
-	Provisions hors avantages du personnel	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
-	Engagements de retraite fiscalisés	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
-	Minoritaires	(7,3)	(7,3)	(7,3)	(7,3)
+	Participation dans M2i Certified Education Systems	-	-	-	-
+	Autres immobilisations financières	1,3	1,3	1,3	1,3
-	Litige fiscal	-	-	-	-
+	Comptes courants	(9,0)	(9,0)	(9,0)	(9,0)
-	Affacturage déconsolidé	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
+	Réduction DN par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-	-	-	-
-	Valeur des OCA / BSA résiduels	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
+	Participation dans O2i	6,4	6,4	6,4	6,4
+	Détention d'OCA 2019 O2i	0,6	0,6	0,6	0,6
+	Détention de BSA 2018 O2i	-	-	-	-
=	**Valeur des fonds propres**	**30,9**	**31,1**	**16,4**	**20,2**
/	Nombre d'actions	51,2	51,2	51,2	51,2
+	Augmentation nb d'actions par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-	-	-	-
=	**Valeur par action**	**0,60**	**0,61**	**0,32**	**0,39**
	Valeur par action retenue	**0,48**			

Sources : Prologue, Associés en Finance

En appliquant les multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT prospectifs 2021E et 2022E aux agrégats prévisionnels, la valeur d'entreprise de Prologue s'établit entre 27,4 M€ et 42,0 M€

Les éléments de passage présentés ci-dessus correspondent à des agrégats prospectifs de clôture estimés pour les exercices 2021E et 2022E. Les principales différences avec les éléments de passage présentés dans la méthode *DCF to Firm* portent sur le paiement de l'option d'achat sur les actions de M2i CES par M2i, ainsi que par le solde du litige fiscal.

Après la prise en compte de ces éléments de passage prospectifs et sur la base de 51,2 millions d'actions, la valeur par action s'établit entre 0,32 € et 0,60 €, pour une valeur moyenne de 0,48 €.

d. Examen de la parité d'échange implicite

La Figure 34 présente les parités d'échange extériorisées par les valorisations issues de l'application de la méthode des comparables boursiers.

Figure 34 | Parités d'échange extériorisées sur la base des valorisations par la méthode des comparables boursiers

Résultats de la valorisation par la méthode des comparables boursiers	
Valeur par action M2i	**5,14 €**
Valeur par action Groupe O2i *y compris la part. M2i*	**1,22 €**
Valeur par action Prologue *y compris la part. Groupe O2i*	**0,48 €**
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action M2i	**10,66**
Écart vs. Partié indicative	*3,2%*
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action Groupe O2i	**2,53**
Écart vs. Partié indicative	*5,3%*

Sources : Associés en Finance

Au 30 avril, la méthode des comparables boursiers extériorise une parité d'échange de 10,66 actions Prologue contre 1 action M2i, soit une prime de +3,2% par rapport à la parité d'échange proposée.

C. Méthodes de valorisation retenues à titre principal

1. Examen des cours de bourse (à titre principal)

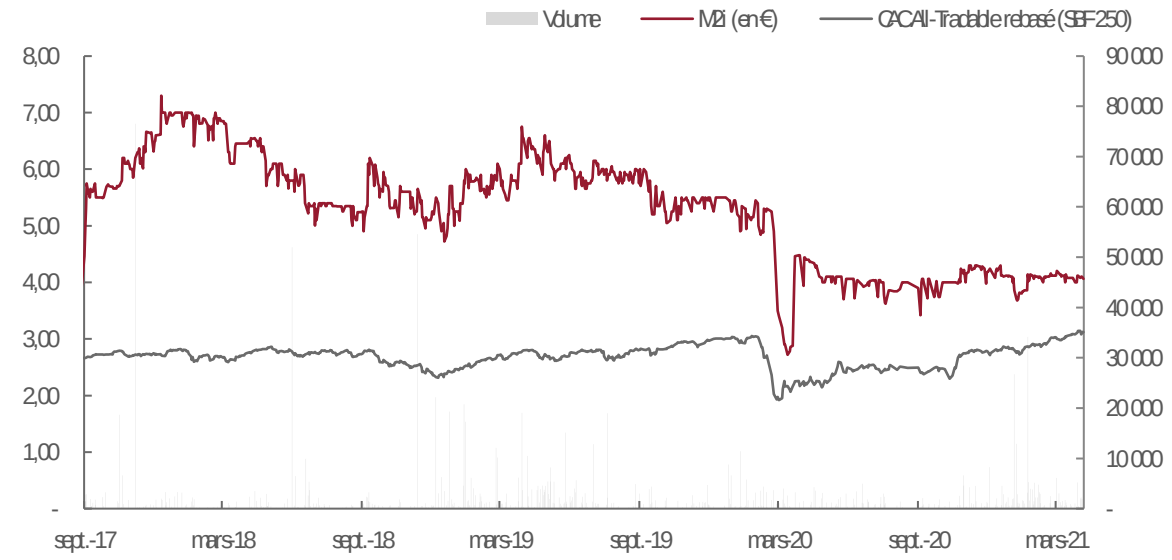
L'analyse de l'évolution du cours de bourse d'une action permet d'observer le prix auquel se sont échangées les actions d'une société sur une période donnée. Cette analyse a été menée sur le cours de bourse de l'action M2i, O2i et Prologue jusqu'au 23 avril 2021, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre.

a. Examen du cours de l'action M2i

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE M2I SUR LONGUE PÉRIODE

La Figure 35 présente l'évolution du cours de bourse de l'action M2i entre le 18 septembre 2017 (premier jour de cotation du titre sur Euronext Growth) et le 23 avril 2021.

Figure 35 | Évolution du cours de l'action M2i sur longue période



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 18 septembre 2017 et le 23 avril 2021, le cours de l'action M2i a évolué dans une fourchette comprise entre 2,72 € (le 30 mars 2020) et 7,30€ (le 28 décembre 2017). Sur cette même période, sa performance boursière s'établit à -9,0%, tandis que CAC All-Tradable a connu une hausse de +17,3%.

La Figure 35 illustre l'évolution du cours de M2i depuis son transfert sur le marché Euronext Growth, en 2017, rendue possible par une levée de fonds de 6,8 M€ auprès d'investisseurs privés. L'action M2i a dans un premier temps été admise aux négociations sur le Marché Libre en juillet 2009.

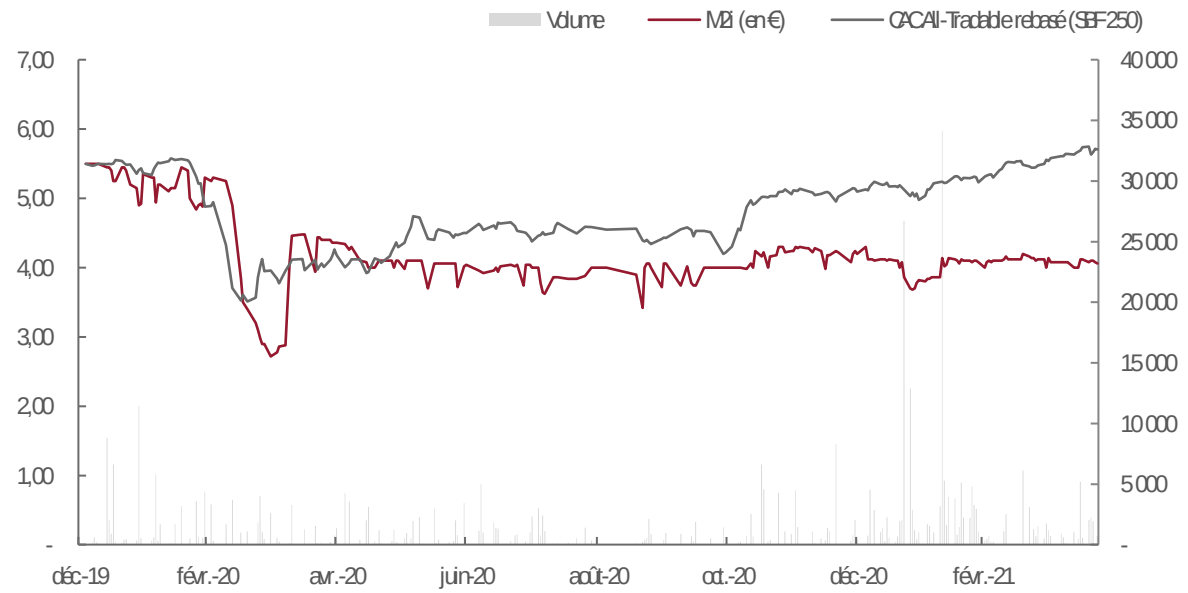
L'action M2i, évaluée à 3,92 € à la suite du placement privé décrit ci-dessus, a clôturé à 4,46€ le 18 septembre 2017 lors de la première séance de cotation sur Euronext Growth.

Le 15 octobre 2018, M2i a annoncé la prise de participation de 34,0% dans le capital de la société Ecsplicite, spécialisée dans la formation linguistique. Le 10 janvier 2019, M2i a annoncé une nouvelle prise de participation de 34,0% dans le capital de la société DevUp, spécialisée dans le conseil et la formation en cybersécurité.

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE M2I SUR COURTE PÉRIODE

La Figure 36 présente l'évolution du cours de bourse de l'action M2i entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021.

Figure 36 | Évolution du cours de l'action M2i sur courte période



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 3 janvier 2020[3] et le 23 avril 2021, le cours de l'action M2i a évolué dans une fourchette comprise entre 2,72 € (le 30 mars 2020) et 5,50 € (le 9 janvier 2020). Sur cette même période, sa performance boursière s'élève à -26,2%, tandis que le CAC All-Tradable a connu une hausse de +3,8%.

L'action M2i a connu une forte baisse à partir de début mars 2020, impactée par la crise du Covid-19 et la mise en place des premières mesures de confinement en France. Le 23 mars 2020, M2i a annoncé la fermeture de l'ensemble de ses 35 centres de formation en France et Espagne. Dans ce communiqué de presse, la société anticipe également que « cette période de confinement aura […] un impact significatif sur son chiffre d'affaires et sur ses résultats sur cette période. ». Entre le 3 janvier 2020 et le 1er avril 2020, l'action M2i perd -49,5%. Le cours de M2i s'est ensuite redressé entre le 6 et le 9 avril 2020, progressant de 2,88 € à 4,46€ par action.

Sur le reste de la période s'étalant de mi-avril 2020 à mi-avril 2021, le cours de l'action M2i a fluctué dans une fourchette comprise entre 3,42€ (21 septembre 2020) et 4,48€ (15 avril 2020) pour une performance boursière de -9,4%.

VOLUMES ÉCHANGÉS

La Figure 37 présente les volumes échangés sur l'action M2i au 23 avril 2021.

[3] *L'action M2i n'a pas coté entre le 31 décembre 2019 et le 3 janvier 2020.*

Figure 37 | Volumes échangés sur l'action M2i au 23 avril 2021

		Échanges quotidiens moyens				Échanges cumulés			
Date	VWAP	en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant	en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant
23-avr.-21	**3,98**	**728**	**2,9**	**0,0%**	**0,0%**	**728**	**3**	**0,0%**	**0,0%**
Moy. 20J	4,03	1 118	4,5	0,0%	0,1%	22 356	90	0,5%	1,1%
Moy. 1M	4,03	1 125	4,5	0,0%	0,1%	23 628	95	0,5%	1,2%
Moy. 3M	3,99	2 181	8,7	0,0%	0,1%	137 373	548	2,8%	6,9%
Moy. 6M	4,05	2 010	8,1	0,0%	0,1%	229 149	927	4,6%	11,5%
Moy. 9M	4,03	1 728	7,0	0,0%	0,1%	254 007	1 023	5,1%	12,7%
Moy. 12M	4,03	1 586	6,4	0,0%	0,1%	302 992	1 220	6,1%	15,2%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur les 12 mois précédant le 23 avril 2021, le nombre moyen d'actions échangées est de 1 586 actions par séance de bourse. En cumul, 302 992 actions ont été échangées sur 12 mois pour un montant cumulé de 1,2 M€, soit 15,2% du flottant et 6,1% du capital de la Société.

Ces différents éléments traduisent un niveau de liquidité très limitée de l'action M2i.

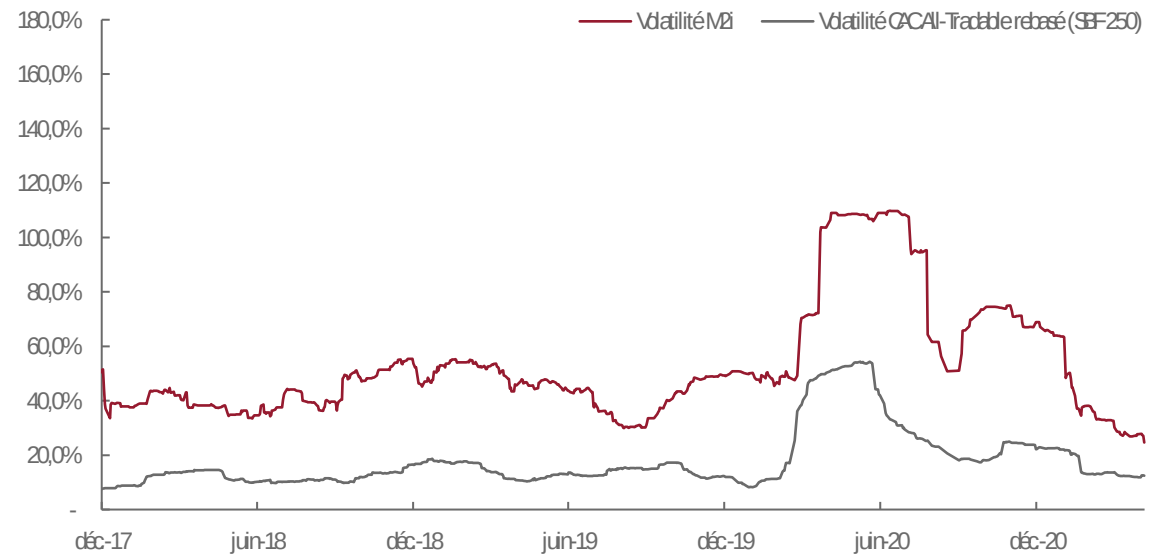
Sur les 20 derniers jours de bourse précédant le 23 avril 2021, le nombre moyen d'actions échangées est de 1 118 par séance de bourse, soit 0,06% du flottant et 0,02% du capital. Pour rappel, cette valeur est inférieure au seuil de 0,1% du capital qui permet de caractériser la liquidité insuffisante de l'action M2i prévu dans le contrat de liquidité et donc de donner la possibilité aux bénéficiaires des Plan d'AGA 2019, Plan d'AGA 2020 et Plan d'AGA 2021 de procéder à l'échange de leurs actions selon la même parité que celle de l'Offre.

VOLATILITÉ DU COURS DE L'ACTION DE M2I

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. La volatilité présentée ci-dessous est calculée sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de M2i et de l'indice CAC All-Tradable.

La Figure 38 présente l'évolution de la volatilité de l'action M2i, calculée sur 3 mois glissants entre le 18 décembre 2017 (3 mois après l'admission à la cotation sur Euronext Growth) et le 23 avril 2021.

Figure 38 | Volatilité sur 3 mois glissants de l'action M2i



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

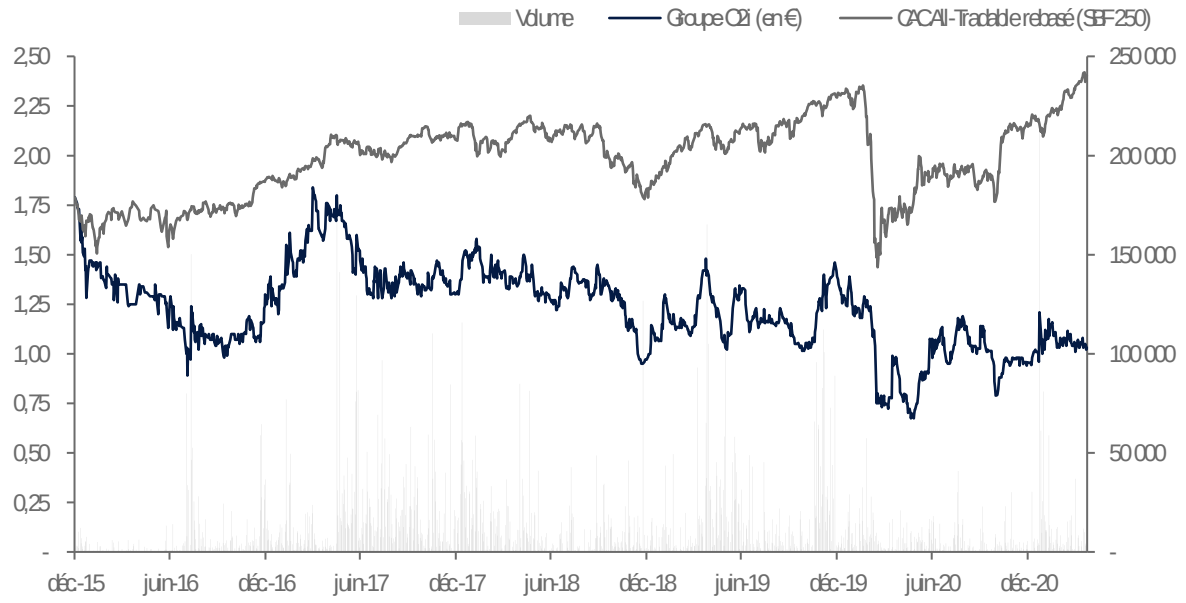
Sur l'ensemble de la période présentée, la volatilité du cours du titre M2i s'est établie à un niveau supérieur à celui de l'indice CAC All-Tradable. La période entre fin février et fin avril 2020 a, en effet, été marquée par une hausse significative de la volatilité et une baisse de la valeur de l'ensemble des marchés actions, dans un contexte d'aggravation de la situation sanitaire en Europe.

b. Examen du cours de l'action O2i

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE O2I SUR LONGUE PÉRIODE

La Figure 39 présente l'évolution du cours de bourse de l'action O2i entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021.

Figure 39 | Évolution du cours de l'action O2i sur longue période



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

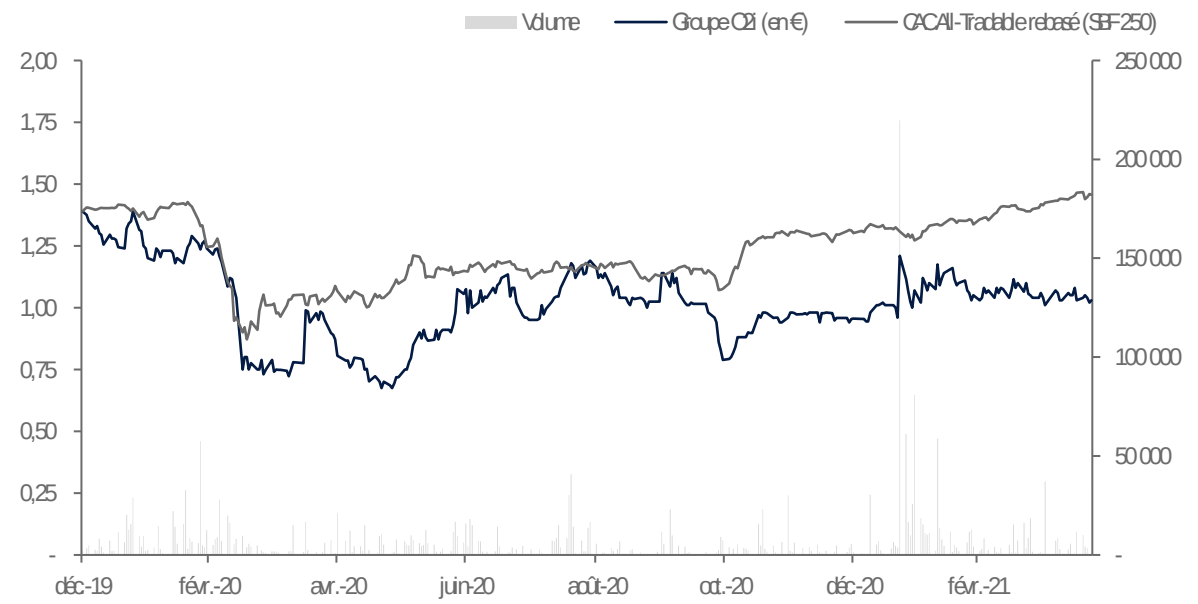
Sur la période comprise entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021, le cours de l'action O2i a évolué dans une fourchette comprise entre 0,67 € (le 26 mai 2020) et 1,84 € (le 31 mars 2017). Sur cette même période, sa performance boursière s'élève à -42,4% (vs. +34,3% pour le CAC All-Tradable).

Dans les mois qui ont suivi la prise de participation de Prologue, le cours d'O2i a connu une baisse continue jusqu'à fin 2016. Il a par la suite rebondi pour atteindre 1,80 € en avril 2017. Depuis, le cours oscille entre 1,57 € et 0,67 € dans une tendance graduellement baissière.

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE O2I SUR COURTE PÉRIODE

La Figure 40 présente l'évolution du cours de bourse de l'action O2i entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021.

Figure 40 | Évolution du cours de l'action O2i sur courte période



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021, le cours de l'action O2i a évolué dans une fourchette comprise entre 0,67 € (le 26 mai 2020) et 1,39 € (le 24 janvier 2020). Sur cette même période, sa performance boursière s'établit à -25,9% (vs. +4,8% pour le CAC All-Tradable).

A l'instar de Prologue et M2i, le cours d'O2i a été fortement impacté par la crise sanitaire pour atteindre 0,67 € le 26 mai 2020, son plus bas historique. Le cours s'est depuis légèrement redressé et a fluctué entre 1,21 € et 0,79 €.

VOLUMES ÉCHANGÉS

La Figure 41 présente les volumes échangés sur l'action O2i au 23 avril 2021.

Figure 41 | Volumes échangés sur l'action O2i au 23 avril 2021

Date	VWAP	Échanges quotidiens moyens				Échanges cumulés			
		en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant	en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant
23-avr.-21	**1,03**	**1**	**0,0**	**0,0%**	**0,0%**	**1**	**0**	**0,0%**	**0,0%**
Moy. 20J	1,02	5 809	5,9	0,0%	0,2%	116 170	119	0,8%	3,6%
Moy. 1M	1,03	5 934	6,1	0,0%	0,2%	124 618	128	0,8%	3,8%
Moy. 3M	1,07	9 613	10,3	0,1%	0,3%	605 591	650	4,0%	18,6%
Moy. 6M	1,09	8 477	9,2	0,1%	0,3%	966 363	1 050	6,3%	29,7%
Moy. 9M	1,09	7 049	7,7	0,0%	0,2%	1 036 247	1 132	6,8%	31,9%
Moy. 12M	1,05	6 630	7,0	0,0%	0,2%	1 266 301	1 331	8,3%	39,0%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

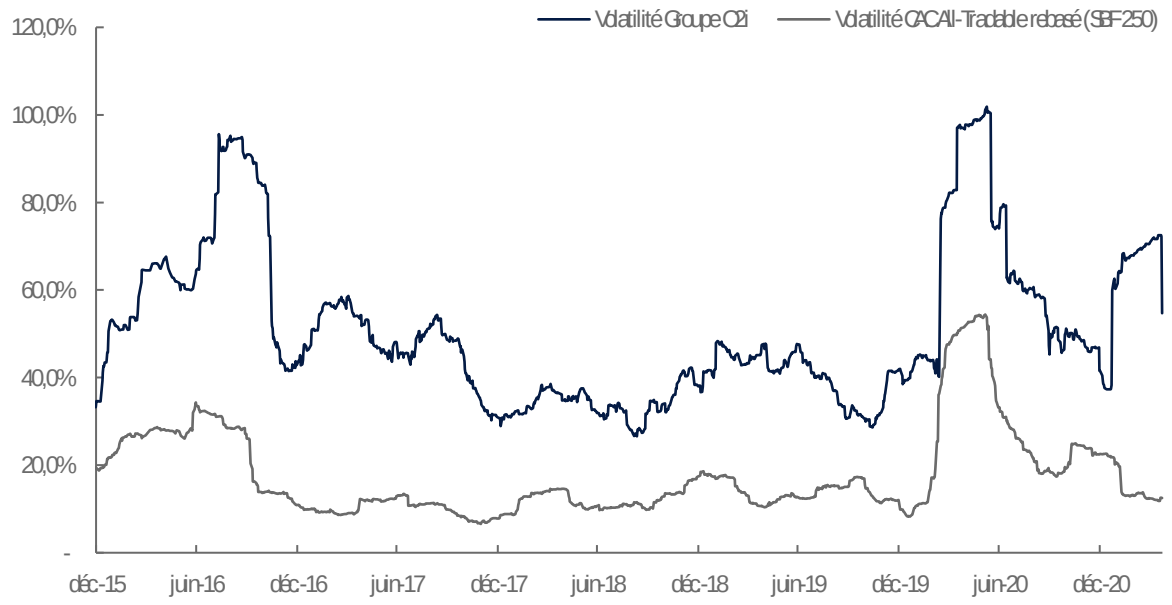
Sur les 12 mois précédant le 23 avril 2021, le nombre moyen d'actions échangées est de 6 630 actions par séance de bourse. En cumul, 1 266 301 actions ont été échangées sur 12 mois pour un montant cumulé de 1,3 M€, soit près de 39,0% du flottant et 8,3% du capital de O2i.

Ces différents éléments représentent un niveau de liquidité limitée de l'action O2i, dont la rotation du capital est cependant plus importante que celle de M2i.

VOLATILITÉ DU COURS DE L'ACTION O2I

La Figure 42 présente l'évolution de la volatilité de l'action O2i, calculée sur 3 mois glissants entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021.

Figure 42 | Volatilité sur 3 mois glissants de l'action O2i



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur l'ensemble de la période présentée, la volatilité du cours du titre O2i s'est établie à un niveau supérieur à celui de l'indice CAC All-Tradable. Dans un schéma similaire à celui observé

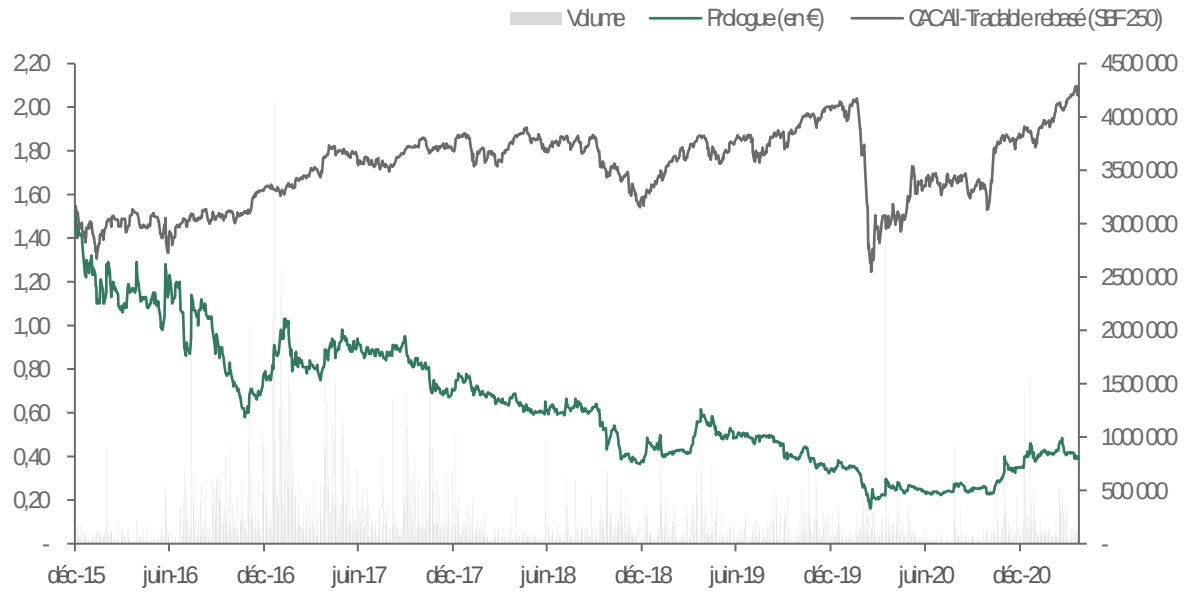
sur l'action M2i, le premier semestre 2020 a été marqué par une importante hausse de la volatilité de l'ensemble du marché action.

c. Examen du cours de l'action Prologue

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE SUR LONGUE PÉRIODE

La Figure 43 présente l'évolution du cours de bourse de l'action Prologue entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021.

Figure 43 | Évolution du cours de l'action Prologue sur longue période



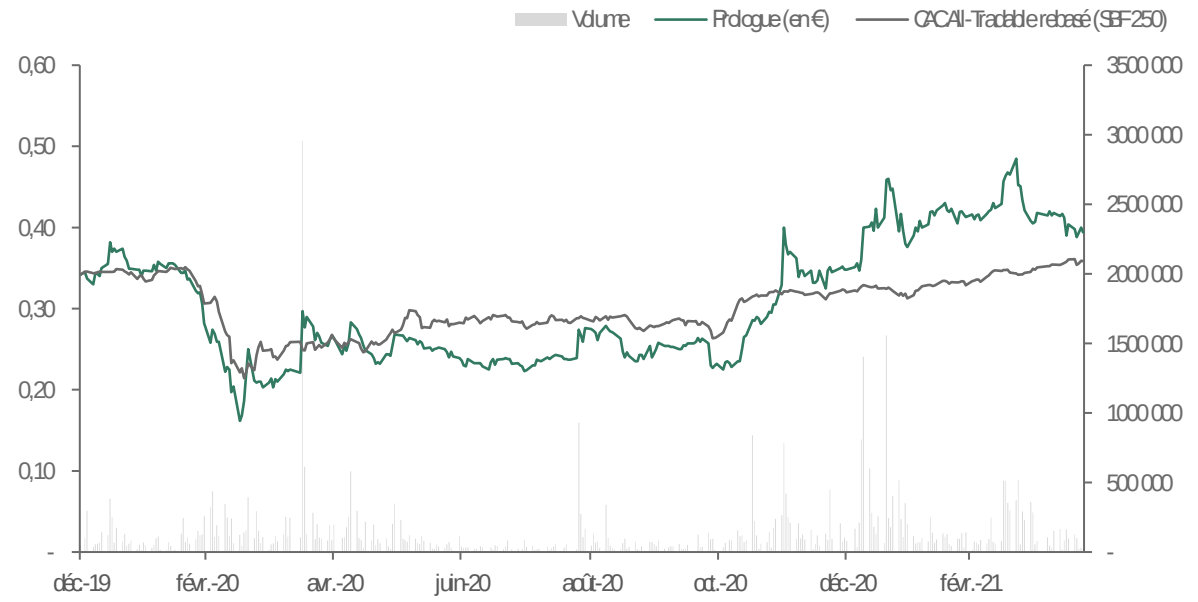
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021, le cours de l'action Prologue a évolué dans une fourchette comprise entre 0,16 € (le 16 mars 2020) et 1,55 € (le 31 décembre 2015). Sur cette même période, sa performance boursière s'établit à -74,6%, tandis que le CAC All-Tradable a connu une hausse de +34,3%.

Depuis l'annonce de l'opération de rapprochement amical entre Prologue et le Groupe O2i le 30 juin 2015, les cours des titres Prologue et Groupe O2i ont connu une tendance baissière. L'évolution de l'action Prologue a été caractérisée par une baisse graduelle de sa valeur. Cette baisse s'explique notamment par la succession de publications de résultats décevants.

La Figure 44 présente l'évolution du cours de bourse de l'action Prologue entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021.

Figure 44 | Évolution du cours de l'action Prologue sur courte période



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021, le cours de l'action Prologue a évolué dans une fourchette comprise entre 0,16 € (le 16 mars 2020) et 0,49 € (le 22 mars 2021). Sur cette même période, sa performance boursière s'établit à +15,2%, tandis que le CAC All-Tradable a connu une hausse de +4,8%.

L'action Prologue a connu une forte baisse à partir de fin février 2020, un peu avant la chute du cours de M2i. Entre le 31 décembre 2019 et le 1er avril 2020, l'action Prologue perd 40,6%. Dans un communiqué, publié le 23 mars 2020, concernant l'impact du Covid-19 sur ses activités, Prologue annonce que « le Cloud, les Réseaux et la Cybersécurité […] en Espagne, en Amérique Latine et aux États-Unis ne semblent pas, à ce stade, pénalisés par la crise sanitaire actuelle. ».

Depuis le point bas à 0,16 € atteint le 16 mars 2020, le cours de l'action Prologue a graduellement progressé pour clôturer à 0,39 € par action le 23 avril 2021, soit une performance de +144,0%. La progression s'est nettement accélérée à partir de début novembre 2020. Soulignons que sur l'année 2020, Prologue affiche, pour la première fois depuis de nombreuses années, une performance opérationnelle positive.

VOLUMES ÉCHANGÉS

La Figure 45 présente les volumes échangés sur l'action Prologue au 23 avril 2021.

Figure 45 | Volumes échangés sur l'action Prologue au 23 avril 2021

Date	VWAP	Échanges quotidiens moyens				Échanges cumulés			
		en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant	en nbr d'actions	en K€	% actions	% flottant
23-avr.-21	**0,39**	**20 245**	**8,0**	**0,0%**	**0,0%**	**20 245**	**8**	**0,0%**	**0,0%**
Moy. 20J	0,41	122 906	50,9	0,3%	0,3%	2 458 116	1 018	5,3%	5,5%
Moy. 1M	0,42	119 643	49,7	0,3%	0,3%	2 512 500	1 043	5,4%	5,7%
Moy. 3M	0,43	149 847	63,7	0,3%	0,3%	9 440 372	4 014	20,3%	21,2%
Moy. 6M	0,39	184 554	71,8	0,4%	0,4%	21 039 211	8 187	45,2%	47,4%
Moy. 9M	0,37	143 037	52,8	0,3%	0,3%	21 026 445	7 756	45,1%	47,3%
Moy. 12M	0,35	130 390	45,5	0,3%	0,3%	24 904 474	8 683	53,4%	56,1%

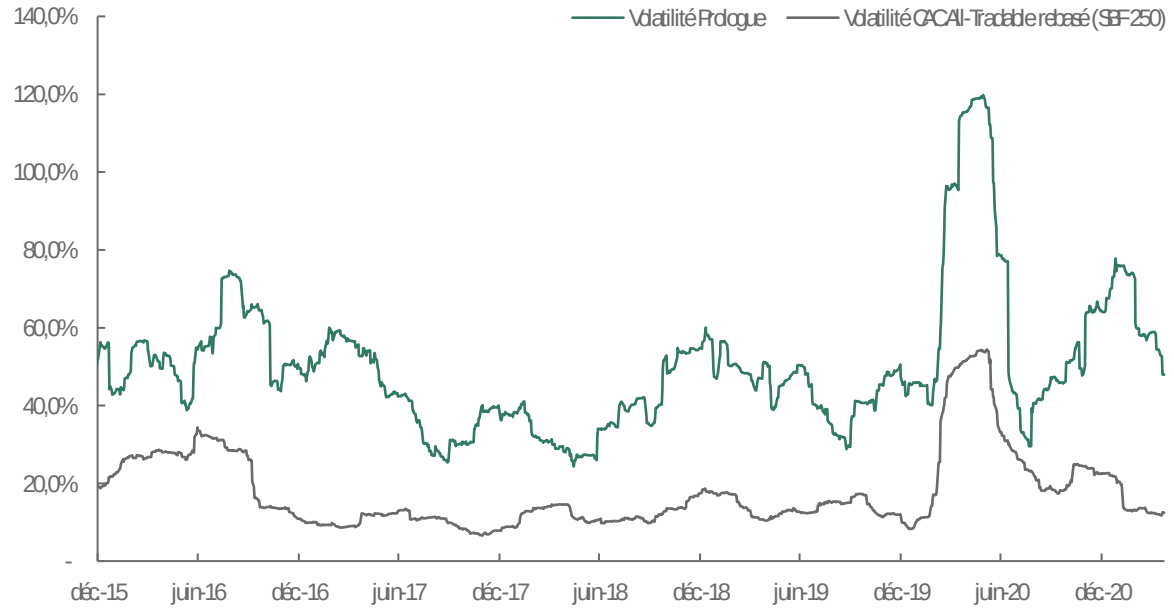
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur les 12 mois précédant le 23 avril 2021, le nombre moyen d'actions échangées est de 130 390 actions par séance de bourse. En cumul, 24 904 474 actions ont été échangées sur 12 mois pour un montant cumulé de 8,7 M€, soit 56,1% du flottant et 53,4% du capital de la société.

VOLATILITÉ DU COURS DE L'ACTION

La Figure 46 présente l'évolution de la volatilité de l'action Prologue, calculée sur 3 mois glissants entre le 31 décembre 2015 et le 23 avril 2021.

Figure 46 | Volatilité sur 3 mois glissants de l'action Prologue



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur l'ensemble de la période présentée, la volatilité du cours du titre Prologue s'est établit à un niveau nettement supérieur à celui de l'indice CAC All-Tradable. La forte volatilité du titre Prologue relève de deux effets endogènes : (i) son risque opérationnel et (ii) ses performances financières décevantes entraînant de fortes baisses de cours.

Entre le 31 décembre 2015 et le 17 mars 2020, la volatilité du titre a oscillé entre 24,3% et 76,3%, tandis que la volatilité de l'indice CAC All-Tradable a oscillé entre 6,6% et 38,4%.

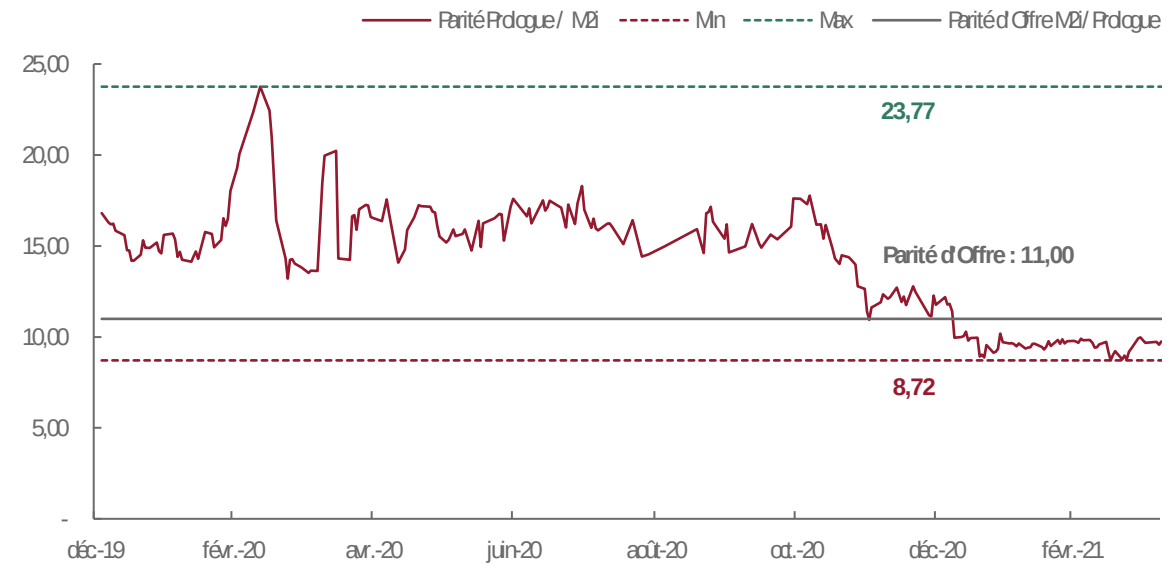
Le pic de volatilité de 119,8% du titre Prologue est atteint le 29 mai 2020, contre 54,4% pour l'indice CAC All-Tradable atteint le 5 juin 2020.

d. Examen de la parité d'échange M2i/Prologue

ÉVOLUTION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE M2I/PROLOGUE

La Figure 47 présente l'évolution de la parité d'échange implicite M2i/Prologue entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021, calculée comme le rapport du cours de bourse de l'action M2i sur le cours de bourse de l'action Prologue.

Figure 47 | Évolution de la parité d'échange M2i/Prologue



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 3 janvier 2020 et le 23 avril 2021, la parité d'échange M2i/Prologue a évolué dans une fourchette comprise entre 8,7 2(le 17 mars 2021) et 23,77 (le 12 mars 2020).

La parité d'échange maximale de 23,8, atteinte en mars 2020, s'explique essentiellement par un léger décalage temporel de la chute des cours respectifs de M2i et de Prologue. A partir de début novembre 2020, la baisse significative de la parité d'échange s'explique par l'effet combiné du fort rebond de l'action Prologue et de la légère baisse du cours de l'action M2i.

PRIMES EXTÉRIORISÉES

La Figure 48 présente les parités d'échanges M2i/Prologue au 23 avril 2021.

Figure 48 | Parités d'échange M2i/Prologue et primes extériorisées

Parité d'échange (X action(s) Prologue pour 1 action M2i)		Parité	Prime
Parité spot au 23-avr.-21		**10,30**	*6,7%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 1 mois		9,79	*12,4%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 3 mois		9,61	*14,5%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 6 mois		10,96	*0,4%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 12 mois		13,08	*-15,9%*
Plus haut sur 1 an :	*30-juil.-20*	*18,30*	*-39,9%*
Plus bas sur 1 an :	*17-mars-21*	*8,72*	*26,2%*

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

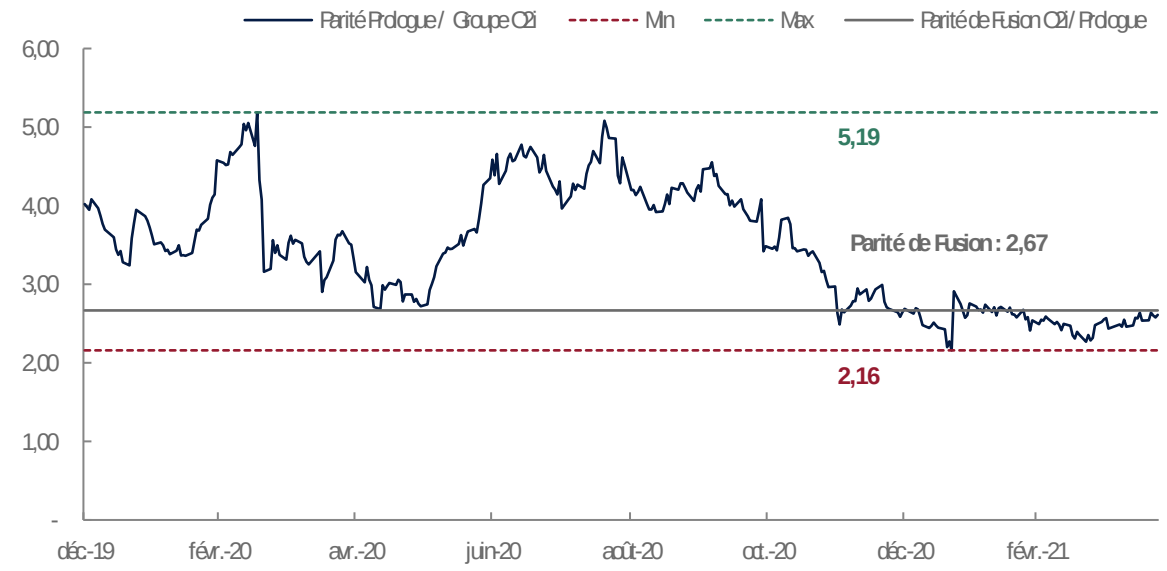
Malgré la bonne reprise du cours de l'action Prologue à partir du quatrième trimestre 2020, la parité d'échange offerte de 11 actions Prologue pour 1 action M2i proposée aux actionnaires de M2i extériorise une prime de +6,7% par rapport à la parité calculée sur le cours de clôture au 23 avril 2021.

e. *Examen de la parité d'échange O2i/Prologue*

ÉVOLUTION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE O2I/PROLOGUE

La Figure 49 présente l'évolution de la parité d'échange implicite O2i/Prologue entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021, calculée comme le rapport du cours de bourse de l'action O2i sur le cours de bourse de l'action Prologue.

Figure 49 | Évolution de la parité d'échange O2i/Prologue



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la période comprise entre le 31 décembre 2019 et le 23 avril 2021, la parité d'échange O2i/Prologue a évolué dans une fourchette comprise entre 2,16 (le 21 janvier 2021) et 5,19 (le 17 mars 2020).

PRIMES EXTÉRIORISÉES

La Figure 48 présente les parités d'échange O2i/Prologue au 23 avril 2021.

Figure 50 | Parités d'échange O2i/Prologue et primes extériorisées

Parité d'échange (X action(s) Prologue pour 1 actions O2i)		Parité	Prime
Parité spot au 23-avr.-21		**2,61**	*2,0%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 1 mois		2,52	*5,9%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 3 mois		2,55	*4,6%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 6 mois		2,77	*-3,7%*
Parités moyennes calculées sur les moyennes de cours ajusté sur 12 mois		3,37	*-20,8%*
Plus haut sur 1 an :	*19-août-20*	*5,08*	*-47,5%*
Plus bas sur 1 an :	*21-janv.-21*	*2,16*	*23,6%*

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La parité d'échange offerte de 8 actions Prologue pour 3 actions O2i (équivalent à 2,67 actions Prologue pour 1 action O2i) proposée aux actionnaires de M2i extériorise une prime de +2,0% par rapport à la parité calculée sur le cours de clôture au 23 avril 2021.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

MÉTHODOLOGIES: *DCF TO FIRM* ET *DCF TO EQUITY*

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, et des éléments de contexte économiques et concurrentiels, M2i, O2i et Prologue ont été modélisés selon les principes utilisés de manière constante et indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. VII.B). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes d'Associés en Finance :

- Un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires, après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres ;
- Un modèle de valorisation *DCF to Firm,* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments de structure financière et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres, après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus des plans d'affaires fournis par les sociétés. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. La méthode *DCF to Firm* s'apparente à une vision d'actionnaires majoritaire, tandis que le modèle *DCF to Equity* permet, pour sa part, de prendre en compte les flux disponibles pour les actionnaires, après financement et sous contrainte de levier d'endettement normatif, et reflète ainsi la situation de l'actionnaire minoritaire.

Dans le cadre de cette mission, M2i, O2i et Prologue ont été évalués en *standalone*.

a. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à M2i

PLAN D'AFFAIRES

Les travaux d'évaluation d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par M2i sur la période de 2021 à 2024. Ce document détaille, pour l'entité française, d'une part, et l'entité espagnole, d'autre part, l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, des charges opérationnelles non-courantes, de l'impôt décaissé, des variations du besoin en fonds de roulement ainsi que des investissements.

Sur l'horizon du plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +33,1%, à un rythme annuel moyen de +10,0%. Pour rappel, entre 2016 et 2018, le chiffre d'affaires de M2i avait progressé de +34,3%, à un rythme annuel moyen de +15,9% avant de ralentir significativement en 2019 puis de chuter en 2020 en raison de la crise sanitaire. La société anticipe que son activité sera tirée par l'offre de formation à distance fortement plébiscitée durant la crise sanitaire, le développement des formations longue durée et en alternance, l'augmentation des contrats inter-entreprises ainsi que par la signature de nouveaux contrats.

Le résultat opérationnel prévisionnel de M2i est en constante progression sur la période, avec une marge opérationnelle qui atteint un point haut en 2024, supérieur au niveau moyen historique. Le développement anticipé de l'activité ne devrait pas alourdir significativement la structure de coûts fixes de M2i qui privilégie le recours à des formateurs externes.

Les investissements prévus par la société dans les prochaines années sont relativement stables et s'inscrivent dans la continuité des niveaux observés historiquement (autour de 1,0 M€ par an).

L'évolution du besoin en fonds de roulement prévisionnel établie par le plan d'affaires a été construite en tenant compte de la politique d'affacturage de la société. Afin de s'affranchir des impacts de ce contrat d'affacturage, Associés en Finance a modélisé un niveau normatif de besoin en fonds de roulement dès la première année du plan d'affaires.

PROROGATION DU PLAN D'AFFAIRES

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé par Associés en Finance de deux années, puis extrapolé jusqu'en 2055, afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires et de rentabilité. L'extrapolation des données sur le long terme a été élaborée selon la même méthodologie que celle utilisée dans Trival®, décrite en VII.B. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à moyen et long termes sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marchés similaires dans Trival®. La croissance du chiffre d'affaires en fin de plan d'affaires est progressivement ramenée autour de +3% en 2035 et atteint +1,5% en 2055 ;

- La marge opérationnelle atteint un point haut en fin de plan d'affaires, reflétant les perspectives de développement de la société et l'optimisation de sa structure de coûts, puis est réduite progressivement jusqu'en 2055, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital. La marge opérationnelle tend vers un niveau de 6,4% du chiffre d'affaires en 2055 ;

- Le BFR est modélisé par Associés en Finance à un niveau normatif de 16,7% du chiffre d'affaires dès la première année du plan d'affaires, en cohérence avec les niveaux constatés historiquement retraités des montants d'affacturage ;

- Les investissements ont été modélisés de manière cohérente avec la croissance générée par la société et les niveaux normatifs estimés. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont établis en lien avec les niveaux moyens observés sur le plan d'affaires et maintenus stables sur la période en pourcentage du chiffre d'affaires ;

- Le taux d'imposition sur les sociétés retenu par Associés en Finance est de 25,0% à partir de 2022, auquel s'ajoute la contribution sociale et la CVAE ;

- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur de l'actif net en 2055 (modèle d'actualisation des *free cash-flows*, *DCF to Firm*) ou à la valeur des capitaux propres (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ;

- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif nul est retenu à partir de 2026, à l'issue de la période de prorogation.

ÉLÉMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES

La méthode *DCF to Firm* détermine, dans un premier temps, une valeur d'entreprise dont est déduite la dette nette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres. Sur la base des états

financiers au 31 décembre 2020, Associés en Finance a pris en compte les éléments présentés en Figure 51 pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de M2i.

Figure 51 | Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de M2i

Dette nette de M2i (K€)	31/12/2020
Emprunts et dettes financières	13 817,0
Emprunts et concours bancaires	2 698,0
+ Dette financière brute	**16 515,0**
Disponibilités	(11 983,0)
VMP et autres placements	-
- Trésorerie	**(11 983,0)**
= Dette nette	**4 532,0**
Dettes financières IFRS16 courantes	(1 778,3)
Dettes financières IFRS16 non courantes	(5 228,7)
= Dette nette hors IFRS 16	**(2 475,0)**

Éléments retenus dans les éléments de passage de M2i (K€)	31/12/2020
+ Dette nette hors IFRS 16	**(2 475,0)**
+ Provisions hors avantages du personnel	559,0
+ Montant des engagements de retraite fiscalisés	516,0
- Déficits reportables	(309,0)
+ Minoritaires	129,0
- Titres mis en équivalence	(624,0)
- Autres immobilisations financières	(527,0)
+ Litige fiscal	-
- Comptes courants	(4 528,0)
+ Affacturage déconsolidé	6 938,0
= Somme des éléments de passage	**(321,0)**

Sources : M2i, Associés en Finance

Les éléments de passage retenus par Associés en Finance comprennent :

- Les passifs financiers non courants et courants enregistrés au bilan ;
- Les passifs locatifs ajustés de la part induite par la norme IFRS 16 ;
- La trésorerie et les équivalents de trésorerie ;
- Les provisions pour risques et charges ;
- Les engagements de retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;

- Le montant des déficits reportables activés ;
- Les minoritaires de M2i CES valorisés à la valeur de l'option d'achat détenue par M2i ;
- Les titres mis en équivalence des sociétés Ecsplicite et DevUp valorisés à leur valeur comptable ;
- Les autres actifs financiers non courants ;
- Le compte courant actif net de M2i sur les autres sociétés du Groupe ;
- L'affacturage déconsolidé.

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à -321,0 K€.

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL UTILISÉ POUR L'ACTUALISATION DES FLUX PREVISIONNELS

La méthode directe d'estimation du coût moyen pondéré des capitaux, utilisée par Associés en Finance dans son modèle Trival®, en version *DCF to Firm*, prend en compte, pour chaque société, son risque opérationnel et la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de M2i résulte d'une analyse force/faiblesse réalisée à partir d'une matrice SWOT. Le coefficient de risque opérationnel qui en découle s'établit à 1,05. Le coefficient de taille, calculé en valeur de marché, s'établit à 3,70 sur la base de la valeur d'entreprise, intégrant la capitalisation boursière de M2i à la date d'annonce de l'opération.

La Figure 52 présente le coût moyen pondéré du capital de M2i au 30 avril 2021 calculé par Associés en Finance conformément à la méthodologie utilisée dans son modèle Trival®.

Figure 52 | Coût moyen pondéré du capital de M2i

		Coût du capital	
		Moyenne 3M	Paramètres spécifiques M2i
Coût du capital après impôts	*Coût du capital - Marché*	*6,61%*	*6,61%*
	Impact risque opérationnel de M2i	5,52% x (1,05 - 1)	0,26%
	Impact taille de M2i	1,92% x (3,70 - 1)	5,20%
	Coût du capital de M2i		**12,07%**

Sources : Associés en Finance

Après application des coefficients de risque et de taille aux primes moyennes constatées sur les trois derniers mois par Associés en Finance, le coût moyen pondéré du capital ressort à 12,07%.

Par ailleurs, compte tenu du choix de fixer un levier d'endettement normatif nul à court terme, Associés en Finance a retenu le coût du capital de 12,07% comme taux d'actualisation dans l'application de la méthode *DCF to Equity*.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

La Figure 53 présente les résultats de valorisation de M2i par l'application des deux méthodes d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) au 30 avril 2021.

Figure 53 | Résultats des valorisations de M2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Firm	**Valeur d'entreprise**	**30,0**
	- Dettes nettes hors IFRS 16	2,5
	- Provisions hors avantages du personnel	(0,6)
	- Engagements de retraite fiscalisés	(0,5)
	+ Déficits reportables	0,3
	+ Titres mis en équivalence	0,6
	+ Autres immobilisations financières	0,5
	- Litige fiscal	-
	+ Comptes courants	4,5
	- Affacturage déconsolidé	(6,9)
	Capitaux propres consolidés	**30,5**
	- Minoritaires M2i CES	(0,1)
	Capitaux propres PdG	**30,4**
	/ Nb d'actions	5,3
	Valeur de l'action	**5,77 €**

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Equity	**Capitaux propres consolidés**	**29,7**
	- Minoritaires M2i CES	(0,1)
	Capitaux propres PdG	**29,6**
	/ Nb d'actions	5,3
	Valeur de l'action	**5,63 €**

Sources : M2i, Associés en Finance

Au 30 avril 2021, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 5,77 € par action M2i, et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 5,63 € par action M2i.

La Figure 54 présente les sensibilités des valorisations de M2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* à la marge d'EBITDA 2035E et au taux d'actualisation.

Figure 54 | Sensibilités des valorisations de M2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

DCF to Firm						
		Taux d'actualisation				
		10,07%	11,07%	12,07%	13,07%	14,07%
Marge EBITDA hors CES 2035E	8,5%	6,78	6,05	5,44	4,93	4,50
	9,0%	7,00	6,24	5,61	5,08	4,63
	9,5%	7,22	6,43	5,77	5,22	4,76
	10,0%	7,44	6,62	5,94	5,37	4,89
	10,5%	7,65	6,81	6,11	5,52	5,01

DCF to Equity						
		Taux d'actualisation				
		10,07%	11,07%	12,07%	13,07%	14,07%
Marge EBITDA hors CES 2035E	8,5%	6,68	5,92	5,30	4,77	4,33
	9,0%	6,90	6,11	5,46	4,92	4,45
	9,5%	7,12	6,31	5,63	5,06	4,58
	10,0%	7,34	6,50	5,80	5,21	4,71
	10,5%	7,56	6,69	5,96	5,35	4,84

Sources : M2i, Associés en Finance

b. Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à O2i

PLAN D'AFFAIRES

Les travaux d'évaluation d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par O2i sur la période 2021 à 2024, déconsolidé de M2i. Ce document détaille pour le segment Adiict (suite logicielle), Ingénierie ainsi que pour le siège social l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, des charges opérationnelles non-courantes, de l'impôt décaissé, des variations de besoin en fonds de roulement ainsi que des investissements.

Sur l'horizon du plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +25,5%, à un rythme annuel moyen de +7,9%. Cette progression est principalement emmenée par la montée en puissance du segment Adiict, dont les développements en interne devraient se terminer en 2023.

Le résultat opérationnel prévisionnel de O2i retrouve l'équilibre en 2022, puis affiche une forte progression sur l'horizon du plan d'affaires, avec une marge opérationnelle légèrement inférieure à 4% en fin de plan d'affaires.

Par ailleurs, le résultat opérationnel de O2i intègre certains montants refacturés par O2i à M2i, dans le cadre du contrat de prestations de services conclu entre les sociétés.

Les investissements prévus sur le segment Ingénierie dans les prochaines années sont des investissements de renouvellement stables et relativement faibles sur toute la période. Les investissements attendus sur le segment Adiict représentent des montants plus importants, en décroissance sur l'horizon du plan d'affaires. Il s'agit essentiellement de R&D activés nécessaires au développement de la solution logicielle Adiict.

Le recours de la société à l'affacturage étant limité, Associés en Finance a conservé les variations de BFR présentées dans le plan d'affaires, ces dernières ayant été construite de

manière cohérente avec l'évolution de l'activité prévisionnelle. Sur la période, le BFR s'établit en moyenne à 11% du chiffre d'affaires.

PROROGATION DU PLAN D'AFFAIRES

Le plan d'affaires de O2i a ensuite été prorogé par Associés en Finance selon la même méthodologie que celle appliquée à M2i. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- La croissance du chiffre d'affaires en fin de plan d'affaires est progressivement ramenée vers +4,0% en 2035 et +1,5% en 2055 ;
- La marge opérationnelle tend vers un niveau de 8,1% du chiffre d'affaires en 2055
- Le BFR est modélisé par Associés en Finance à un niveau normatif de 12,5% à la fin du plan d'affaires ;
- Les investissements ont été modélisés de manière cohérente avec la politique d'investissement mise en œuvre pendant la période du plan d'affaires ;
- Le taux d'imposition sur les sociétés retenu par Associés en Finance est de 25,0% à partir de 2022, auquel s'ajoute la contribution sociale et la CVAE ;
- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif nul est retenu à partir de 2026, à l'issue de la période de prorogation.

ÉLÉMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Sur la base des états financiers au 31 décembre 2020, Associés en Finance a pris en compte les éléments présentés en Figure 55 pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de O2i.

Figure 55 | Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de O2i

Dette nette de O2i (K€)	31/12/2020
Emprunts et dettes financières	5 580,0
Emprunts et concours bancaires	1 620,0
+ Dette financière brute	**7 200,0**
Disponibilités	(1 371,0)
VMP et autres placements	-
- Trésorerie	**(1 371,0)**
= Dette nette	**5 829,0**
Dettes financières IFRS16 courantes	(340,7)
Dettes financières IFRS16 non courantes	(91,9)
= Dette nette hors IFRS 16	**5 396,4**

Elements retenus dans les éléments de passage de O2i (K€)	31/12/2020
+ Dette nette hors IFRS 16	**5 396,4**
+ Provisions hors avantages du personnel	226,0
+ Montant des engagements de retraite fiscalisés	319,0
- Déficits reportables	-
+ Minoritaires	-
- Titres mis en équivalence	-
- Autres immobilisations financières	(217,0)
+ Litige fiscal	-
- Comptes courants	(4 606,0)
+ Affacturage déconsolidé	881,0
= Somme des élements de passage	**1 999,4**

Sources : O2i, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 1 999,4 K€.

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL UTILISÉ POUR L'ACTUALISATION DES FLUX PREVISIONNELS

La méthode directe d'estimation du coût moyen pondéré des capitaux, utilisée par Associés en Finance dans son modèle Trival®, en version *DCF to Firm*, prend en compte, pour chaque société, son risque opérationnel et la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de O2i résulte d'une analyse force/faiblesse réalisée à partir d'une matrice SWOT. Le coefficient de risque opérationnel qui en découle s'établit à 1,30. Le coefficient de taille, calculé en valeur de marché, s'établit à 4,10 sur la base de la valeur d'entreprise, intégrant la capitalisation boursière de O2i.

La Figure 56 présente le coût moyen pondéré du capital de O2i au 30 avril 2021 calculé par Associés en Finance conformément à la méthodologie utilisée dans son modèle Trival®.

Figure 56 | Coût moyen pondéré du capital de O2i

		Coût du capital	
		Moyenne 3M	Paramètres spécifiques O2i
Coût du capital après impôts	*Coût du capital - Marché*	*6,61%*	*6,61%*
	Impact risque opérationnel de M2i	5,52% x (1,30 - 1)	1,63%
	Impact taille de M2i	1,92% x (4,10 - 1)	5,97%
	Coût du capital de M2i		**14,21%**

Source : Associés en Finance

Après application des coefficients de risque et de taille aux primes moyennes constatées sur les trois derniers mois par Associés en Finance, le coût moyen pondéré du capital ressort à 14,21%.

Par ailleurs, il est à noter que la valeur des capitaux propres de O2i est en grande partie attribuable à sa participation dans M2i, de taille nettement supérieure à O2i *standalone*. Afin de refléter ce différentiel de taille entre la valeur d'entreprise, issue des seuls flux du périmètre O2i *standalone*, et la valeur des capitaux propres, issue en grande partie de la valeur de M2i, le taux retenu pour l'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires de O2i s'établit à 13,89%, légèrement inférieur au taux d'actualisation appliqué dans la méthode *DCF to Firm* de 14,21%.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

Au 31 décembre 2020, O2i détient 2 916 620 actions M2i qu'il convient de prendre en compte dans la valorisation du périmètre de Groupe O2i. A cet effet, dans la méthode *DCF to Firm*, la participation de O2i dans M2i a été ajoutée aux éléments de passage présentés ci-dessous. Cette participation correspond à la valeur de l'action M2i issue de l'application de la méthode *DCF to Firm*, multipliée par le nombre d'actions M2i détenues par O2i au 31 décembre 2020. Dans la méthode *DCF to Equity*, la participation de O2i dans M2i a été appréhendée par la remontée des dividendes de ce dernier, modélisés dans la cadre de l'application de la méthode *DCF to Equity*.

La Figure 57 présente les résultats de valorisation de O2i par l'application des deux méthodes d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) au 30 avril 2021.

Figure 57 | Résultat des valorisations de O2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Firm	**Valeur d'entreprise**	**6,5**
	- Dette nette hors IFRS 16	(5,4)
	- Provisions hors avantages du personnel	(0,2)
	- Engagements de retraite après fiscalisation	(0,3)
	+ Déficits reportables	-
	- Minoritaires	-
	+ Titres mis en équivalence	-
	+ Autres immobilisations financières	0,2
	- Litige fiscal	-
	+ Comptes courants	4,6
	- Affacturage déconsolidé	(0,9)
	+ Réduction DN par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-
	- Valeur des OCA / BSA résiduels	(0,2)
	+ Participation dans M2i	**16,8**
	Capitaux propres	**21,1**
	/ Nb d'actions	15,1
	+ Augmentation nb d'actions par conversion d'OCA ou souscriptio	-
	Valeur de l'action	**1,39 €**

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Equity	**Capitaux propres consolidés**	**19,5**
	- Minoritaires	-
	Capitaux propres PdG	**19,5**
	/ Nb d'actions	15,1
	Valeur de l'action	**1,29 €**

Sources : O2i, Associés en Finance

Au 30 avril 2021, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 1,39 € par action O2i, et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 1,29 € par action O2i.

La Figure 58 présente les sensibilités des valorisations de O2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* à la marge d'EBITDA du segment Logiciel (Adiict) et au taux d'actualisation.

Figure 58 | Sensibilités des valorisations de O2i par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

DCF to Firm						
		Taux d'actualisation				
		12,21%	13,21%	14,21%	15,21%	16,21%
Marge EBITDA Adiict 2035E	14,0%	1,48	1,43	1,39	1,35	1,31
	14,5%	1,49	1,43	1,39	1,35	1,32
	15,0%	1,49	1,44	1,39	1,35	1,32
	15,5%	1,50	1,44	1,40	1,36	1,32
	16,0%	1,50	1,45	1,40	1,36	1,33

DCF to Equity						
		Taux d'actualisation				
		11,89%	12,89%	13,89%	14,89%	15,89%
Marge EBITDA Adiict 2035E	14,0%	1,60	1,43	1,28	1,15	1,04
	14,5%	1,61	1,43	1,28	1,16	1,05
	15,0%	1,62	1,44	1,29	1,16	1,05
	15,5%	1,62	1,44	1,29	1,16	1,05
	16,0%	1,63	1,45	1,29	1,17	1,06

Sources : M2i, Associés en Finance

c. *Application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à Prologue*

PLAN D'AFFAIRES

Les travaux d'évaluation d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par Prologue sur la période de 2021 à 2024, déconsolidé de Groupe O2i. Ce document détaille, pour chacune des six filiales opérationnelles composant le périmètre de Prologue *standalone*, l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, des charges opérationnelles non-courantes, de l'impôt décaissé, des variations de besoin en fonds de roulement ainsi que des montants d'investissement. Les six entités concernées sont les suivantes :

- Use It Cloud (France) est une plateforme de solutions de gestion *multi-cloud* dont la phase de développement arrive désormais à son terme et qui rencontre ses premiers succès commerciaux. Sur l'horizon de son plan d'affaires, le chiffre d'affaires est multiplié par 4x, ce qui représente un rythme de croissance annuel de près de +59,4%. Compte tenu de son niveau de maturité, l'activité affiche des performances opérationnelles négatives jusqu'en 2024, dernière année du plan d'affaires. Le montant des investissements devient nul à partir de 2022, l'ensemble des développements ayant été réalisés par le passé ;

- Advanced Prologue Innovation (France) fournit des solutions d'archivage numérique et de dématérialisation des échanges. Sur l'horizon de son plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +5,5%, à un rythme annuel moyen de +1,8%. En outre le management mise sur une amélioration significative de la profitabilité de cette activité, dont le résultat opérationnel augmente de +165,6% entre 2021 et 2024. Par ailleurs, le périmètre supporte des niveaux d'investissement prévisionnels légèrement inférieurs à ceux observés historiquement ;

- Imecom et VoIP (États-Unis) fournissent des solution fax ainsi que des services d'hébergement *cloud*. Sur l'horizon de son plan d'affaires, le chiffre d'affaires affiche

une croissance significative de +86,9% guidée par le développement de l'offre *cloud* sécurisé destinée au secteur de la santé et de la logistique. Cette progression de l'activité est doublée d'une amélioration du résultat opérationnel qui progresse de +146,0% sur la période. En parallèle, l'activité supporte très peu d'investissements ;

- ALH Uruguay (Uruguay) fournit un ensemble de services numériques dans toute l'Amérique Latine. Sur l'horizon de son plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +152,2%, à un rythme annuel de +36,1%. Le résultat opérationnel affiche également une progression importante. En outre, le montant des investissements supportés par l'activité est stable sur la période ;

- ALH Brésil (Brésil) fournit un ensemble de services de télécommunication notamment via son réseau de fibre optique. Sur l'horizon du plan d'affaires, le chiffre d'affaires est multiplié par 2x, à un rythme annuel moyen de +26,7%. Sa performance opérationnelle atteint un point haut en 2022 puis se stabilise. Par ailleurs, l'activité supporte des montants d'investissements décroissants puis stables en pourcentage du chiffre d'affaires, mais relativement plus élevés que les autres entités opérationnelles. ;

- ALH Espagne (Espagne) fournit un ensemble de services numériques en Espagne et est à la tête du sous-groupe qui comprend les filiales en Amérique Latine et aux États-Unis. Sur l'horizon de son plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +31,3%, à un rythme annuel moyen de +9,5%. Le résultat opérationnel progresse, quant à lui, de +72,1%. Le périmètre supporte des investissements en légère hausse sur la période, cependant inférieurs à la croissance de l'activité ;

- Siège (France) assure un certain nombre de fonctions supports au sein du groupe en partie refacturées aux différentes entités.

En vision agrégée, sur la durée du plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresse de +42,2%, à un rythme annuel moyen de +12,5%. Pour information, entre 2016 et 2020, le chiffre d'affaires de Prologue *standalone* avait progressé de +22,0%, à un rythme annuel moyen de +5,1%.

Le résultat opérationnel est également en très forte progression avec un niveau de marge opérationnelle d'environ 15% en fin de plan d'affaires. Sur la période historique de 2016 à 2020, le résultat opérationnel du périmètre Prologue *standalone* a été quasiment continuellement en territoire négatif. Le management mise sur la montée en puissance des offres et services à haute valeur ajoutée pour soutenir la performance opérationnelle, notamment le développement des offres orientées vers la gestion *multi-cloud*, la cybersécurité et les solutions applicatives.

Les investissements prévus dans les prochaines années sont légèrement décroissants et s'inscrivent à des niveaux inférieurs à ceux observés historiquement. La principale raison en est que d'importants investissements ont d'ores et déjà été engagés dans le passé afin de développer des solutions logicielles en interne qui sont maintenant opérationnelles.

Comme dans le cas de M2i, Associés en Finance a modélisé un niveau normatif de besoin en fonds de roulement dès la première année du plan d'affaires.

PROROGATION DU PLAN D'AFFAIRES

Conformément à la méthodologie appliquée sur M2i, le plan d'affaires a ensuite été prorogé de deux années par Associés en Finance puis extrapolé jusqu'en 2055. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à moyen et long termes sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel et l'activité propre de chacune des six entités. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marchés similaires dans Trival®. La croissance du chiffre d'affaires en fin de plan d'affaires est progressivement ramenée vers +4,0% en 2035 puis vers +1,5% en 2055 ;

- La marge opérationnelle atteint un point haut en fin de plan d'affaires, reflétant les perspectives de croissance et d'amélioration de la profitabilité des six entités, puis est réduite progressivement jusqu'en 2055, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis, cohérente avec le coût du capital. La marge opérationnelle tend vers un niveau de 7,2% du chiffre d'affaires en 2055 ;

- Le BFR est modélisé par Associés en Finance, à un niveau normatif de 16,7% du chiffre d'affaires dès la première année du plan d'affaires, en cohérence avec les niveaux constatés historiquement ;

- Les investissements ont été modélisés au sein de chaque entité de manière cohérente avec sa croissance générée et les niveaux normatifs estimés pour chacune des activités. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont établis en lien avec les niveaux moyens observés sur le plan d'affaires et les niveaux de croissance et de marge estimés ;

- Le taux d'imposition sur les sociétés retenu par Associés en Finance est de 25,0% à partir de 2022, auquel s'ajoute la contribution sociale et la CVAE ;

- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur de l'actif net en 2055 (modèle d'actualisation des *free cash-flows*, *DCF to Firm*) ou à la valeur des capitaux propres (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ;

- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif nul est retenu à partir de 2026, à l'issue de la période de prorogation.

ÉLÉMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES

La Figure 59 présente les éléments de passage retenus par Associés en Finance sur la base des comptes au 31 décembre 2020.

Figure 59 | Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Prologue

Dette nette de Prologue (K€)	31/12/2020
Emprunts et dettes financières	2 569,0
Emprunts et concours bancaires	5 681,0
+ Dette financière brute	**8 250,0**
Disponibilités	(2 858,0)
VMP et autres placements	(4,0)
- Trésorerie	**(2 862,0)**
= Dette nette	**5 388,0**
Dettes financières IFRS16 courantes	(550,2)
Dettes financières IFRS16 non courantes	(1 012,0)
= Dette nette hors IFRS 16	**3 825,8**

Éléments retenus dans les éléments de passage de Prologue (K€)	31/12/2020
+ Dette nette hors IFRS 16	**3 825,8**
+ Provisions hors avantages du personnel	125,0
+ Montant des engagements de retraite fiscalisés	523,0
- Déficits reportables	-
+ Minoritaires	7 348,8
- Participation dans M2i Certified Education Systems	(129,0)
- Autres immobilisations financières	(1 250,0)
+ Litige fiscal	600,0
- Comptes courants	9 049,0
+ Affacturage déconsolidé	634,4
= Somme des éléments de passage	**20 727,1**

Sources : Prologue, Associés en Finance

Les éléments de passage retenus par Associés en Finance comprennent :

- Les passifs financiers non courants et courants enregistrés au bilan ;
- Les passifs locatifs ajustés de la part induite par la norme IFRS 16 ;
- La trésorerie et les équivalents de trésorerie ;
- Les provisions pour risques et charges ;
- Les engagements de retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- Le montant des déficits reportables activés ;
- Les minoritaires réévalués à leur juste valeur suivant la méthodologie *DCF to Firm ;*

- La participation dans M2i CES valorisée à la valeur de l'option d'achat détenue par M2i ;
- Les autres actifs financiers non courants ;
- Le compte courant passif net de Prologue envers les autres sociétés du Groupe ;
- L'affacturage déconsolidé.

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 20 727,1 K€.

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL UTILISÉ POUR L'ACTUALISATION DES FLUX PREVISIONNELS

La méthode directe d'estimation du coût moyen pondéré des capitaux, utilisée par Associés en Finance dans son modèle Trival®, en version *DCF to Firm*, prend en compte, pour chaque société, son risque opérationnel et la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de Prologue *standalone* résulte d'une analyse force/faiblesse réalisée à partir d'une matrice SWOT. Le coefficient de risque opérationnel qui en découle s'établit à 1,17. Le coefficient de taille, calculé en valeur de marché, s'établit à 3,48 sur la base de la valeur d'entreprise, intégrant la capitalisation boursière de Prologue.

La Figure 60 présente le coût moyen pondéré du capital de Prologue *standalone* au 30 avril 2021 calculé par Associés en Finance conformément à la méthodologie utilisée dans son modèle Trival®.

Figure 60 | Coût moyen pondéré du capital de Prologue

		Coût du capital	
		Moyenne 3M	Paramètres spécifiques Prologue
Coût du capital après impôts	*Coût du capital - Marché*	*6,61%*	*6,61%*
	Impact risque opérationnel de Prologue	5,52% x (1,17 - 1)	0,95%
	Impact taille de Prologue	1,92% x (3,48 - 1)	4,77%
	Coût du capital de Prologue		**12,33%**

Source : Associés en Finance

Après application de ces coefficients aux primes moyennes constatées sur les trois derniers mois par Associés en Finance, le coût moyen pondéré du capital ressort à 12,33%.

Par ailleurs, compte tenu du choix de fixer un levier d'endettement normatif nul à court terme, Associés en Finance a retenu le coût du capital de 12,33% comme taux d'actualisation dans l'application de la méthode *DCF to Equity*.

RÉSULTAT DE LA VALORISATION

Au 31 décembre 2020, Prologue détient 5 265 361 actions O2i qu'il convient de prendre en compte dans la valorisation du périmètre de Prologue. A cet effet, dans la méthode *DCF to Firm*, la participation de Prologue dans O2i a été ajoutée aux éléments de passage présentés ci-dessous. Cette participation correspond à la valeur de l'action O2i, issue de l'application de la méthode *DCF to Firm*, multipliée par le nombre d'actions O2i détenues par Prologue au 31 décembre 2020. Dans la méthode *DCF to Equity*, la participation de Prologue dans O2i a été

appréhendée par la remontée des dividendes de ce dernier, modélisés dans la cadre de l'application de la méthode *DCF to Equity*.

La Figure 61 présente les résultats de valorisation de Prologue par l'application des deux méthodes d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) au 30 avril 2021.

Figure 61 | Résultat des valorisations de Prologue par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Firm	**Valeur d'entreprise**	**40,3**
	- Dettes nettes hors IFRS 16	(3,8)
	- Provisions hors avantages du personnel	(0,1)
	- Engagements de retraite fiscalisés	(0,5)
	- Minoritaires	(7,3)
	+ Participation dans M2i Certified Education Systems	0,1
	+ Autres immobilisations financières	1,3
	- Litige fiscal	(0,6)
	+ Comptes courants	(9,0)
	- Affacturage déconsolidé	(0,6)
	+ Réduction DN par conversion d'OCA ou souscription de BSA	-
	- Valeur des OCA / BSA résiduels	(0,0)
	+ Participation dans O2i	**7,3**
	+ Détention d'OCA 2019 O2i	**0,6**
	Capitaux propres	**27,5**
	/ Nb d'actions	51,2
	Valeur de l'action	**0,54 €**

	Valorisation (M€)	30/04/2021
DCF to Equity	**Capitaux propres consolidés**	**34,2**
	- Minoritaires	(7,3)
	Capitaux propres PdG	**26,9**
	/ Nb d'actions	51,2
	Valeur de l'action	**0,53 €**

Sources : Prologue, Associés en Finance

Au 30 avril 2021, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 0,54 € par action Prologue, et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 0,53 € par action Prologue.

La Figure 62 présente les sensibilités des valorisations de Prologue par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* à la marge d'EBITDA 2035E du groupe Alhambra et au taux d'actualisation.

Figure 62 | Sensibilités des valorisations de Prologue par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

DCF to Firm						
		Taux d'actualisation				
		10,33%	11,33%	12,33%	13,33%	14,33%
Marge EBITDA Groupe ALH 2035E	8,0%	0,66	0,58	0,51	0,46	0,41
	8,5%	0,67	0,59	0,53	0,47	0,42
	9,0%	0,69	0,61	0,54	0,48	0,43
	9,5%	0,70	0,62	0,55	0,49	0,44
	10,0%	0,72	0,63	0,56	0,50	0,45

DCF to Equity						
		Taux d'actualisation				
		10,33%	11,33%	12,33%	13,33%	14,33%
Marge EBITDA Groupe ALH 2035E	8,0%	0,68	0,58	0,50	0,43	0,38
	8,5%	0,70	0,60	0,51	0,44	0,38
	9,0%	0,71	0,61	0,53	0,45	0,39
	9,5%	0,73	0,62	0,54	0,46	0,40
	10,0%	0,74	0,64	0,55	0,47	0,41

Sources : M2i, Associés en Finance

d. *Examen de la parité d'échange implicite*

La Figure 63 présente les parités d'échange extériorisées par les valorisations issues de l'application des méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*.

Figure 63 | Parités d'échange extériorisées sur la base des valorisations par la méthode *DCF to Firm* et *DCF to Equity*

Résultats de la valorisation par la méthode *DCF to Firm*	Taux actu. -1%	Valeur centrale	Taux actu. +1%
Taux d'actualisation M2i	*11,07%*	*12,07%*	*13,07%*
Valeur par action M2i	**6,43 €**	**5,77 €**	**5,22 €**
Taux d'actualisation O2i	*13,21%*	*14,21%*	*15,21%*
Valeur par action Groupe O2i *y compris la part. M2i*	**1,44 €**	**1,39 €**	**1,35 €**
Taux d'actualisation Prologue	*11,33%*	*12,33%*	*13,33%*
Valeur par action Prologue *y compris la part. Groupe O2i*	**0,61 €**	**0,54 €**	**0,48 €**
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action M2i	**10,61**	**10,75**	**10,92**
Écart vs. Partié indicative	*3,6%*	*2,3%*	*0,8%*
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action Groupe O2i	**2,38**	**2,59**	**2,83**
Écart vs. Partié indicative	*12,3%*	*2,8%*	*-5,8%*

Résultats de la valorisation par la méthode *DCF to Equity*	Taux actu. -1%	Valeur centrale	Taux actu. +1%
Taux d'actualisation M2i	*11,07%*	*12,07%*	*13,07%*
Valeur par action M2i	**6,31 €**	**5,63 €**	**5,06 €**
Taux d'actualisation O2i	*12,89%*	*13,89%*	*14,89%*
Valeur par action Groupe O2i *y compris la part. M2i*	**1,44 €**	**1,29 €**	**1,16 €**
Taux d'actualisation Prologue	*11,33%*	*12,33%*	*13,33%*
Valeur par action Prologue *y compris la part. Groupe O2i*	**0,61 €**	**0,53 €**	**0,45 €**
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action M2i	**10,34**	**10,72**	**11,15**
Écart vs. Partié indicative	*6,4%*	*2,6%*	*-1,4%*
Parité d'échange X actions Prologue pour 1 action Groupe O2i	**2,36**	**2,45**	**2,55**
Écart vs. Partié indicative	*13,2%*	*8,8%*	*4,4%*

Source : Associés en Finance

Au 30 avril 2021, la valeur centrale retenue dans la méthode *DCF to Firm* extériorise une parité d'échange de 10,75 actions Prologue contre 1 action M2i, soit une prime de +2,3% par rapport à la parité d'échange proposée. L'analyse des sensibilités de la valeur par action des sociétés M2i et Prologue à +1/-1 % du taux d'actualisation extériorise des parités d'échange respectives de 10,92 actions Prologue contre 1 action M2i et 10,61 actions Prologue pour 1 action M2i.

La valeur centrale retenue dans La méthode *DCF to Equity* extériorise une parité d'échange de 10,72 actions Prologue contre 1 action M2i, soit une prime de +2,6% par rapport à la parité d'échange proposée. L'analyse des sensibilités de la valeur par action des sociétés M2i et Prologue à +1/-1 % du taux d'actualisation extériorise des parités d'échange respectives de 11,15 actions Prologue contre 1 action M2i et 10,34 actions Prologue pour 1 action M2i.

V. ANALYSE DES TRAVAUX DE LA BANQUE PRÉSENTATRICE

La banque présentatrice de l'Offre, Invest Securities, a réalisé une évaluation multicritères pour les trois sociétés comme Associés en Finance afin d'apprécier les conditions de l'Offre.

A. Méthodes de valorisation écartées et retenues

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net comptable, l'actif net réévalué, les objectifs de cours des analystes, l'actualisation des dividendes et la méthode des transactions de comparables boursiers. La banque présentatrice a également écarté la méthode des multiples boursiers des sociétés comparables, présentée à titre indicatif par Associés en Finance.

Les méthodes retenues à titre principal par la banque présentatrice pour l'évaluation multicritères des trois sociétés, Prologue, O2i et M2i sont les suivantes : l'analyse de l'évolution du cours de bourse et l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles. A la différence d'Associés en Finance, qui a mis en place la méthode d'actualisation des flux prévisionnels, selon une double approche *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, la banque présentatrice n'a opté que pour la méthode *DCF to Firm*.

B. Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

La banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres pour chacune des sociétés, sur la base des derniers bilans consolidés publiés 2020, tout comme l'a fait Associés en Finance. La banque présentatrice et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

1. M2i

Associés en Finance et la banque présentatrice intègrent (i) le même niveau de dette financière brute (hors impact de la norme IFRS 16), (ii) de trésorerie, (iii) de provisions pour retraites et des provisions pour litiges, (iv) d'intérêts minoritaires, (v) d'immobilisations financières, (vi) d'affacturage, (vii) de reports déficitaires activés et (viii) d'avance en compte courant accordée par M2i à O2i.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisés par les travaux de la banque présentatrice et qui viennent en moins de la valeur d'entreprise s'établit à -0,32 M€ au 31 décembre 2020, identique au montant retenu par Associés en Finance.

2. O2i

Associés en Finance et la banque présentatrice intègrent (i) le même niveau de dette financière brute (hors impact de la norme IFRS 16 et tenant compte de la déconsolidation de M2i), (ii) de trésorerie, (iii) de provisions pour retraites, (iv) d'intérêts minoritaires, (v) d'immobilisations financières, (vi) d'affacturage, (vii) d'avance en compte courant accordée par O2i à Prologue.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisés par les travaux de la banque présentatrice et qui viennent en moins de la valeur d'entreprise s'établit à -1,92 M€ au 31 décembre 2020 contre -1,99 M€ pour Associés en Finance. A ces éléments de passage, il faut

ajouter la valeur de la participation de 59% dans M2i qui se monte à 16,5 M€ pour la banque présentatrice et 16,8 M€ pour Associés en Finance.

3. Prologue

Associés en Finance et la banque présentatrice intègrent (i) le même niveau de dette financière brute (hors impact de la norme IFRS 16 et tenant compte de la déconsolidation de O2i), (ii) de trésorerie, (iii) d'autres provisions, (iv) d'immobilisations financières, (v) de report déficitaire, (vi) de valeur des OCA d'O2i souscrites par Prologue et (vii) de litige fiscal.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisés par les travaux de la banque présentatrice et qui viennent en moins de la valeur d'entreprise s'établit à -20,27 M€ au 31 décembre 2020 contre -20,11 M€ pour Associés en Finance (décomposé en -20,73 M€ d'éléments de passage, -0,01 M€ de valeur des OCA/BSA résiduels et 0,63 M€ de détention d'OCA O2i). A ces éléments de passage, il faut ajouter la valeur de la participation de 34,4% dans O2i qui s'établit à 7,4 M€ pour la banque présentatrice et 7,3 M€ pour Associés en Finance.

C. Méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

1. Méthode des comparables boursiers

Associés en Finance présente la méthode des multiples boursiers des sociétés comparables à titre indicatif pour chacune des trois sociétés et présente ses résultats sur la base des VE/EBITDA et des VE/EBIT. La banque présentatrice ne retient pas cette méthode mais présente pour M2i les résultats obtenus, avant et après prise en compte d'une décote de taille, sur la base des VE/CA et des VE/EBIT 2021-2022. Pour O2i et Prologue, la banque présentatrice ne retient pas cette méthode et ne présente pas de résultats.

D. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance

1. Référence aux cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance. Associés en Finance et la banque présentatrice ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Offre[4].

Associés en Finance et la banque présentatrice présentent les parités d'échange M2i/Prologue et O2i/Prologue extériorisées par l'historique des cours de bourse. Associés en Finance retient des moyennes de parités quotidiennes. La banque présentatrice calcule, de son côté, ses parités sur la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes, ce qui explique les différences de niveaux retenus.

2. Actualisation des flux de trésorerie

MÉTHODE *DCF TO FIRM*

[4] *Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérées utilisés. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et la banque présentatrice sont légèrement différentes (Associés en Finance présente les moyennes pondérées sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an. La banque ne présente pas les résultats sur les moyennes pondérées sur 1 mois).*

La banque présentatrice, comme Associés en Finance, ont construit leur modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base des hypothèses des plans d'affaires fournis pour chacune des trois sociétés.

a. M2i

La valeur d'entreprise extériorisée par la banque présentatrice se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2021-2024), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2030 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2030 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice se base sur une convergence linéaire de la croissance du groupe de +10,3% en 2024 à +1,5% à 2030. Associés en Finance proroge de deux années le plan d'affaires puis extrapole jusqu'en 2055 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires pour atteindre 1,5% en 2055 ;

- La marge d'EBITDA est extrapolée jusqu'en 2030 pour la banque présentatrice et jusqu'en 2055 par Associés en Finance, conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. La marge d'EBITDA passe de 11,1% en 2024 à 7,6% en 2030, de manière linéaire par la banque présentatrice. Le niveau normatif retenu par la banque se monte à 7,6 %. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, la marge d'EBIT atteint un point haut en fin de plan d'affaires puis est réduite progressivement jusqu'en 2055 vers des niveaux plus faibles, conformément à la méthodologie de son modèle Trival® ;

- La banque présentatrice a modélisé un BFR retraité de l'affacturage et de l'avance en compte courant. Le BFR normatif est exprimé en nombre de jours et est légèrement dégradé par rapport au niveau 2020. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires (retraité également de l'affacturage), puis en a déduit sa variation chaque année ;

- La banque présentatrice a retenu des niveaux d'amortissements et d'investissements qui convergent à horizon 2030 vers 1% du chiffre d'affaires. Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements sur l'ensemble de la modélisation, stable sur la période en pourcentage du chiffre d'affaires ;

- Les travaux de la banque présentatrice aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 10,02%, qui correspond à un taux sans risque de -0,19%, taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset),une prime de risque de marché de 5,45%, correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset), un bêta de 1,20x, correspondant au bêta 3 ans désendetté d'un échantillon d'entreprises comparables (source Facset), une prime de taille de 3,67% (source Duff & Phelps) et un levier financier de 0%. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf Annexe 2). Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital égal à 12,07% au 30 avril 2021 qui correspond au coût des fonds propres du fait de la situation de trésorerie nette (gearing normatif retenu de 0%).

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 5,77€ par action M2i, un niveau légèrement supérieur au niveau de la valorisation obtenue par la banque présentatrice de 5,64€ par action M2i.

b. O2i

La valeur d'entreprise extériorisée par la banque présentatrice se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2021-2024) d'O2i standalone (en déconsolidant M2i), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2030 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2030 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice se base sur une convergence linéaire de la croissance du groupe de +7,2% en 2024 à +1,5% à 2030. Associés en Finance proroge de deux années le plan d'affaires puis extrapole jusqu'en 2055 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires pour atteindre 1,5% en 2055 ;

- La marge d'EBITDA est extrapolée jusqu'en 2030 par la banque présentatrice et jusqu'en 2055 par Associés en Finance conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. La marge d'EBITDA passe de 6,8% en 2024 à 5,8% en 2030, de manière linéaire par la banque présentatrice. Le niveau normatif retenu par la banque se monte à 5,8 %. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, la marge d'EBIT croît sur toute la période pour atteindre 8,1% en 2055 ;

- La banque présentatrice a modélisé un BFR retraité de l'affacturage et de l'avance en compte courant. Le BFR normatif est exprimé en nombre de jours et s'améliore légèrement par rapport au niveau 2020. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires (retraité également de l'affacturage), puis en a déduit sa variation chaque année ;

- La banque présentatrice a retenu des niveaux d'amortissements et d'investissements qui convergent à horizon 2030 vers 1% du chiffre d'affaires. Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements sur l'ensemble de la modélisation, stable sur la période en pourcentage du chiffre d'affaires ;

- Les travaux de la banque présentatrice aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 9,58% qui correspond à un taux sans risque de -0,19%, taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset), une prime de risque de marché de 5,45%, correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset), un bêta de 1,12x, correspondant au bêta 3 ans, désendetté d'un échantillon d'entreprises comparables (source Facset), une prime de taille de 3,67% (source Duff & Phelps) et un levier financier de 0%. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival®. Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital égal à 14,21% au 30 avril 2021.

Après déduction des éléments de passage et de la prise en compte de la valeur de la participation de 59% dans M2i, précédemment évaluée, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 1,39€ par action O2i, un niveau semblable au niveau de la valorisation obtenue par la banque présentatrice de 1,40€ par action O2i.

c. Prologue

La valeur d'entreprise extériorisée par la banque présentatrice se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2021-2024) de Prologue *standalone* (en déconsolidant O2i), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2030 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2030 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice se base sur une convergence linéaire de la croissance du groupe de +10,1% en 2024 à +1,5% à 2030. Associés en Finance proroge de deux années le plan d'affaires puis extrapole jusqu'en 2055 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires pour atteindre 1,5% en 2055 ;

- La marge d'EBITDA est extrapolée jusqu'en 2030 pour la banque présentatrice et jusqu'en 2055 par Associés en Finance, conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. La marge d'EBITDA passe de 19,4% en 2024 à 13,7% en 2030, de manière linéaire par la banque présentatrice. Le niveau normatif retenu par la banque se monte à 13,7 %. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, la marge d'EBIT atteint un point haut en fin de plan d'affaires puis est réduite progressivement jusqu'en 2055 vers des niveaux plus faibles, conformément à la méthodologie de son modèle Trival® ;

- La banque présentatrice a modélisé un BFR retraité de l'affacturage et de l'avance en compte courant. Le BFR normatif est exprimé en nombre de jours et s'améliore légèrement par rapport aux éléments communiqués, dans le plan d'affaires sur la période 2021-2024. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires (retraité également de l'affacturage), puis en a déduit sa variation chaque année ;

- La banque présentatrice a retenu des niveaux d'amortissements et d'investissements qui convergent à horizon 2030 vers 2% du chiffre d'affaires. Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements sur l'ensemble de la modélisation, stable sur la période en pourcentage du chiffre d'affaires ;

- Les travaux de la banque présentatrice aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 11,29% qui correspond à un taux sans risque de -0,19%, taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset), une prime de risque de marché de 5,45%, correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2021 (source Facset), un bêta de 1,69x, correspondant au bêta 3 ans désendetté d'un échantillon d'entreprises comparables (source Facset), une prime de taille de 3,67% (source Duff & Phelps) et un levier financier de 30%. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival®. Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital égal à 12,33% au 30 avril 2021 qui correspond au coût des fonds propres du fait de la situation de trésorerie nette (gearing normatif retenu de 0%).

Après déduction des éléments de passage et de la prise en compte de la valeur de la participation de 34% dans O2i, précédemment évaluée, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 0,54€ par action O2i, un niveau légèrement inférieur au niveau de la valorisation obtenue par la banque présentatrice de 0,56€ par action Prologue.

MÉTHODE DCF TO EQUITY

La banque présentatrice n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to Equity*, à l'inverse d'Associés en Finance qui considère cette méthode pertinente pour valoriser chacune des trois sociétés, du point de vue de l'actionnaire minoritaire.

E. Synthèse

Les tableaux ci-dessous comparent les valorisations obtenues pour extérioriser des parités entre M2i et Prologue et des parités entre O2i et Prologue, selon les différentes méthodes de valorisation retenues.

Figure 64 | Comparaison des valorisations obtenues pour M2i et Prologue par la banque présentatrice et par Associés en Finance selon les différentes méthodes

Méthode	ASSOCIES EN FINANCE	INVEST SECURITIES
Examen du cours de l'action	Prime offerte par l'Offre de 6,7% par rapport au cours de clôture au 23 avril 2021	Prime offerte par l'Offre de 6,7% par rapport au cours de clôture au 23 avril 2021
	Primes comprises entre -15,9% et 14,5% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6 et 12 mois au 23 avril 2021	Primes comprises entre -4,8% et 16,5% par rapport aux cours moyens pondérés sur 3, 6 et 12 mois au 23 avril 2021
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	Valeur centrale de 5,77 € par action M2i et de 0,54 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 2,3%	Valeur centrale de 5,64 € par action M2i et de 0,56 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 9,2%
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	Valeur centrale de 5,63 € par action M2i et de 0,53 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 2,6%	
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif pour Associés en Finance, non retenue pour la banque)	Valeur centrale de 5,14 € par action M2i et de 0,48 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par les comprables boursiers. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 3,2%	

Sources : Invest Securities, Associés en Finance

Figure 65 | Comparaison des valorisations obtenues pour O2i et Prologue par la banque présentatrice et par Associés en Finance selon les différentes méthodes

Méthode	ASSOCIES EN FINANCE	INVEST SECURITIES
Examen du cours de l'action	Prime offerte par l'Offre de 2,0% par rapport au cours de clôture au 23 avril 2021 Primes comprises entre -20,8% et 5,9% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6 et 12 mois au 23 avril 2021	Prime offerte par l'Offre de 2,2% par rapport au cours de clôture au 23 avril 2021 Primes comprises entre -11,7% et 0,6% par rapport aux cours moyens pondérés sur 3, 6 et 12 mois au 23 avril 2021
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	Valeur centrale de 1,39 € par action O2i et de 0,54 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 2,8%	Valeur centrale de 1,40 € par action O2i et de 0,56 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 7,5%
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	Valeur centrale de 1,29 € par action O2i et de 0,53 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 8,8%	
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif pour Associés en Finance, non retenue pour la banque)	Valeur centrale de 1,22 € par action O2i et de 0,48 € par action Prologue, sur la base de l'évaluation parles comparables boursiers. Sur cette base, la parité d'échange extériorise une prime de 5,3%	

Sources : Invest Securities, Associés en Finance

VI.CONCLUSION

Le 14 octobre 2019, le Conseil d'Administration de M2i a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. Plusieurs évènements, et notamment la crise sanitaire du Covid-19, ont obligé le Groupe à reporter l'opération à une date ultérieure non définie.

Le 23 avril 2021, Prologue, O2i et M2i ont annoncé, par voie de communiqué de presse, à l'occasion de l'arrêté de leurs comptes respectifs, la reprise du projet de rapprochement capitalistique.

Dans le cadre de la présente Offre, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait (i) que l'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle de la Société (article 261.1 I alinéa 1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers) et (ii) qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261.1 I alinéa 4 du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée, initiée par Prologue sur les titres M2i, sur la base d'une parité d'échange de 11 actions Prologue contre 1 action M2i.

L'Offre s'inscrit dans une opération plus large de renforcement capitalistique. Immédiatement après la réalisation de l'OPE, O2i doit faire l'objet d'une fusion-absorption par Prologue selon la parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i.

Les liens capitalistiques et de contrôle entre les trois sociétés (Prologue détient 34,4% du capital d'O2i et en possède le contrôle avec 43,7% des droits de vote, qui détient elle-même 59,0% du capital et 70,6% des droits de vote de M2i) nous ont obligés à valoriser les trois sociétés afin de nous prononcer sur le caractère équitable de l'Offre Publique d'Echange.

Les résultats des valorisations multicritères des trois sociétés réalisées par Associés en Finance sont synthétisés dans la Figure 66.

La parité d'échange de 11 actions Prologue pour 1 action M2i proposée dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime de +6,7% par rapport aux cours de clôture de Prologue et de M2i au 23 avril 2021, dernière date avant l'annonce de la reprise de l'Opération ;
- Des primes et décotes comprises entre -15,9% et +14,5% (calculs arrêtés au 23 avril 2021) par rapport aux cours moyens pondérés des titres calculés sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois de bourse à la date de référence mentionnée ;
- Des primes de +2,3% à +2,6% par rapport aux valorisations de M2i et Prologue à fin avril 2021 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance.

La parité d'Offre ressort également supérieure aux résultats de la méthode des comparables boursiers qu'Associés en Finance ne retient qu'à titre indicatif.

En définitive, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi, au titre de la présente Offre, d'une prime par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. Ils se voient offrir la même parité que celle proposée à l'actionnaire de contrôle, O2i, qui a conclu un contrat d'engagement d'apport portant sur la totalité de ses titres M2i.

Il convient de rappeler que l'Offre sera immédiatement suivie par la fusion-absorption d'O2i par Prologue, selon la parité d'échange de 8 actions Prologue à émettre contre 3 actions O2i. La parité d'échange proposée aux actionnaires d'O2i n'extériorise pas de primes significatives qui pourraient remettre en cause le caractère équitable de l'Opération dans son ensemble pour les minoritaires M2i. Selon la méthode retenue, les primes et décotes observées oscillent entre -3,7% et +8,8%[5].

Les actionnaires M2i, qui décideront d'amener leurs titres à l'Offre, se verront instantanément dilués par la seconde étape de l'Opération proposée, à savoir par la fusion-absorption d'O2i par Prologue. Cette dilution sera atténuée par l'annulation d'actions auto-détenues qui permettra de reluer les actionnaires Prologue (cf. III.B.2).

Pour les actionnaires minoritaires de M2i, il est important d'appréhender l'Opération dans son ensemble. L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de M2i de bénéficier d'une monétisation immédiate de leur investissement dans un titre dont la liquidité en bourse est très faible.

[5] La moyenne du cours de bourse sur 12 mois n'est pas représentative au regard de la conjoncture économique actuelle.

Figure 66 | Comparaison des valorisations obtenues pour M2i, O2i et Prologue par les différentes méthodes de valorisation et primes extériorisées par les parités d'échanges proposées au 30 avril 2021.

Méthode		M2i	Groupe O2i	Prologue	M2i/ Prologue		O2i/ Prologue	
					Parité d'éch.	Prime Décote	Parité d'éch.	Prime Décote
Examen des cours de bourse (principale)	Spot au 23 avril 2021	4,06 €	1,03 €	0,39 €	10,30	6,7%	2,61	2,0%
	Moy. 1 mois (CMPV)	4,03 €	1,03 €	0,42 €	9,79	12,4%	2,52	5,9%
	Moy. 3 mois (CMPV)	3,99 €	1,07 €	0,43 €	9,61	14,5%	2,55	4,6%
	Moy. 6 mois (CMPV)	4,05 €	1,09 €	0,39 €	10,96	0,4%	2,77	-3,7%
	Moy. 12 mois (CMPV)	4,03 €	1,05 €	0,35 €	13,08	-15,9%	3,37	-20,8%
Méthode *DCF to Firm* (principale)	Méthode principale - *DCF to Firm*	5,77 €	1,39 €	0,54 €	10,75	2,3%	2,59	2,8%
Méthode *DCF to Equity* (principale)	Méthode principale - *DCF to Equity*	5,63 €	1,29 €	0,53 €	10,72	2,6%	2,45	8,8%
Méthode des comparables boursiers (indicative)	Méthode à titre indicatif	5,14 €	1,22 €	0,48 €	10,66	3,2%	2,53	5,3%

Sources : CIQ, Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires de M2i.

Associés en Finance

Le 28 juin 2021

VII. ANNEXES

A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des services informatiques, ce qui lui a permis de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Figure 67 | Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Cible	Banque(s) présentatrice(s)	Type d'offre
mai-20	Harvest	Winnipeg Participations	Lazard / Alantra	OPR-RO
avr.-20	Digigram	Evergreen	Oddo Corporate Finance	OPAS
déc.-19	Weborama	Startup Avenue	Portzamparc	OPAS puis RO
nov.-19	ITS Group	ITS Participations	Invest Securities	OPAS puis RO
nov.-19	Futuren	EDF Renouvelables	Crédit Agricole CIB	RO
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Developpement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF, en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et met en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants, conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

PERSONNES ASSOCIÉES À LA RÉALISATION DE LA MISSION

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Mathilde De Montigny, Managing Director et Mathieu Benoit, Analyste. Aurélien Bricout, Associé, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

DÉROULEMENT DE LA MISSION D'ASSOCIÉES EN FINANCE

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- George SEBAN, Président Directeur Général – Groupe Prologue
- Benjamin ARRAGON, Directeur Juridique et Financier - Groupe O2i ;
- Hervé BENASSAYAG, Directeur financier - Groupe Prologue
- Oliver BALVA, Président Directeur Général - M2i
- Cyril DENIAUD, Avocat Associé - Jeantet
- Claire COQUARD, Avocat – Jeantet
- Gwenaël LE BERRE, Managing Director – Invest Securities
- Maxime DUBREIL, Head of Equity Research – Invest Securities
- Olivier PERONNET, Associé – Finexsi
- Olivier COURAU, Associé – Finexsi
- Adeline BURNAUD, Senior Manager – Finexsi

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus, et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également listés ci-dessous :

- Analyse de documents :
  - Statuts des sociétés M2i, O2i, Prologue ;
  - États financiers consolidés des sociétés M2i, O2i et Prologue sur les 5 derniers exercices ;
  - Rapport de gestion des sociétés M2i, O2i et Prologue sur les 5 derniers exercices ;
  - Procès-verbaux des conseils d'administration et des décisions du président de Prologue sur l'année 2020 ;
  - Procès-verbaux des conseils d'administration et des décisions du président de O2i sur l'année 2020 ;
  - Procès-verbaux des conseils d'administration et des décisions du président de M2i sur les années 2018, 2019 et 2020 ;

- Projet de Note d'Information et éléments d'appréciation de la parité d'échange élaborés par la banque présentatrice ;
- Engagement d'apport des actions M2i à Prologue par O2i ;
- Demande de dérogation au dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire ;
- Projet de de traité de fusion et traité de fusion Prologue-O2i ;
- Document d'exemption ;
- Plans d'affaires commentés ;
- Termes et conditions des prêts garantis par l'État ;
- Contrat de prestations de services conclu entre M2i et O2i Ingénierie ;
- Convention de trésorerie conclue entre les différentes sociétés du Groupe ;
- Pacte d'associés conclu entre M2i, Ecsplicite et son fondateur ;
- Termes et conditions des plans d'attribution gratuite d'actions ;
- Notes de brokers de GreenSome Finance et MidCap Partners publiées au cours des 12 derniers mois ;
- Rapport d'évaluation réalisé par GreenSome Finance ;
- Rapport du Commissaire aux Apports sur la valeur des actions M2i qui seront apportées par plusieurs apporteurs à la société Prologue dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange ;
- Rapport du Commissaire aux Apports sur la rémunération des titres M2i apportés à la société Prologue dans le cadre de l'Offre Publique d'Échange.

- Utilisation des bases de données :
  - Utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
  - Utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
- Analyse des sociétés et de leur environnement :
  - Analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
  - Analyse financière et stratégique des sociétés ;
  - Analyse des comparables boursiers.
- Évaluations de M2i, O2i et Prologue selon une approche multicritère
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
- Mise en œuvre du contrôle qualité
- Examen des travaux de la banque présentatrice
- Rédaction du rapport d'expertise
- Présentation du rapport à la Société et aux administrateurs

RÉMUNÉRATION

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnées au résultat de l'Offre) sont de 176 200 € hors taxes.

B. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

L'UNIVERS TRIVAL®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

LE TAUX DE RENTABILITÉ ANTICIPÉ : L'ACTUALISATION DES EXCÉDENTS DE TRÉSORERIE DISPONIBLES POUR LES ACTIONNAIRES

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans, compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

DE L'ACTIF ÉCONOMIQUE À L'ACTIF FINANCIER COTÉ

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le

paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

LE RISQUE ANTICIPÉ

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post, à partir des cours de bourse, mais à un risque anticipé. Les premiers présentent, en effet, l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels, élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

LA LIQUIDITÉ

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive, comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate, en effet, en général, une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité, le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

TRIVAL PLAN WACC : MODÈLE DU COÛT MOYEN DU CAPITAL

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (WACC).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le WACC.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan WACC est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (WACC).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

C. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers

Figure 68 | Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers de M2i

Société	Pays	Activité	Chiffre clés
Adtalem		Anciennement DeVry, Adtalem est un groupe d'enseignement supérieur délivrant des programmes bachelor, master et docotraux.	CA : 900 M€ Capi : 1 627 M€
Synergie		Synergie fournit des services de gestion et de développement des ressources humaines aux entreprises. La société propose des services de travail interim, de recrutement, de conseil et de formation.	CA : 2 190 M€ Capi : 793 M€
BTS Group		BTS Group est un groupe de conseil en formation et développement. La société offre des services de formation, d'évaluation et de conseil.	CA : 144 M€ Capi : 515 M€
American Public Educ.		American Public Education est un groupe d'enseignement post-secondaire. La société propose des programmes d'étude diplômants ainsi que des programmes de dipôme d'infirmier ou d'analyste en laboratoire médical.	CA : 267 M€ Capi : 505 M€
GP Strategies		GP Strategies fournit des solutions d'amélioration de la performance dans les domaines de la vente, de la formation technique, du *e-learning*, du conseil et des services d'ingénierie.	CA : 393 M€ Capi : 232 M€
Wilmington		Wilmington fournit des services d'information et de formation aux professionnels. A travers son segment Professionnel, la société offre des formations et du soutient technique dans les secteurs de la comptabilité, de la banque et du juridique.	CA : 127 M€ Capi : 197 M€

Source : Capital IQ, sociétés, Associés en Finance

Figure 69 | Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers de O2i

Société	Pays	Activité	Chiffre clés
Econocom		Econocom est une ESN française qui propose des solutions de gestion administrative et financière des actifs informatiques et numériques, ainsi que des services de gestion d'infrastructure et d'intégration.	CA : 2 559 M€ Capi : 659 M€
Umanis		Umanis est une ESN française qui propose des services d'intégration, d'infogérance applicative et d'externalisation des processus métier.	CA : 215 M€ Capi : 162 M€
Groupe Open		Groupe Open est une ESN française qui offre des prestations d'infogérance applicative, d'infrastructure et de conseil en transformation digitale, mobilité et gestion des données.	CA : 296 M€ Capi : 112 M€
Axway		Axway est un éditeur de logiciels d'infrastructure qui développe, distribue, intègre et assure la maintenance de solutions d'infrastructure pour permettre une gourvernance des flux de données.	CA : 297 M€ Capi : 598 M€
Generix		Generix est un éditeur de logiciels et de services applicatifs. La société opère à travers 4 segments : la vente de services applicatifs, les prestations de conseil, les prestations de maintenance et la vente de licences.	CA : 80 M€ Capi : 180 M€
Wedia		Wedia est un éditeur de solutions logicielles *cloud* à destination des professionnels de la communication, du marketing et de la presse.	CA : 16 M€ Capi : 32 M€

Source : Capital IQ, sociétés, Associés en Finance

Figure 70 | Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers de Prologue

Société	Pays	Activité	Chiffre clés
Capgemini		Capgemini est une ESN française qui fournit des services de conseil en stratégie et transformation, des services applicatifs, des services de technologie et d'ingénierie ainsi que d'infogérance.	CA : 15 848 M€ Capi : 23 835 M€
Atos		Atos est une ESN française qui fournit des solutions dans les domaines du *cloud*, de la cybersécurité, du *big data*, des solutions applicatives et de la transformation numérique.	CA : 11 181 M€ Capi : 6 768 M€
Sopra Steria		Sopra Steria est une ESN française qui offre des prestations de conseil et des services d'intégration, de gestion d'infrastructure, et d'externalisation de processus métier.	CA : 4 263 M€ Capi : 2 863 M€
Devoteam		Devoteam est une ESN française qui fournit des services d'hébergement *cloud*, d'infogérance, de cybersécurité et de *big data*.	CA : 760 M€ Capi : 844 M€
Aubay		Aubay est une ESN française qui fournit des conseils en architecture, ainsi que des solutions d'intégration et de management des systèmes d'information.	CA : 426 M€ Capi : 527 M€
Infotel		Infotel est une ESN française qui fournit des solutions logicielles, des solutions de gestion et de maintenance de bases de données, des services de conseil et d'analyse et d'audit de systèmes informatiques.	CA : 235 M€ Capi : 292 M€
VMware		VMware fournit des solutions logicelles dans les domaines du *cloud* hybride et *multi-cloud*. La société offre notamment des solutions de gestion *multi-cloud*.	CA : 9 716 M€ Capi : 52 283 M€
Rackspace		Rackspace fournit des services de gestion et d'optimisation de *cloud* publics et privés et *multi-cloud*, ainsi que des solutions de sécurité pour le *cloud cumputing*.	CA : 2 250 M€ Capi : 3 971 M€

Source : Capital IQ, société, Associés en Finance