

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

**A L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE VISANT LES ACTIONS, LES OBLIGATIONS
CONVERTIBLES EN ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION ET/OU
D'ACQUISITION D'ACTIONS REMBOURSABLES DE LA SOCIETE O2I**

INITIEE PAR

Prologue.



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 25 février 2015, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi par Groupe O2I conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de O2I (www.groupeo2i.com) et peut être obtenu sans frais auprès de O2I (101, avenue Laurent Cely, 92230 Gennevilliers).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'O2I seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public de la mise à disposition de ces informations.

Sommaire

1	Rappel des principaux termes et conditions de l'offre.....	4
1.1	Présentation de l'offre publique d'échange	4
1.2	Contexte de l'Offre	4
1.3	Rappel des caractéristiques de l'Initiateur	5
1.4	Rappel des caractéristiques de la Société.....	5
1.5	Rappel des principaux termes de l'Offre Prologue.....	6
1.5.1	Offre publique d'échange	6
1.5.2	Traitement des rompus.....	6
1.5.3	Engagements d'apport à l'Offre.....	7
1.5.4	Traités d'apport à l'Offre	8
1.6	Conditions de l'Offre	8
1.6.1	Seuil de caducité de l'Offre	8
1.6.2	Assemblée générale extraordinaire de Prologue.....	10
2	Avis du Comité d'entreprise de la société O2I	11
3	Décision et avis motivé du Conseil d'Administration de la Société.....	12
1	<i>AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'O2I</i>	12
1.1	<i>Analyse de l'Offre de Prologue</i>	13
1.2	<i>Intérêts et conséquences pour O2i</i>	16
1.3	<i>Intérêts et conséquences pour les salariés d'O2I</i>	18
1.4	<i>Intérêts et conséquences pour les actionnaires d'O2i</i>	20
1.5	<i>Avis du Conseil d'administration du 25 février 2015</i>	24
4	Intentions des membres du Conseil d'Administration.....	24
5	accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre ou son issue.....	25
6	Rapport de l'Expert Indépendant – Attestation d'équité	25

7	Eléments concernant la Société O2I susceptibles d’avoir une incidence en cas d’offre publique	25
7.1	Structure et répartition du capital.....	25
7.2	Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions.....	27
7.2.1	Restrictions statutaires à l’exercice du droit de vote et aux transferts d’actions	27
7.2.2	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d’acquisition d’actions et portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de la Société.....	28
7.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opérations sur titres	28
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	29
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	29
7.6	Accord entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d’actions et à l’exercice des droits de vote	29
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts.....	29
7.8	Pouvoirs du conseil d’administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat d’actions.....	30
7.9	Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	32
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique.....	32
8	Mise à disposition des autres informations relatives à la société.....	33
9	Personnes assumant la responsabilité de la note en réponse.....	33
	Annexe : Rapport de l’expertise indépendant.....	34

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'offre publique d'échange

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Prologue, société anonyme à conseil d'administration au capital de 21.260.712,80 euros, dont le siège social est situé ZA de Courtaboeuf - 12 avenue des Tropiques - 91943 Les Ulis, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Evry 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 (l'« **Initiateur** » ou « **Prologue** »), a déposé le 9 décembre 2014 à 17h auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'échange, proposant de manière irrévocable aux (i) actionnaires, (ii) porteurs des obligations convertibles en actions (les « **OC** »), (iii) porteurs des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les « **BSAAR** ») de la société O2I, société à conseil d'administration au capital de 3.444.378 euros, dont le siège social est situé 101 avenue Laurent Cely, 92230 Gennevilliers, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 478 063 324, dont les actions sont admises aux négociations sur Alternext Paris sous le code ISIN FR0010231860 (« **O2i** » ou la « **Société** »), d'acquérir en échange d'actions Prologue:

- la totalité des actions existantes de la Société, soit 6.495.269 actions à la date de la note d'information et de 6.888.756 actions à la date de la présente note en réponse ;
- la totalité des 4.307.952 BSAAR de la Société en circulation à la date de la présente note en réponse ;
- la totalité des 272.727 OC de la Société en circulation à la date de la présente note en réponse ;
- les actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte.

La parité offerte (la « **Parité d'Echange** ») est de :

- 3 actions nouvelles Prologue à émettre contre 2 actions O2i ;
- 3 actions nouvelles Prologue à émettre (plus le versement d'une soulte correspondant au coupon couru) contre 2 OC O2i ;
- 0,05 € par BSAAR O2i apporté.

ci-après dénommé (l'« **Offre** »).

1.2 Contexte de l'Offre

Prologue, affirmant vouloir mettre fin à des rumeurs circulant sur le dépôt d'une éventuelle offre visant les titres de la Société, a annoncé par communiqué de presse du 2 octobre 2014, son intention de déposer l'Offre auprès de l'AMF au plus tard le 31 octobre 2014. Conformément aux dispositions de l'article 223-34 du Règlement Général de l'AMF, ce communiqué de presse a marqué le début d'une période de pré-offre.

La date de dépôt de l'Offre a été reportée par communiqués de presse successifs, du 15 octobre 2014 et du 27 novembre 2014. L'Offre a finalement été déposée auprès de l'AMF le 9 décembre 2014 à 17h, et a été publiée le 10 décembre 2014 sur le site internet de l'AMF (la « **Date de Dépôt de l'Offre** »).

Depuis la Date de Dépôt de l'Offre, la Société :

- a réalisé le 31 décembre 2014 une augmentation de son capital social de 113.636 € par la création de 227.272 actions nouvelles à un prix de 2,20 € par action, soit un apport en numéraire de 500.000 €, suivant décision du Conseil d'administration du 19 décembre 2014, prise dans le cadre de la délégation de l'assemblée générale des actionnaires du 24 juin 2013.
- a reçu des demandes d'exercice de BSAAR portant sur 136.263 bons, dont 131.220 bons ont été convertis par création d'actions nouvelles, soit une création de 43.740 actions nouvelles.

1.3 Rappel des caractéristiques de l'Initiateur

Prologue est une société qui produit des solutions et fournit des services (en mode SaaS, PaaS et IaaS) aux entreprises et institutions dans les domaines suivants :

- opération et intégration de services de télécommunication, de téléphonie VoIP et de Cloud Computing,
- dématérialisation de transactions et des échanges d'information (EDI, facture fiscale, opérations bancaires, administration, santé, taxes...),
- gestion des messages et de communications convergentes multimédia (voix, SMS, fax, courriel, image, vidéo ...) et leur intégration avec les applications informatiques,
- technologie liée au Cloud Computing, systèmes d'exploitation et d'accès aux applications à partir de toute sorte de dispositifs fixes ou mobiles,
- intégration et développement d'applications et l'édition de plateformes de développement.

A la date de clôture de son dernier exercice social disponible, soit au 31 décembre 2013, la société Prologue affichait un résultat opérationnel déficitaire de 1.224.000 euros et avait réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 20.079.000 euros.

La société Prologue a récemment mis en œuvre un plan de modification de bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables émis le 17 décembre 2013 (BSAAR 2020), en des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions sans clause de remboursement anticipé et avec une maturité prolongée jusqu'au 31 mars 2021 (BSAA 2021).

Cette modification des BSAAR 2020 en BSAA 2021 lui a permis de s'acquitter en novembre 2014 des deux dernières échéances du plan de continuation dont elle fait l'objet, approuvé par le Tribunal de Commerce d'Evry le 7 novembre 2005 suivant redressement judiciaire du 2 novembre 2004.

1.4 Rappel des caractéristiques de la Société

La Société est spécialisée dans l'intégration d'équipements et de logiciels informatiques auprès des professionnels de l'industrie graphique numérique, en France et à l'étranger. L'activité de la Société s'organise autour de 3 activités :

- la formation informatique professionnelle, où il occupe le 2ème rang sur le marché français avec plus de 1.200 programmes de stage dispensés dans 35 centres détenus en propre sur l'ensemble du territoire national (enseigne M2i) ;
- l'édition de logiciels pour le management et les plateformes collaboratives pour la production multimédia avec la suite logicielle ai.Flow (enseigne O2i Software) ;
- l'ingénierie informatique comprenant l'infogérance pour la production graphique, la distribution de matériel professionnel et la conception et l'intégration de solutions d'impressions grands formats (enseigne O2i Print).

A la date de clôture de son dernier exercice social disponible, soit au 31 décembre 2013, la Société affichait un résultat d'exploitation déficitaire de 626.862 euros et avait réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 42.886.932 euros.

1.5 Rappel des principaux termes de l'Offre Prologue

1.5.1 Offre publique d'échange

L'Initiateur offre de manière irrévocable :

- aux actionnaires d'O2i d'échanger les actions O2i qu'ils détiennent contre des actions Prologue selon une parité d'échange de 3 actions Prologue à émettre pour 2 actions O2i apportées ;
- aux détenteurs d'obligations convertibles en actions O2i d'échanger les OC O2i qu'ils détiennent contre (i) des actions Prologue selon une parité d'échange de 3 actions Prologue à émettre pour 2 OC O2i apportées et (ii) le versement en numéraire d'une soulte correspondant au coupon couru ;
- aux détenteurs de BSAAR O2i d'acquérir les BSAAR O2i qu'ils détiennent au prix de 0,05 € par BSAAR O2i apporté.

Il est précisé, en tant que de besoin, que les OC O2i apportées à l'Offre le seront « coupon couru ».

1.5.2 Traitement des rompus

Aucune fraction d'action Prologue n'étant émise par Prologue, l'Initiateur ne remettra de rompus ni aux actionnaires d'O2i ayant apporté leurs actions à l'Offre, ni aux obligataires ayant apporté leurs OC O2i à l'Offre.

Les actionnaires d'O2i qui apporteront à l'Offre un nombre d'actions O2i ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions Prologue seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions Prologue formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

Les obligataires d'O2i qui apporteront à l'Offre un nombre d'OC O2i ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions Prologue seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions Prologue formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

Après la clôture de l'Offre et de l'Offre Réouverte (telle que définie au paragraphe 2.13 du projet de note d'information de Prologue), un intermédiaire habilité désigné par Prologue mettra en place un mécanisme de revente des actions Prologue correspondant au total des fractions d'actions Prologue formant rompus (arrondi à l'unité supérieure) pour le compte des actionnaires et des obligataires d'O2i qui auront apporté à l'Offre un nombre d'actions et d'OC O2i ne leur permettant pas de recevoir un nombre entier d'actions Prologue.

L'intermédiaire habilité ainsi désigné cèdera sur le marché les actions Prologue correspondant au total des fractions d'actions Prologue formant rompus (arrondi à l'unité supérieure), pour le compte des actionnaires et obligataires d'O2i participant à ce mécanisme, au plus tard dix jours de négociation suivant la date de règlement-livraison de l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

En contrepartie de la fraction d'action Prologue formant rompu, chaque apporteur recevra un montant en numéraire (en euros arrondi au centime d'euro le plus proche, étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à 1 centime d'euro) égal à cette fraction d'action Prologue multipliée par le prix moyen par action Prologue, résultant de la cession sur Euronext Paris de l'ensemble des actions Prologue formant rompu, étant précisé que Prologue prendra à sa charge les commissions de courtage ainsi que les autres frais qui seront liés à la mise en place de ce mécanisme.

Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires et obligataires d'O2i dans les meilleurs délais à compter de la date de cession des actions formant rompu sur le marché. Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par les actionnaires et les obligataires d'O2i en contrepartie d'une fraction d'action Prologue formant rompu.

A l'issue de la période de réouverture de l'Offre, il sera mis en place le même mécanisme de revente des actions Prologue formant rompu pour les besoins du traitement des rompus engendrés au cours de la période de réouverture de l'Offre.

1.5.3 Engagements d'apport à l'Offre

Prologue a indiqué que certains actionnaires d'O2i, détenant 400.000 actions O2i et représentant 6,16% du capital social et des droits de vote d'O2i à la Date de Dépôt de l'Offre initiée par Prologue (soit à la date de la présente note en réponse 5,8%), auraient conclu le 10 octobre 2014 des engagements d'apport avec l'Initiateur, aux termes desquels ils se seraient engagés, sous certaines conditions, à apporter à l'Offre l'intégralité des actions O2i qu'ils détiennent (les « **Engagements d'Apport** »).

Il est indiqué par Prologue que les Engagements d'Apport seront résiliés de plein droit en cas de dépôt par un tiers, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, après le dépôt par l'Initiateur de l'Offre, d'un projet d'offre publique concurrente de l'Offre ayant fait l'objet de la publication d'un avis d'ouverture de la part de l'AMF, dans l'hypothèse où l'Initiateur déciderait de ne pas surenchérir dans le délai prévu à l'article 232-6 du Règlement général de l'AMF ou de

surenchérir dans les conditions qui ne permettraient pas de rendre l'Offre conforme en application des articles 232-7 et 231-23 du Règlement général de l'AMF.

1.5.4 Traités d'apport à l'Offre

Plusieurs actionnaires d'O2i, parmi lesquels certains actionnaires ayant conclu des Engagements d'Apport, se seraient engagés à transférer dans le cadre d'un apport en nature, la propriété de leurs actions O2i à Prologue, selon la Parité d'Echange proposée dans le cadre de l'Offre, sous la seule réserve de l'absence d'offre concurrente ou de surenchère, mais indépendamment de la question de savoir si le seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF serait atteint ou pas (les « **Traités d'Apport** »).

Les Traités d'Apport porteraient, à la Date de Dépôt de l'Offre, sur un total de 660.000 actions O2i, représentant 10,16% du capital social et des droits de vote d'O2i, soit 9,58 % à la date de la présente note en réponse, selon la répartition suivante :

- 100.000 actions O2i détenues par Monsieur ERIC ROUVROY, personne physique, Résident en Suisse, à Les Rotchets, 43 E, 2718 LAJOUX ;
- 560.000 actions O2i détenues par Alterfi, agissant pour le compte du fonds AlterFi Managed Futures Fund, dont elle assure la gestion. AlterFi est une société anonyme de droit suisse au capital de 150.000 francs suisse, dont le siège social est situé à Les Rochets, 43 E, 2718 LAJOUX, Suisse. Elle est immatriculée au RCS de Delémont, sous le numéro CH-670.3.005.086-8, et est représentée par Monsieur ERIC ROUVROY.

Il est précisé que la validité des Traités d'Apport est contestée par la Société dès lors qu'elle considère qu'ils visent à contourner l'application de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF.

1.6 Conditions de l'Offre

1.6.1 Seuil de caducité de l'Offre

Il est rappelé qu'en application des dispositions de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF, l'Offre serait caduque si, à la date de la clôture, l'Initiateur ne détenait pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital social ou des droits de vote d'O2I supérieure à 50% des actions ou des droits de vote à cette date.

Toutefois, l'Initiateur a demandé, dans la lettre de dépôt du projet d'Offre en date du 9 décembre 2014, qu'il soit fait application du 2° de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF prévoyant que l'AMF peut exceptionnellement écarter l'exigence d'un tel seuil de caducité.

Il prétend motiver cette dérogation par le seul fait que la direction générale d'O2I a indiqué qu'une partie de son actionnariat représentant la majorité de son capital social lui avait fait part de son soutien et donc de son opposition à cette Offre.

Position de la Société quant à l'application du seuil de caducité

Il est précisé que, par courrier du 13 janvier 2015, la Société, par l'intermédiaire de ses conseils, s'est opposée auprès de l'AMF à la demande de dérogation au seuil de caducité formulée par Prologue.

En effet, la Société constate que les dispositions de l'article 231-9 I 2° du Règlement général de l'AMF, disposent que *« lorsque l'atteinte de la majorité paraît impossible ou improbable pour des raisons ne tenant pas aux caractéristiques de l'offre, l'AMF peut, à la demande de l'initiateur, autoriser que le seuil soit écarté ou abaissé en deçà de 50 % du capital ou des droits de vote, notamment lorsque :*

- a) La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une personne autre que l'initiateur, qui n'agit pas de concert avec lui au sens de l'article L. 233-10 ;*
- b) Des engagements de non-apport à l'offre ont été conclus par un ou des actionnaires de la société visée, en particulier dans le cas où l'application du seuil visé au 1° oblige l'initiateur à devoir acquérir au moins deux-tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre ;*
- c) Il existe une ou plusieurs offres concurrentes ;*
- d) Des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires empêchent toute prise de contrôle majoritaire. »*

Or, il ressort de la consultation publique du 13 mai 2014, et de la modification récente du règlement général de l'AMF, que la simple expression d'intentions de non-apport à l'offre de la part d'actionnaires de la société cible a été expressément écartée du champ d'application de l'article 231-9 I 2° du Règlement général de l'AMF.

En effet, si une telle exception devait être retenue, *« Un initiateur serait susceptible d'échapper à l'application du seuil de caducité du seul fait que d'autres actionnaires auraient dévoilé leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre »* (Synthèse des réponses à la consultation publique du 13 mai 2014, I.B v).

L'AMF a donc décidé que *« compte tenu de l'avis relativement unanime des participants à la consultation, le règlement général est modifié afin de supprimer le cas d'exemption lié aux intentions de ne pas apporter à l'offre formulées par des actionnaires et de ne mentionner que « les engagements » »*.

La Société constate que la demande de dérogation formulée par Prologue repose uniquement sur le fait que certains actionnaires de la Société, représentant 50% de son capital social, ont *« manifesté leur soutien »* à Monsieur Jean-Thomas Olano, lequel s'est prononcé en défaveur de l'Offre.

En conséquence, la Société considère que les déclarations publiques de Monsieur Olano, rapportant le soutien apporté à la direction du groupe par la majorité de ses actionnaires, traduisant ainsi leur hostilité à l'égard de l'Offre initiée par la société Prologue, ne permettent pas d'écarter l'application dudit seuil de caducité. C'est la raison pour laquelle la Société a demandé, conformément aux dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, le maintien du seuil de caducité conformément au droit commun.

Au surplus, la Société considère que l'application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF fait obstacle à la conclusion des Traités d'Apports de titres O2I que Prologue entend mettre en œuvre que le seuil de caducité soit atteint ou pas.

En effet, de tels traités ne peuvent être considérés comme étant distincts de l'Offre elle-même alors qu'ils sont soumis aux mêmes termes et conditions que celle-ci, notamment en ce qui concerne la parité, l'absence de surenchère, et l'approbation par l'assemblée générale de Prologue.

Compte tenu du caractère impératif du seuil de caducité, dans l'éventualité où Prologue n'obtiendrait pas à la clôture de l'offre publique un nombre d'apports de titres O2I représentant au moins 50% de son capital ou de ses droits de vote, l'Offre serait réputée caduque de plein droit. Consécutivement les ordres d'apports à l'offre seront caducs.

1.6.2 Assemblée générale extraordinaire de Prologue

Au terme de son projet de note d'information, Prologue entend donner une suite positive à son Offre sous réserve de l'approbation par son assemblée générale extraordinaire devant initialement se réunir le 17 janvier 2015, et de l'approbation de la résolution relative à l'émission des actions Prologue en rémunération des titres apportés dans le cadre de l'Offre.

L'émission des actions nouvelles Prologue serait réalisée selon la procédure des augmentations de capital par voie d'apport en nature, conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, selon la Parité d'Echange proposée dans le cadre de l'Offre.

Monsieur Didier-Yves Racape, commissaire aux apports désigné par Ordonnance du Tribunal de Commerce d'Evry le 17 décembre 2014 (le « **Commissaire aux Apports** »), a été chargé d'apprécier la valeur des apports et la parité d'échange, et a mis à disposition du public un premier rapport le 9 janvier 2015.

A la date de la présente note d'information, le Commissaire aux Apports a indiqué dans son rapport ne pas avoir été mis en mesure d'effectuer sa mission concernant l'appréciation de la parité d'échange proposée par Prologue, notamment pour le motif suivant :

« Aucune des deux sociétés n'étant suivie par des analystes financiers, nous ne disposons pas d'études suffisantes permettant de fournir des éléments d'analyse et de perspective des marchés sur lesquels opèrent les deux groupes. Dès lors, il ne nous a pas été possible d'apprécier la cohérence et la vraisemblance des hypothèses de croissance d'activité et d'évolution de rentabilité retenues dans les plans d'affaires respectifs utilisés pour déterminer les valeurs des actions O2I et Prologue. »

Le commissaire aux apports a donc déclaré, à la date du rapport, ne pas être en mesure de « conclure sur la valeur des apports » et ne pas pouvoir « conclure (...) sur la parité proposée », un rapport complémentaire à cet effet devant être élaboré ultérieurement. En conséquence, la réunion de l'assemblée générale de Prologue a été ajournée.

Il est indiqué qu'à la date la présente note d'information en réponse, le rapport conclusif du commissaire aux apports de Prologue n'est toujours pas disponible et aucune information n'a été communiquée sur la date à laquelle l'assemblée générale de Prologue se prononcera sur l'Offre et l'émission des actions nouvelles devant rémunérer les titres apportés dans le cadre de l'Offre.

L'Offre étant faite sous la condition que l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Prologue décide le principe de l'émission des actions Prologue rémunérant les actions et les OC O2i apportées à l'Offre, celle-ci deviendrait caduque en cas de rejet de la ou les résolutions.

2 AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE DE LA SOCIETE O2I

Le Comité d'Entreprise de la Société s'est réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du contenu du projet de note d'information et, a rendu, le 18 décembre 2014 à 14 heures, conformément aux articles L.2323-21 et suivants du Code du Travail, l'avis suivant :

« Après lecture de ce projet et après en avoir débattu, nous, membres du Comité d'Entreprise, considérons ce projet Offre Public d'Echange, déposé par Prologue, ne présente pas les garanties suffisantes et nécessaires au rapprochement entre Groupe O2I et Prologue, notamment au regard des motifs suivants :

- *Aucun dirigeant de Prologue depuis l'annonce de cette O.P.E. n'a manifesté son souhait de prendre contact avec notre PDG, Jean-Thomas Olano. La communication n'est faite que par communiqués interposés publiés dans la presse spécialisée, traduisant ainsi l'attitude hostile et peu constructive de Prologue.*
- *Cette offre indique la création d'un groupe dont le chiffre d'affaires serait supérieur à 70M€, alors même que le Groupe O2I pèse à lui seul 50M€ et bénéficie d'une croissance régulière et que Prologue sort à peine d'un plan de continuation grâce à une levée de fonds de nature exceptionnelle. Le rapprochement entre Groupe O2I et Prologue ne nous semble pas profitable.*
- *Quelles synergies apporteraient ce rapprochement ? Nous considérons qu'il n'y en a pas. En effet, compte tenu de l'activité de Prologue décrite au projet, nous relevons que notre groupe, spécialisé dans l'intégration d'équipements et de logiciels informatiques ainsi que dans la formation professionnelle, ne présente aucun point commun avec Prologue, si ce n'est être présent dans le secteur informatique.*
- *Prologue se contente d'affirmer ne pas vouloir modifier les stratégies industrielles, commerciales et financières de Groupe O2I, sans même les définir, tout en remaniant le conseil d'administration et sans que le sort de la Direction Générale, pourtant essentiel ne soit précisé, ce qui prouve encore une fois l'absence de sérieux de l'offre.*

En conséquence nous considérons que cette offre Publique d'Echange représente un risque réel sur le développement du Groupe O2I et sur le maintien à long terme du niveau de l'emploi. Dès lors nous émettons un avis défavorable. Nous décidons ne pas procéder à l'audition de l'auteur de l'offre, et de ne pas désigner un expert-comptable. »

Le Comité d'Entreprise a donc émis un avis **DEFAVORABLE** sur le projet d'Offre.

Cet avis a été rendu à l'**unanimité**.

3 DECISION ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

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 25 février 2015 à 16 heures afin d'examiner le projet d'Offre déposé par Prologue et de donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Cet avis est reproduit ci-dessous :

« Le Conseil d'Administration de la société O2I, ci-après la « Société », s'est réuni au siège social, sur convocation de son Président, à l'effet de délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- Avis motivé du Conseil d'administration d'O2I sur l'intérêt de l'Offre Publique d'Echange déposée par PROLOGUE SA et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires,*
- Questions diverses,*
- Pouvoirs pour l'accomplissement des formalités.*

Sont présents :

- Monsieur Jean-Thomas Olano, Président-Directeur Général,*
- Madame Thuy Trang Nguyen, Administrateur.*
- Monsieur Lionel Clary, Administrateur.*

Chacun des Administrateurs présents a signé, lors de son entrée en séance, le registre de présence aux délibérations du Conseil. La séance est ouverte sous la présidence de Monsieur Jean-Thomas Olano.

Monsieur Hervé Lozach membre représentant du Comité d'Entreprise, régulièrement convoqué, est présent.

La société ARCADE FINANCE et LES EXPERTS COMPTABLES DES PME.COM, Co-Commissaires aux Comptes de la société, régulièrement convoqués, sont absents.

Le Président constate que tous les Administrateurs de la Société sont présents. Il déclare alors que le Conseil est régulièrement constitué et qu'il peut valablement délibérer.

1 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'O2I

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF »), les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis ce jour, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'offre publique déposé le 9 décembre 2014 (l'« Offre ») par Prologue S.A. (« Prologue » ou l'« Initiateur ») auprès de l'AMF et de donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Pour cela, le Conseil d'administration a pris connaissance, préalablement à la réunion, des documents suivants :

- (i) l'avis de dépôt du projet d'Offre publique d'échange sur les titres de la Société qui a été publié par l'AMF le 9 décembre 2014 ;*
- (ii) le projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Invest Securities ;*
- (iii) le rapport d'expertise indépendante de Monsieur Gilles de Courcel du cabinet Ricol Lasteyrie, nommé par la Société ;*
- (iv) l'avis du Comité d'entreprise de la Société rendu le 18 décembre 2014 ;*
- (v) le rapport du commissaire aux apports, Monsieur Didier-Yves Racapé, désigné le 17 décembre 2014 par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce d'Evry afin d'établir le rapport prévu par l'article L.225-147 du Code de commerce, à la requête de Prologue, et rendu le 9 janvier 2015 ; et*
- (vi) le projet de note en réponse d'O2I.*

Le Conseil d'administration rappelle que, pour lui permettre d'accomplir diligemment sa mission d'analyse de l'Offre et de rendre un avis motivé sur celle-ci, il s'est fait assister par un expert financier en la personne de Monsieur Jean-Pascal Brivady (Indigo Finance) et par un conseil juridique en la personne de Maître Gérard Cohen (Ngo Cohen Amir-Aslani & Associés).

Le Conseil d'administration indique en outre que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 5° du Règlement général de l'AMF, la Société a désigné un expert indépendant du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires.

En conséquence, le Conseil d'administration, lors de sa séance du 19 décembre 2014, a décidé, à l'unanimité, de désigner le cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, représenté par Monsieur Gilles de Courcel, en qualité d'expert indépendant, afin d'apprécier d'une part, la conformité de l'Offre à l'intérêt social de la Société, et d'autre part, les modalités financières offertes aux actionnaires de la Société.

1.1 Analyse de l'Offre de Prologue

A la date du dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur indique ne détenir aucun titre O2I.

Ce projet d'Offre est un projet d'offre publique d'échange portant sur la totalité des actions de la Société, ainsi que sur la totalité des BSAAR (bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables) et des OC (obligations convertibles) émis par la Société.

Aux termes de cette Offre, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Initiateur offrira de manière irrévocable aux titulaires de titres financiers de la Société de lui apporter (i) les actions qu'ils détiennent pour une parité de 2 actions O2I contre 3 actions Prologue (ii) les obligations convertibles (OC) qu'ils détiennent pour une parité de 2 OC O2I contre 3 actions Prologue (plus le versement d'une soulte correspondant au coupon couru) et (iii) les bons de

souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAAR) payable en numéraire au prix unitaire de 0,05€.

Le Conseil d'administration relève que le projet de note d'information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF, contient en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre.

Par ailleurs, il est important de souligner que l'Offre est soumise à la réalisation des conditions suivantes :

- l'atteinte du seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF
- l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Prologue, initialement convoquée pour le 17 janvier 2015, de la résolution relative à l'émission des actions nouvelles Prologue en rémunération des apports d'O2I, et reportée à une date indéterminée.

Sur le seuil de caducité

Il est rappelé qu'en application des dispositions de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF, l'Offre serait caduque si, à la date de la clôture, l'Initiateur ne détenait pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital social ou des droits de vote d'O2I supérieure à 50% des actions ou des droits de vote à cette date.

Toutefois, l'Initiateur a demandé, dans la lettre de dépôt du projet d'Offre en date du 9 décembre 2014, qu'il soit fait application du 2° de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF prévoyant que l'AMF peut exceptionnellement écarter l'exigence d'un tel seuil de caducité.

Il prétend motiver cette dérogation par le seul fait que la direction générale d'O2I a indiqué qu'une partie de son actionnariat représentant la majorité de son capital social lui avait fait part de son soutien et donc de son opposition à cette Offre.

Il est précisé que, par courrier du 13 janvier 2015, la Société, par l'intermédiaire de ses conseils, s'est opposée auprès de l'AMF à la demande de dérogation au seuil de caducité formulée par Prologue.

En effet, le Conseil d'administration constate que les dispositions de l'article 231-9 I 2° du Règlement général de l'AMF, disposent que « lorsque l'atteinte de la majorité paraît impossible ou improbable pour des raisons ne tenant pas aux caractéristiques de l'offre, l'AMF peut, à la demande de l'initiateur, autoriser que le seuil soit écarté ou abaissé en deçà de 50 % du capital ou des droits de vote, notamment lorsque :

- a) La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce par une personne autre que l'initiateur, qui n'agit pas de concert avec lui au sens de l'article L. 233-10 ;
- b) Des engagements de non-apport à l'offre ont été conclus par un ou des actionnaires de la société visée, en particulier dans le cas où l'application du seuil visé au 1° oblige l'initiateur à devoir acquérir au moins deux-tiers des titres susceptibles d'être apportés à l'offre ;
- c) Il existe une ou plusieurs offres concurrentes ;

d) Des dispositions législatives, réglementaires ou statutaires empêchent toute prise de contrôle majoritaire. »

Or, il ressort de la consultation publique du 13 mai 2014, et de la modification récente du règlement général de l'AMF, que la simple expression d'intentions de non-apport à l'offre de la part d'actionnaires de la société cible a été expressément écartée du champ d'application de l'article 231-9 I 2° du Règlement général de l'AMF.

En effet, si une telle exception devait être retenue, « Un initiateur serait susceptible d'échapper à l'application du seuil de caducité du seul fait que d'autres actionnaires auraient dévoilé leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre » (Synthèse des réponses à la consultation publique du 13 mai 2014, I.B v).

L'AMF a donc décidé que « compte tenu de l'avis relativement unanime des participants à la consultation, le règlement général est modifié afin de supprimer le cas d'exemption lié aux intentions de ne pas apporter à l'offre formulées par des actionnaires et de ne mentionner que les engagements » »

Le Conseil d'administration constate que la demande de dérogation formulée par Prologue repose uniquement sur le fait que certains actionnaires de la Société, représentant 50% de son capital social, ont « manifesté leur soutien » à Monsieur Jean-Thomas Olano, lequel s'est prononcé en défaveur de l'Offre.

En conséquence, la Société considère que les déclarations publiques de Monsieur Olano, rapportant le soutien apporté à la direction du groupe par la majorité de ses actionnaires, traduisant ainsi leur hostilité à l'égard de l'Offre initiée par la société Prologue, ne permettent pas d'écarter l'application dudit seuil de caducité. C'est la raison pour laquelle la Société a demandé, conformément aux dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, le maintien du seuil de caducité conformément au droit commun.

Au surplus, la Société considère que l'application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF fait obstacle à la conclusion des traités d'apports de titres O2I que Prologue entend mettre en œuvre que le seuil de caducité soit atteint ou pas.

En effet, de tels traités ne peuvent être considérés comme étant distincts de l'Offre elle-même alors qu'ils sont soumis aux mêmes termes et conditions que celle-ci, notamment en ce qui concerne la parité, l'absence de surenchère, et l'approbation par l'assemblée générale de Prologue.

Compte tenu du caractère impératif du seuil de caducité, dans l'éventualité où Prologue n'obtiendrait pas à la clôture de l'offre publique un nombre d'apports de titres O2I représentant au moins 50% de son capital ou de ses droits de vote, l'Offre serait réputée caduque de plein droit. Consécutivement les ordres d'apports à l'offre seront caducs.

Sur les conditions de réunion de l'assemblée de Prologue convoquée pour le 17 janvier 2015

Initialement convoquée pour le 17 janvier 2015, cette assemblée générale a été reportée. Il est notamment soulevé qu'à cette date le commissaire aux apports désigné sur requête de Prologue n'avait pas été mis en mesure d'effectuer sa mission concernant l'appréciation de la parité d'échange proposée par Prologue pour le motif suivant :

« Aucune des deux sociétés n'étant suivie par des analystes financiers, nous ne disposons pas d'études suffisantes permettant de fournir des éléments d'analyse et de perspective des marchés sur lesquels opèrent les deux groupes. Dès lors, il ne nous a pas été possible d'apprécier la cohérence et la vraisemblance des hypothèses de croissance d'activité et d'évolution de rentabilité retenues dans les plans d'affaires respectifs utilisés pour déterminer les valeurs des actions O2I et Prologue. »

Le commissaire aux apports a donc déclaré, à la date du rapport, ne pas être en mesure de « conclure sur la valeur des apports » et ne pas pouvoir « conclure (..) sur la parité proposée », un rapport complémentaire à cet effet devant être élaboré ultérieurement. Il est soulevé qu'à la date de reddition par le Conseil d'administration d'O2I de son avis sur l'Offre, soit ce jour, le rapport conclusif du commissaire aux apports de Prologue n'est toujours pas disponible.

1.2 Intérêts et conséquences pour O2i

L'Initiateur prétend motiver son Offre par la seule création « d'un groupe dont le chiffre d'affaires serait supérieur à 70 M€ (données estimées Prologue pro forma 2014), opérant dans les domaines complémentaires des outils de développement et de la formation ». Il n'explique nullement en quoi les domaines d'intervention des deux groupes sont complémentaires et/ou leurs permettraient de bénéficier de synergies.

Le Conseil relève que le seul point commun entre les deux groupes est d'être présent dans le domaine très vaste de l'informatique. Prologue est spécialisée dans l'édition et l'intégration de solutions de dématérialisation, de cloud et de communications IP, alors que la Société est présente sur le marché de la formation informatique professionnelle, dans l'édition de solutions logicielles (outils de gestion de flux multimédia) et distribue des solutions d'impression en technologie UV.

Tout au contraire, le Conseil d'administration constate qu'il n'existe aucune complémentarité ni synergie entre les activités des deux groupes.

Sur l'absence de complémentarités et de synergies entre O2I et Prologue

Le seul et unique point avancé par Prologue pour tenter de justifier d'éventuelles complémentarités et synergies consiste à évoquer l'ouverture potentielle de nouveaux marchés sur lesquels Prologue serait présent.

Cet argument ne fait pas de sens.

En effet, la perspective de développer à « faible coût » M2i, l'activité de formation d'O2I en Espagne, en utilisant les implantations de Prologue dans ce pays relève de la méconnaissance la plus totale de cette activité de formation.

En France, sur un marché bien connu par O2I au travers de son activité historique d'ingénierie et de distribution, il lui aura fallu cinq ans d'efforts et 17 acquisitions pour réussir à constituer un groupe de taille critique sur ce marché.

Il est illusoire de penser que le processus serait plus rapide en Espagne, d'autant plus qu'il s'agit d'un cadre réglementaire différent. Au surplus, Prologue ne dispose pas en Espagne des installations et structures nécessaires au développement d'une offre de formation dans ce pays.

Outre sa faible taille, qui n'offrirait l'accès qu'à un nombre limité de clients ou prospects, les contacts de Prologue sont les Directions des Services Informatiques (DSI), alors que la formation professionnelle relève des Directions des Ressources humaines. Le développement de la formation sur les autres territoires évoqués par Prologue (Brésil, Etats-Unis ...) fait encore moins sens.

Par ailleurs, le développement de l'offre Prologue au travers des contacts commerciaux d'O2I en France est tout aussi illusoire pour les mêmes raisons. Les DRH, qui sont les contacts habituels d'O2I, ne sont pas compétents en matière de Services informatiques et les équipes de M2i ne sont pas compétentes pour vendre de tels services.

Enfin, le développement de la plateforme logicielle ai.flow grâce à la prétendue expertise de Prologue dans le cloud n'est qu'une déclaration d'intention. En effet, Prologue n'a à ce jour démontré aucune réalisation sérieuse dans ce secteur très concurrentiel et n'a réalisé aucun chiffre d'affaires au titre de cette activité. Or, à son stade de développement, il est essentiel qu'ai.flow puisse s'appuyer sur des structures performantes pour conserver son avance.

Attendre que Prologue soit en mesure de mettre au point des solutions établies dans ce domaine précéderait inutilement le développement d'ai.flow, alors qu'il existe sur le marché des compétences beaucoup plus avérées pour accompagner son développement en mode Saas.

Sur l'absence de plan de développement d'O2I conçu par Prologue

Le Conseil d'administration relève que l'Initiateur se contente d'indiquer dans son Offre « qu'il n'entend pas, à ce jour, modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société [O2I] au cours des douze prochains mois. En particulier, il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de la Société. »

Cette déclaration d'intention ne permet en aucune manière d'appréhender le vrai projet d'entreprise de l'Initiateur, si tant est qu'il en existe un. La poursuite de la stratégie d'O2I par Prologue nous paraît incohérente dès lors que Prologue qui ne la connaît pas, et ne prétend d'ailleurs pas la connaître, souhaite prendre le contrôle du Conseil d'administration et donc de la direction générale. Prologue prétend étayer cette déclaration en affirmant ne pas envisager de modifier l'objet social d'O2I. On voit mal en quoi le maintien de l'objet social est un gage de la stratégie industrielle, commerciale ou financière d'une société.

Par ailleurs, le management de Prologue n'a jamais démontré sa capacité à développer une activité rentable. Les résultats de Prologue font état sur les dix dernières années d'une exploitation la plupart du temps déficitaire et d'un développement commercial réduit. Or, O2I, qui vient d'opérer en cinq ans une transformation complète de son business model autour de la formation et de l'activité d'éditeur de logiciel, a aujourd'hui pris l'engagement de faire évoluer sa rentabilité vers des niveaux normatifs de marché, tout en maintenant une croissance régulière comparable à celle des marchés sur lesquels la Société opère.

Il est inconcevable que le management de Prologue qui devrait alors intégrer des métiers qu'il ne connaît pas, et une entreprise d'une taille trois fois plus importante que ce qu'il a l'habitude de diriger, soit capable de réaliser cet objectif.

Il faut noter au surplus qu'aucune indication n'est donnée (i) sur l'existence ou non d'un ou plusieurs actionnaires de référence de la société Prologue, (ii) sur la désignation ou pas de nouveaux administrateurs au sein du conseil d'administration de Prologue, (iii) sur l'identité ou

le profil des administrateurs ayant vocation à représenter Prologue au Conseil d'administration d'O2I.

Pour finir, Prologue n'indique pas vouloir soutenir le développement d'O2I et encore moins les moyens réels qui pourraient être mis à disposition d'O2I dans le cadre d'un projet d'entreprise commun.

Sur la situation réelle de Prologue

Il est avéré que Prologue connaît des difficultés financières récurrentes, ce qui l'avait conduit à effectuer dès 2002 un recentrage sur certaines activités historiques. Elle a cependant été déclarée en cessation des paiements en novembre 2004 et a fait l'objet d'un plan de redressement judiciaire ouvert par le Tribunal de Commerce d'Evry à compter de novembre 2005, prévoyant notamment un plan de réduction du personnel et la liquidation de certaines filiales.

Suivant communiqué du 13 octobre 2014, Prologue a annoncé sa « sortie anticipée du plan de continuation » avec deux ans d'avance.

Loin de lever les doutes sur sa situation économique, le Conseil d'administration relève que cette sortie du plan de redressement judiciaire repose sur des levées de fonds de nature extraordinaire plutôt que sur le développement de sa rentabilité. En effet, en 2012, le paiement des créances dues au titre de l'option 1 du plan de continuation n'a pu être réalisée que grâce à l'exercice de bons de souscriptions.

De même, c'est la conversion des BSAAR 2020 en BSAAR 2021 courant octobre 2014, qui a permis à Prologue de régler les deux dernières échéances de son plan de continuation.

En conséquence, le Conseil d'administration ne partage pas le même optimisme que celui affiché par la direction de Prologue quant à sa capacité à se développer et, par là même, à accompagner la croissance d'O2I.

* * *

Compte tenu de ce qui précède, le Conseil d'administration considère que l'Offre initiée par Prologue n'est aucunement émise dans l'intérêt d'O2I mais uniquement dans celui de Prologue, et que celui-ci ne constitue pas le partenaire adéquat pour poursuivre et accélérer le projet développé par la Société.

Le Conseil d'administration considère donc que tous ces éléments aboutiraient en fait à mettre en péril le fonctionnement et la pérennité d'O2I et que l'Offre n'est pas conforme à l'intérêt social de cette dernière.

1.3 Intérêts et conséquences pour les salariés d'O2I

Le Conseil d'administration relève que l'Initiateur a indiqué « que l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur l'emploi au sein d'O2I ».

Cette affirmation au conditionnel illustre le peu de sérieux de cette Offre.

Le Comité d'Entreprise de la Société ne s'est d'ailleurs pas laissé tromper puisqu'il s'est réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du contenu du projet de note d'information et

a rendu, le 18 décembre 2014 à 14 heures, conformément aux dispositions des articles L2323-21 et suivants du Code du Travail, l'avis suivant :

« Après lecture de ce projet et après en avoir débattu, nous, membres du Comité d'Entreprise, considérons ce projet Offre Public d'Echange, déposé par Prologue, ne présente pas les garanties suffisantes et nécessaires au rapprochement entre Groupe O2I et Prologue, notamment au regard des motifs suivants :

- *Aucun dirigeant de Prologue depuis l'annonce de cette O.P.E. n'a manifesté son souhait de prendre contact avec notre PDG, Jean-Thomas Olano. La communication n'est faite que par communiqués interposés publiés dans la presse spécialisée, traduisant ainsi l'attitude hostile et peu constructive de Prologue.*
- *Cette offre indique la création d'un groupe dont le chiffre d'affaires serait supérieur à 70M€, alors même que le Groupe O2I pèse à lui seul 50M€ et bénéficie d'une croissance régulière et que Prologue sort à peine d'un plan de continuation grâce à une levée de fonds de nature exceptionnelle. Le rapprochement entre Groupe O2I et Prologue ne nous semble pas profitable.*
- *Quelles synergies apporteraient ce rapprochement ? Nous considérons qu'il n'y en a pas. En effet, compte tenu de l'activité de Prologue décrite au projet, nous relevons que notre groupe, spécialisé dans l'intégration d'équipements et de logiciels informatiques ainsi que dans la formation professionnelle, ne présente aucun point commun avec Prologue, si ce n'est être présent dans le secteur informatique.*
- *Prologue se contente d'affirmer ne pas vouloir modifier les stratégies industrielles, commerciales et financières de Groupe O2I, sans même les définir, tout en remaniant le conseil d'administration et sans que le sort de la Direction Générale, pourtant essentiel ne soit précisé, ce qui prouve encore une fois l'absence de sérieux de l'offre.*

En conséquence nous considérons que cette offre Publique d'Echange représente un risque réel sur le développement du Groupe O2I et sur le maintien à long terme du niveau de l'emploi. Dès lors nous émettons un avis défavorable. Nous décidons ne pas procéder à l'audition de l'auteur de l'offre, et de ne pas désigner un expert-comptable. »

*Le Comité d'Entreprise a donc émis un avis **DEFAVORABLE** sur le projet d'Offre.*

Cet avis a été rendu à l'unanimité.

Sur cet aspect, le Conseil d'administration souhaite ajouter que les activités de services comme celles proposées par O2I reposent avant tout sur la mobilisation et la cohérence de ses équipes et de son encadrement.

Or, les équipes d'O2I ont manifesté à de nombreuses reprises leur hostilité au projet d'Offre initié par Prologue, ce qui est clairement traduit par les délibérations du Comité d'Entreprise.

Au surplus, s'agissant des personnes qui pourraient être considérées comme « clefs » dans le projet de développement d'O2I, il est vraisemblable qu'un rapprochement avec Prologue se traduirait par le départ d'un certain nombre d'entre elles, ce qui fragiliserait d'autant plus O2I.

Prologue, dont la taille est très nettement inférieure à celle d'O2I, et qui en outre reconnaît ne pas connaître les métiers d'O2I, notamment en ce qui concerne la formation professionnelle, serait dans l'incapacité de suppléer efficacement ces départs.

Enfin, compte tenu de :

- l'absence de complémentarités et de synergies générées par cet éventuel rapprochement ;*
- l'incompréhension manifeste de la direction de Prologue sur les métiers d'O2I ;*
- la situation de Prologue ci-dessus évoquée ;*

le Conseil d'administration ne peut qu'émettre les plus sérieux doutes sur le maintien à long terme du niveau de l'emploi au sein du groupe O2I si Prologue venait à prendre le contrôle de la Société.

1.4 Intérêts et conséquences pour les actionnaires d'O2i

Il est tout d'abord rappelé que l'expert indépendant, Monsieur Gilles de Courcel (cabinet Ricol Lasteyrie) a été mis en mesure de discuter avec la direction d'O2I et a pu s'entretenir avec les dirigeants de la société Prologue, en présence de Invest Securities, la banque présentatrice, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Monsieur Gilles de Courcel a remis au Conseil d'administration son rapport le 24 février 2015.

Il est également rappelé que conformément à la réglementation applicable, le rapport de l'expert indépendant inclut une attestation d'indépendance, aux termes de laquelle il est attesté de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la mission qui lui a été confiée.

Les conclusions du rapport de l'expert indépendant sont les suivantes :

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

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

- o *Vermots Finance, société contrôlée par Monsieur Jacques Rouvroy (n'ayant pas de représentant au conseil d'administration), détenant 0,5 % du capital (0,4 % des droits de votes),*

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

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

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

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

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

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

Il est constaté un écart extrêmement important entre les valeurs d'entreprises retenues par la banque présentatrice Invest Securities mandatée par Prologue et celles retenues par l'expert indépendant, aboutissant à une surévaluation flagrante de Prologue et une sous-évaluation d'O2I.

Sur la surévaluation de la valeur de Prologue et la sous-évaluation de la valeur O2I

Le cabinet Ricol Lasteyrie estime, selon la méthode « Discounted Cash Flows », méthode retenue également par la banque présentatrice, que la valeur d'entreprise de Prologue s'élève à 16,2 M€ contre 43,5 M€ pour la banque présentatrice.

Cette surévaluation s'expliquerait notamment par les opérations réalisées sur le capital de Prologue courant 2014, justifiant l'existence d'une trésorerie importante de Prologue mais qui ne trouve pas son origine dans la création de valeur générée par Prologue.

En conséquence, il apparaît que Prologue est surévaluée par la banque présentatrice mandatée par elle de 27,3 M€, soit 2,7 fois sa valeur réelle telle qu'estimée par l'expert indépendant.

Le Conseil d'administration relève également qu'O2I est sous-évaluée par les travaux de la banque présentatrice, l'expert indépendant estimant que la valeur d'entreprise d'O2I est supérieure à celle de Prologue.

L'expert indépendant constate une différence de méthodologie dans les méthodes de valorisation mises en œuvre pour évaluer les sociétés, en particulier en termes d'appréciation du risque, privilégiant une approche dérisquée et volontariste dans le cas de l'évaluation de Prologue, non reproduite dans l'évaluation d'O2I.

In fine, il ressort de l'expertise indépendante effectuée par le cabinet Ricol Lasteyrie, que la valeur d'entreprise d'O2I (17,7M€) est supérieure à celle de Prologue (16,2M€).

Or, il est proposé aux actionnaires d'O2I d'échanger leurs actions O2I contre des actions Prologue, selon une parité de 2 actions O2I contre 3 actions Prologue. Sur la base des valeurs respectives des deux sociétés, l'expert-indépendant met en évidence que cette parité représente pour les actionnaires d'O2I une prime négative de – 29,3%, soit une insuffisance de rémunération.

Compte tenu des travaux réalisés par l'expert indépendant, le Conseil d'administration constate que la transaction proposée à ses actionnaires n'est aucunement équitable.

Sur l'absence d'actionnaire de référence de Prologue

L'expert indépendant a par ailleurs constaté « des incertitudes pesant (i) sur la structure de l'actionnariat de Prologue (ii) sur la composition des organes de gouvernance de Prologue et de O2i à l'issue de l'offre, et (iii) sur le projet stratégique d'ensemble ; » ajoutant que « aucune information n'est donnée sur l'existence ou non d'un ou plusieurs actionnaires de référence, sur l'éventualité ou non de désignation de nouveaux administrateurs au sein du conseil d'administration de Prologue, ni sur l'identité ou le profil des administrateurs ayant vocation à représenter Prologue au conseil d'administration d'O2i ».

Le Conseil d'administration rappelle que l'expert indépendant considère de ce fait que l'Offre initiée par Prologue n'est pas conforme à l'intérêt social d'O2I.

Sur l'incidence de l'offre sur les actionnaires ayant souscrit des titres en loi TEPA

A la connaissance du Conseil d'administration, un certain nombre d'actionnaires d'O2I ont souscrit au capital de la Société dans le cadre de l'application la loi dite TEPA (loi n°2007-1223 du 21 août 2007), leur permettant ainsi de bénéficier d'un avantage fiscal en contrepartie de leur investissement dans une PME.

Néanmoins, l'article 885-0 V bis du Code Général des Impôts prévoit que « le bénéfice de l'avantage fiscal prévu est subordonné à la conservation par le redevable des titres reçus en contrepartie de sa souscription au capital de la société jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription ».

Le même article 885-0 V prévoit, en son paragraphe II. 2., que cet avantage fiscal est remis en cause, dans le cadre d'une offre publique d'échange, lorsque le redevable reçoit des titres d'une société non éligible au sens de la loi TEPA en contrepartie de son apport.

Or, les sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé français ne rentrent pas dans le champ d'application de cette loi, ce qui est le cas de Prologue dont les titres sont cotés sur le Compartiment C d'Euronext Paris.

En conséquence, le Conseil d'administration estime qu'il n'est pas dans l'intérêt de ses actionnaires ayant souscrit au capital d'O2I dans le cadre de l'application de la loi TEPA, et dont la période de conservation des titres n'est pas achevée, d'apporter leurs titres O2I à l'Offre, dès lors qu'ils verront leur avantage fiscal remis en cause.

Sur la très conséquente dilution des actionnaires O2I au sein de Prologue dans le cadre de l'exercice futur des BSAAR 2021

Dans le cadre de son plan de continuation, Prologue a émis trois tranches de BSA(AR), dont, selon les informations communiquées sur son site internet, seule une faible partie a été exercée à ce jour. En cas d'exercice de la totalité des BSA restant en circulation, les actionnaires d'O2I ayant apporté leurs titres à l'Offre initiée par Prologue se trouveraient dilués de 44%.

Outre l'incidence financière potentielle sur la valeur des titres détenus, cette dilution massive ne fera qu'accroître l'absence d'actionnaire de référence et les risques pesant sur la gouvernance du nouveau groupe Prologue/O2I.

Enfin, la nature de l'opération (offre d'échange) ferait supporter un risque supplémentaire de liquidité aux actionnaires de la Société, dès lors qu'ils souhaiteraient réaliser leur participation compte tenu :

- (i) de la liquidité limitée du titre Prologue (4% du capital échangé en moyenne par mois au cours des 12 derniers mois, en dépit des mouvements générés par la souscription massive de BSA),
- (ii) de l'importance des flux vendeurs, compte tenu de l'impact potentiel des BSA non encore souscrits

1.5 Avis du Conseil d'administration du 25 février 2015

A la suite de ces échanges et de ces constatations, et au vu des différents documents transmis, le Conseil relève et constate, à l'unanimité des membres présents, représentés et votants, que :

- (i) chaque actionnaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre ;*
- (ii) l'Initiateur n'a pas de projet d'entreprise pour le Groupe O2I et n'a établi aucun plan de développement de la Société ;*
- (iii) il n'existe pas de synergies entre Groupe O2I et le groupe Prologue et que compte tenu de la spécificité des métiers d'O2I, l'implantation internationale de Prologue ne pourra pas profiter à O2I ;*
- (iv) l'Initiateur indique vouloir prendre le contrôle du conseil d'administration de la Société à l'issue de l'Offre afin de refléter la nouvelle structure actionariale de la Société, alors qu'aucune information n'est donnée sur l'existence d'un ou plusieurs actionnaires de référence de Prologue ;*
- (v) il n'est donnée aucune indication sur l'identité ou le profil des administrateurs ayant vocation à représenter Prologue au Conseil d'administration d'O2I et donc à diriger la Société ;*
- (vi) s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière d'emploi et conformément à l'avis du Comité d'Entreprise, il existe de sérieux doutes sur le maintien à long terme du niveau de l'emploi au sein du groupe O2I si Prologue venait à en prendre le contrôle ;*
- (vii) l'expert indépendant estime que l'Offre ne peut en l'état être considérée comme conforme à l'intérêt social d'O2I et conclut que le prix de l'Offre n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*

Compte tenu de tous les éléments précités, le Conseil d'administration, à l'unanimité décide (i) que l'Offre n'est pas conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (ii) de recommander aux actionnaires de la Société de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

*Le Conseil émet donc un avis **DEFAVORABLE** sur le projet d'Offre.*

Chaque membre du Conseil d'administration déclare, pour ce qui le concerne, ne pas apporter à l'Offre les titres de la Société qu'il détient.

Le Conseil d'administration décide de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société.

En application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil arrêtent un projet de communiqué qui sera publié par la Société. »

4 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date du projet de note d'information en réponse, chaque membre du Conseil d'administration est détenteur d'un ou plusieurs titres O2I.

Conformément à l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'Administration ont indiqué leur intention de ne pas apporter à l'Offre les titres O2I qu'ils détiennent.

5 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue, et à l'exception des accords intervenus entre Prologue et Monsieur Eric Rouvroy, tant en sa qualité d'actionnaire de la Société que de celle de gérant de la société AlterFi, n'a pas connaissance d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre qui auraient été conclus par ses actionnaires.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ATTESTATION D'EQUITE

Le Conseil d'Administration de la Société, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 5° du Règlement général de l'AMF, a désigné un expert indépendant du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires.

En conséquence, le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Monsieur Gilles de Courcel, a été désigné par décision unanime des membres du Conseil d'administration lors de sa séance du 19 décembre 2014, afin d'apprécier d'une part, la conformité de l'Offre à l'intérêt social de la Société, et d'autre part, les modalités financières offertes aux actionnaires de la Société.

L'expert indépendant a conclu, dans son rapport en date du 24 février 2015, que l'Offre :

- (i) ne peut en l'état être considérée comme conforme à l'intérêt social d'O2i et,
- (ii) n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société O2i.

Le rapport de l'expert est intégralement reproduit en annexe du présent projet de note en réponse.

7 ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE O2I SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Il est rappelé en tant que besoin que par décision du conseil d'administration du 19 décembre 2014, prise dans le cadre de la délégation de l'assemblée générale des actionnaires du 24 juin 2013, la Société a réalisé le 31 décembre 2014 une augmentation de capital de 113.636 €, par création de 227.272 actions nouvelles.

De même et comme précédemment indiqué, depuis la Date de Dépôt de l'Offre, la Société a reçu des demandes d'exercice de BSAAR portant sur 136.263 bons, dont 131.220 bons ont été convertis par création d'actions nouvelles, soit une création de 43.740 actions nouvelles.

En conséquence, à la date de la présente note d'information en réponse, le capital de la Société s'élève à 3.444.378 euros divisé en six millions huit cent quatre-vingt-huit mille sept cent cinquante-six (6.888.756) actions, d'une valeur nominale de 0,5 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Il est précisé que deux cent cinquante-six mille neuf cent douze actions (256.912) composant le capital social de la Société ci-dessus décrit, résultent de l'attribution d'actions gratuites effectuées lors des exercices 2011 et 2012 et demeurent en période de conservation.

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 est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. A la connaissance de la Société, au jour de la présente note d'information en réponse, 245.659 actions disposent d'un droit de vote double.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant (i) des résultats de l'étude « Titres au Porteur Identifiable » (« TPI ») demandée par la Société et réalisée au 14 octobre 2014, (ii) des franchissements de seuils communiqués, (iii) des déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, et ainsi que (iv) des informations contenues par la note d'information déposée par Prologue, le capital et les droits de vote de la Société est réparti comme suit :

Actionnaires	Nombres d'actions	% du capital	Nombres de droits de vote (1)	% des droits de vote (1)
Financière Olano	1.297.861	18,84%	1.297.861	18,19%
AlterFi (2)	580.000	8,42%	580.000	8,13%
Eric Rouvroy	100.000	1,45%	100.000	1,40%
Kiplink Finance	570.813	8,29%	570.813	8,00%
Nexstage (3)	350.213	5,08%	350.213	4,91%
Pluriel Valeurs (fonds Nexstage)	175.066	2,54%	175.066	2,45%
Membres du conseil d'administration (4)	230.728	3,34%	384.696	5,39%
Salariés	218.866	3,18%	218.866	3,07%
Auto détention (5)	103.578	1,5%	103.578	1,45%

Public et divers	3. 261.631	47,36 %	3. 353.322	47,01%
Total	6. 888.756	100%	7. 134.415	100%

- (1) Droits de votes théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF
(2) Pour le compte d'AlterFi Managed Futures Fund, hors participation d'Eric Rouvroy ci-après indiquée
(3) Hors participation Pluriel Valeurs (Fonds Nexstage) ci-après indiquée
(4) Y compris participation de Jean-Thomas Olano à hauteur de 19.806 actions et 24.352 droits de vote
(5) Actions auto détenues directement par la Société dont les droits de vote ne sont pas exerçables

Emission d'un emprunt obligataire convertible en actions O2i

Le Conseil d'administration a décidé l'émission d'un emprunt obligataire convertible en actions O2i d'un montant total de 599.999,40 € divisé en 272.727 obligations convertibles en actions souscrits par un investisseur institutionnel, d'une durée de 54 mois, à compter du 7 avril 2014. Chaque obligation convertible donnera droit en cas de conversion à la souscription par son titulaire d'une (1) action de la Société d'une valeur totale de 2,20 €.

Emission de BSAAR par O2i

Le Conseil d'Administration du 23 mai 2014, faisant usage des pouvoirs qui lui ont été conférés par l'Assemblée Générale mixte du 28 avril 2014, aux termes de la 1^{ère} résolution a décidé l'augmentation à terme du capital social nominal de la société à hauteur d'un montant maximum de 982.383 euros par l'émission de 5.894.298 bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions attribués gratuitement aux actionnaires, à raison de 1 BSAAR par action existante, susceptibles de donner lieu à l'émission d'un nombre maximum de 1.964.766 actions nouvelles au prix de 2,20 euros chacune.

Les principales modalités de l'opération sont les suivantes :

- attribution gratuite de un (1) BSAAR pour chaque action O2i inscrite en compte à l'issue de la séance de bourse de la journée du 27 mai 2014 ;
- trois (3) BSAAR donneront le droit de souscrire une (1) action nouvelle O2i ou d'acquérir une (1) action existante O2i au prix de 2,20 € ; ce à compter du lendemain de leur attribution et pendant une durée de 5 ans, soit jusqu'au 27 mai 2019 inclus.

La première cotation des BSAAR a eu lieu le 28 mai 2014.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Aux termes de l'article 14 paragraphe 2° des statuts de la Société, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir une fraction égale à 5% du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'en informer la Société dans un délai de 15 jours à compter du franchissement du seuil de participation à la hausse ou à la baisse, par lettre recommandée avec accusé de réception, à son siège social en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

A défaut d'avoir été déclarée dans les conditions ci-dessus, les dispositions prévues à l'article L. 233-14 du nouveau code de commerce s'appliquent et les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 2% du capital ou des droits de vote en font la demande lors de cette assemblée. Dans ce cas, les actions privées de droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

Garantie de Cours

Figurent à l'article 15 des statuts de la Société des dispositions relatives à la garantie de cours, supprimée par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière et remplacée par l'Offre publique obligatoire. L'Offre publique obligatoire a été introduite à l'article 4.4 du règlement des marchés Alternext, partie II « Règles Non Harmonisées ».

Conformément au dernier paragraphe de l'article 15 des statuts de la Société, les stipulations des statuts relatives à la garantie de cours ne sont plus applicables.

7.2.2 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de la Société

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

7.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres

A la connaissance de la Société, à date de la présente note en réponse d'information, le capital social de la Société est réparti comme indiqué au tableau figurant 7.1 ci-dessus.

Pour information depuis le 1^{er} janvier 2014, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Franchissement du seuil par	Franchissement du seuil statutaire déclaré	Date	% du capital à la date de déclaration
Alterfi (1)	5%	28 janvier 2014	5,28 %
Nexstage	15%	3 février 2014	19%
Financière Olano (2)	10 %	1 ^{er} juillet 2014	14,32 %
Financière Olano	15 %	16 juillet 2014	16,48 %

(1) Pour le compte du fonds AlterFi Managed Futures Fund

(2) Le franchissement de ce seuil résulte de l'apport de titres OZI détenus par la société HN6 Active, la société JTO Management et Jean-Thomas Olano lors de la constitution de la société Financière Olano

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

A l'exception des droits de vote double définis à l'article 16 paragraphe 7 des statuts de la Société, tel que rappelé au paragraphe 7.1 de la présente note d'information en réponse, il n'existe aucune titre comportant des droit de contrôle spéciaux.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.6 Accord entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note d'information en réponse, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts

Règles relatives à la composition du conseil d'administration, à la nomination et au remplacement de ses membres

Les règles relatives à la composition du conseil d'administration, à la nomination et au remplacement de ses membres résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 17 des statuts de la Société.

Il est composé de 3 membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi et notamment en cas de fusion. Les membres sont choisis parmi les actionnaires de la Société et nommés par l'assemblée générale, renouvelés dans leurs fonctions et révocables par elle.

Chaque membre du conseil d'administration exerce ses fonctions pour une durée de six ans, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge, et prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou morales. Dans ce cas, celles-ci, lors de leur nomination, désignent un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le mandat de représentation permanent, désigné par la personne morale, lui est donné pour la durée de celle-ci. Il doit être confirmé lors du renouvellement du mandat de la personne morale administrateur.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant, elle est tenue de notifier cette révocation à la société, sans délai, par lettre recommandée, ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès, de démission ou d'empêchement prolongé du représentant permanent.

En cas de vacance par décès ou démission, le conseil d'administration peut pourvoir provisoirement au remplacement de ses membres. Les nominations provisoires effectuées par le conseil d'administration sont ratifiées par la prochaine assemblée ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement restent toutefois valables.

Si le nombre des administrateurs en fonction est inférieur à trois, le ou les administrateurs restants ou, à défaut, le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer, sans délai, l'assemblée générale ordinaire pour compléter le conseil d'administration.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que jusqu'à l'expiration du mandat de son prédécesseur.

Règles relatives à la modification des statuts de la Société

Les règles de modification des statuts de la Société sont définies à l'article 32 de ses statuts.

Les assemblées générales extraordinaires sont seules à même de décider ou d'autoriser une modification directe des statuts.

L'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions et décider notamment la transformation de la Société en une société d'une autre forme, civile ou commerciale. Elle ne peut, toutefois, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut valablement délibérer que si les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, sauf dérogation légale.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est retranscrit ci-après :

Type d'autorisation	A.G.E.	Echéance	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital social autorisée (valeur nominale)	Montant utilisé dans le cadre de cette délégation
Augmentation de capital social par incorporation de réserves, primes ou bénéfices (7 ^{ème} résolution)	30 juin 2014	26 mois	Plafond de 1.500.000 €	Néant
Augmentation du capital social avec maintien du droit préférentiel de souscription (1 ^{ère} résolution)	28 avril 2014	26 mois	Plafond de 2.000.000 €	Emission de BSAAR sur décision du Conseil d'Administration du 23 mai 2014 à hauteur de 982.383 €. Solde : 1.017.617 €
Augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription à des catégories de personnes (9 ^{ème} et 10 ^{ème} résolutions)	24 juin 2013	18 mois (expirée au 24 décembre 2014)	Plafond de 700.000 €	Utilisée le 1er juillet, le 23 septembre 2013, le 23 janvier 14 et le 19 décembre 2014 à hauteur respectivement de 364.286 €, 125.000 €, 84.375 € et 113.636 € de valeur nominale Solde : 12.703 €
Augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription (offre au public) (11 ^{ème} résolution)	24 juin 2013	26 mois	Plafond de 700.000 €	Néant
Augmentation de capital en faveur d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle d'investisseurs restreints (12 ^{ème} résolution)	24 juin 2013	18 mois (expirée au 24 décembre 2014)	dans la limite de 20 % du capital social par an	Utilisé le 4 avril 2014 à hauteur de 136.363,50 € de valeur nominale (OC convertibles) – soit 273.273 actions.
Augmentation d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation du capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	24 juin 2013	26 mois	dans la limite de 15 % de l'émission initiale	Néant
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 (13 ^{ème} résolution)	30 juin 2014	18 mois	Plafond de 103.331 €	Néant
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 (15 ^{ème} résolution)	24 juin 2013	38 mois	montant de l'augmentation de capital résultant de l'émission d'actions nouvelles plafonné à 10% du capital (17 ^{ème} résolution), plafond commun avec la 16 ^{ème} résolution nombre d'actions existantes attribuées plafonné à 10% du capital	Usage de la délégation sur les exercices 2013 et 2014 correspondant actuellement à 234.634 actions gratuites en cours de période d'acquisition

Type d'autorisation	A.G.E.	Echéance	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital social autorisée (valeur nominale)	Montant utilisé dans le cadre de cette délégation
			(19 ^{ème} résolution), plafond commun avec la 18 ^{ème} résolution	
Autorisation au Conseil d'Administration à l'effet de consentir des options de souscription d'actions (16 ^{ème} résolution)	24 juin 2013	38 mois	(17 ^{ème} résolution)	Néant
Autorisation au Conseil d'Administration à l'effet de consentir des options d'achat d'actions (18 ^{ème} résolution)	24 juin 2013	38 mois	(19 ^{ème} résolution)	Néant
Autorisation donnée au Conseil d'administration de réduire le capital social par voie d'annulation de tout ou partie de ses propres actions (12 ^{ème} résolution)	30 juin 2014	18 mois	dans la limite de 10 % du capital social par période de 18 mois	Néant
Programme de rachat (6 ^{ème} résolution)	30 juin 2014	18 mois	dans la limite de 10 % du nombre total d'actions composant le capital social la Société, soit 601.190 actions	Acquisition de 103 578 actions O2I par la Société

7.9 Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Il est précisé en tant que besoin qu'une convention de prestation de service a été conclue entre la Société et la société J.T.O Management le 30 juin 2008, dans le cadre d'une prestation de conseil dans le domaine du management et de la direction d'entreprise, approuvée par décision du Conseil d'Administration de la Société en date du 30 juin 2008 en tant que convention réglementée.

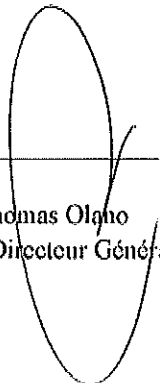
Cette convention prévoit qu'en cas de rupture du contrat ou de sa non-reconduction, de manière unilatérale par la Société, J.T.O Management sera en droit de percevoir une indemnité forfaitaire représentant trois (3) mois de rémunération, soit à la date de la présente note d'information en réponse, une indemnité forfaitaire de quatre-vingt-dix mille (90.000) euros, payable dans les trente (30) jours de la fin du contrat.

8 MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées par la Société auprès de l'AMF dans un document séparé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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



O2I

M. Jean-Thomas Olano
Président-Directeur Général

Annexe

Rapport de l'expert indépendant

O2i

Rapport de l'expert indépendant du 24 février 2015

Sommaire

1. Présentation de l'opération	4
1.1 Contexte de l'opération et mission de RLCF	4
1.1.1 Contexte de notre intervention	4
1.1.2 Mission de RLCF	4
1.1.3 Diligences effectuées	5
1.2 Présentation des sociétés concernées	6
1.2.1 Prologue	6
1.2.1.1 Historique	7
1.2.1.2 Activités	8
1.2.1.3 Analyse du marché	8
1.2.1.4 Performances financières	8
1.2.2 O2i	10
1.2.2.1 Historique	10
1.2.2.2 Activités	11
1.2.2.3 Analyse du marché	12
1.2.2.4 Performances financières	14
2. Appréciation de la valeur des titres O2i dans le cadre de l'opération	15
2.1 Analyse de la valeur des titres O2i	15
2.1.1 Méthodes d'évaluation écartées	15
2.1.1.1 Actif net comptable (ANC)	15
2.1.1.2 Actif net réévalué (ANR)	16
2.1.1.3 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)	16
2.1.1.4 Multiples observés lors de transactions comparables	16
2.1.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	17
2.1.2.1 Référence au cours de bourse	17
2.1.2.2 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre	20
2.1.2.3 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	22
2.1.3 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire	26
2.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	29
2.2.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	29
2.2.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	30
2.2.2.1 Cours de bourse	30
2.2.2.2 Référence aux transactions récentes sur le capital	30
2.2.2.3 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles	30

3. Appréciation de la valeur des obligations convertibles en actions O2i	32
3.1 Analyse de la valeur des OCA 2014 d'O2i	32
3.1.1 Présentation des caractéristiques des OCA 2014	32
3.1.2 Valeur théorique des obligations	32
3.1.2.1 Valeur actuarielle des obligations	32
3.1.2.2 Valeur du bon associé aux obligations	33
3.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	34
4. Appréciation de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i	34
4.1 Analyse de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i	34
4.1.1 Présentation des caractéristiques des BSAAR 2019	34
4.1.2 Valeur théorique des BSAAR	34
4.1.3 Cours de bourse	35
4.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	36
5. Appréciation de la valeur des titres Prologue dans le cadre de l'opération	36
5.1 Analyse de la valeur des titres Prologue	36
5.1.1 Méthodes d'évaluation écartées	36
5.1.1.1 Actif net comptable (ANC)	36
5.1.1.2 Actif net réévalué (ANR)	37
5.1.1.3 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)	37
5.1.1.4 Multiples observés lors de transactions comparables	37
5.1.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	37
5.1.2.1 Référence au cours de bourse	38
5.1.2.2 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre	41
5.1.2.3 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	42
5.1.3 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire	45
5.2 Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice	47
5.2.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	47
5.2.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	48
5.2.2.1 Cours de bourse	48
5.2.2.2 Référence aux transactions récentes sur le capital	48
5.2.2.3 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	48
6. Avis de l'expert indépendant sur l'offre initiée par Prologue	49

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération et mission de RLCF

1.11 Contexte de notre intervention

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

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

La parité offerte par l'Initiateur est de :

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

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

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

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

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

1.12 Mission de RLCF

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

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

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

1.13 Diligences effectuées

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

- analyser les éléments d'appréciation de l'Offre présentés par la banque présentatrice de l'Initiateur, Invest Securities, en partie 3 du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 9 décembre 2014 ;
- mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère pour Prologue d'une part, et O2I d'autre part ;
- apprécier les modalités financières de l'Offre initiée par Prologue.

Concernant la société O2I, nos travaux ont principalement porté sur :

- une prise de connaissance de la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission ;
- un examen de l'information comptable et financière publique (comptes consolidés, comptes annuels, comptes consolidés semestriels, rapports des commissaires aux comptes...) et d'éléments financiers communiqués par le management (dette financière au 31 décembre 2014, rapports de gestion...) ;
- des entretiens avec les dirigeants de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :
 - la compréhension des activités et des performances historiques de la société O2I et de ses filiales ;
 - l'évolution de l'activité et les perspectives de développement à moyen terme de la société O2I et de ses filiales mentionnées dans les plans d'affaires par activité à 3 ans sur la période 2015-2017 qui nous ont été communiqués ;
- la mise en œuvre d'une analyse multicritère de la valeur des actions O2I et l'analyse critique des éléments de valorisation mentionnés par la banque présentatrice dans le projet de note d'information.

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

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

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

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

1.2 Présentation des sociétés concernées

1.21 Prologue

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

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

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

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

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

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

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

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

1.211 Historique

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.212 Activités

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

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

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

1.213 Analyse du marché

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

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

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

1.214 Performances financières

Performances sur la période 2010-2013

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

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

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

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

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

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

Premier semestre 2014

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

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

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

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

Structure financière

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

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

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

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

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

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

1.22 O2i

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

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

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

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

1.221 Historique

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

³ BEA : bons d'émission d'actions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.222 Activités

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

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

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

Le second métier d'O2i repose sur 4 activités :

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

1.223 Analyse du marché

Le marché de la formation professionnelle

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

⁵ MRM : Marketing Resources Management

⁶ OEM : Original Equipment Manufacturer

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

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

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

Le marché des éditeurs de logiciels

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

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

Le marché des négociants de matériel informatique

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

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

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

1.224 Performances financières

Performances sur la période 2010-2013

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

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

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

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

Premier semestre 2014

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

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

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

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

Structure financière

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

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

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

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

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

2.1 Analyse de la valeur des titres O2i

2.11 Méthodes d'évaluation écartées

2.111 Actif net comptable (ANC)

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

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

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

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

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

2.112 Actif net réévalué (ANR)

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

2.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

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

2.114 Multiples observés lors de transactions comparables

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

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

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

2.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous présentons à titre principal :

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

Nombre de titres de référence

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

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

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

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

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

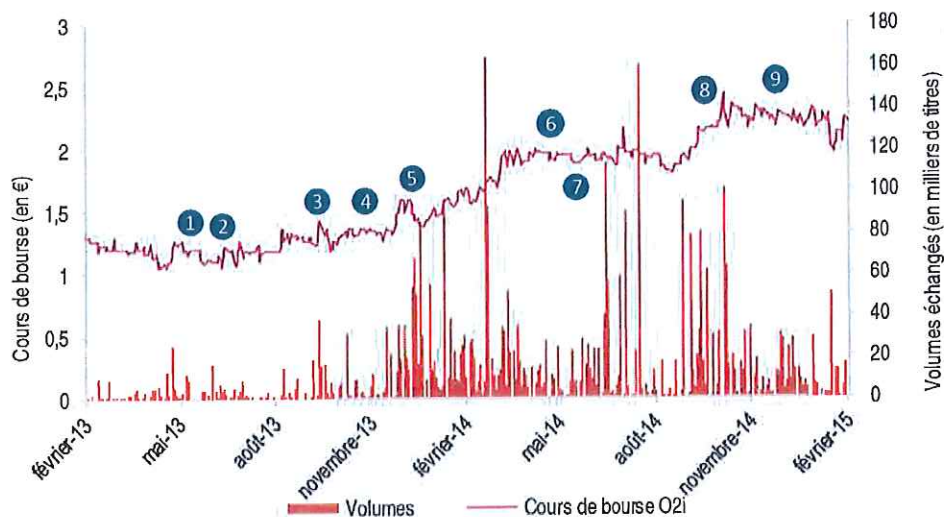
La trésorerie financière nette ajustée s'élève ainsi à 3 571 milliers d'euros.

2.121 Référence au cours de bourse

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

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

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



Source : Datastream

Historique des événements sur 2 ans - O2i

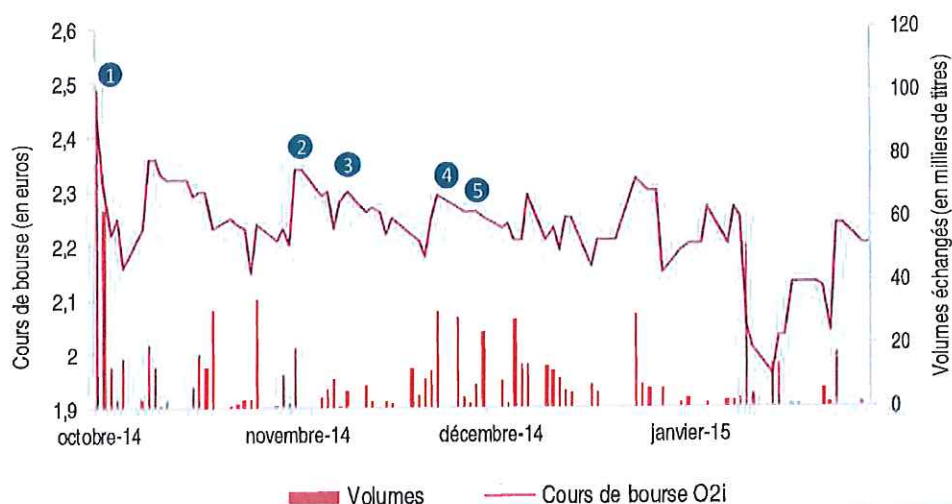
Renvois	Date	Evénements
1	07/05/2013	Résultats 2012 et perspectives 2013
2	12/06/2013	M2i remporte un contrat majeur sur 3 années avec EDF
3	11/09/2013	Acquisition de l'activité formation informatique de Bull
4	31/10/2013	Résultats S1 2013
5	10/12/2013	Atterrissage 2013 et perspectives 2014-2016
6	22/04/2014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

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

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

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

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



Source : Dalastream

Historique des événements récents - O2i

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

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

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

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

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

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

Source : Datastream

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

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

Source : Datastream

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

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

2.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre

Augmentations de capital

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

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

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

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

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

Opérations récentes intervenues sur le titre

		nb de titres craas	prix par titre (en €)	total (en K€)
22/01/2014	Augmentation de capital/apport en numéraire	188 750	1,60	270
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	33 000	2,20	73
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	162 371	2,20	357
23/05/2014	Augmentation de capital/exercice de BSAAR	330 705	2,20	728
19/12/2014	Augmentation de capital/apport en numéraire	227 272	2,20	500

Émission d'obligations convertibles en actions

Le 4 avril 2014, le Conseil d'administration a décidé l'émission d'un emprunt obligataire convertible en actions O21 d'un montant de 599 999,40 euros représenté par 272 727 obligations. Le prix de chaque obligation est fixé à 2,20 euros et chaque obligation donnera droit, en cas de conversion par son titulaire, à une action de la société.

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

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

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

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

2.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

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

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Travaux de valorisation

Hypothèses d'extrapolation et flux terminal

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

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

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

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

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

Paramètres financiers de valorisation

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

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

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

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

¹⁰ E(Rm) selon les données Associés en Finance

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

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

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

Résultats

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

Les sensibilités à une variation de :

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

sont présentées ci-après.

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

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

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

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

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

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

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

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

2.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire

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

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

Détermination des échantillons

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

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

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à O2I, eu égard aux marchés et aux caractéristiques de ses activités. Cette méthode a toutefois été présentée à titre secondaire.

Nous avons constitué deux échantillons à partir des critères suivants :

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

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

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

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

Nous n'avons pas retenu les sociétés suivantes :

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

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

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

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

Agrégats et multiples

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

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

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

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

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon Formation

M. sociétés	Devise	EBIT	VE	CA 2014	Croissance du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2015e	2016e	2017e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
AMERICAN PUBLIC ED.	US\$	607	499	329	5,8%	5,8%	7,7%	20,6%	17,8%	18,3%	18,4%	7,4x	8,0x	7,4x	6,5x
DEVRY EDUCATION GROUP	US\$	2 891	2 508	1 923	1,0%	3,2%	4,2%	11,0%	11,6%	11,9%	12,4%	11,8x	11,1x	10,6x	9,6x
PEARSON	£	11 131	13 263	5 069	-3,4%	5,6%	3,3%	14,5%	14,5%	15,0%	15,1%	18,0x	18,7x	17,1x	15,4x
Moyenne					1,1%	4,9%	5,1%	15,9%	14,6%	15,1%	14,9%	12,4x	12,5x	11,5x	10,5x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

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

M. sociétés	Devise	EBIT	VE	CA 2014	Croissance du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2015e	2016e	2017e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
AUSY	E	152	182	324	7,2%	11,0%	3,1%	6,4%	6,8%	8,4%	8,9%	9,3x	8,1x	6,9x	5,5x
AXWAY SOFTWARE	E	347	343	238	10,1%	9,6%	8,0%	na	14,2%	15,4%	16,5%	na	9,2x	7,8x	6,7x
CEGEDIM	E	462	806	802	0,7%	-26,2%	-2,4%	10,2%	3,2%	10,7%	11,7%	9,8x	31,5x	12,6x	11,9x
CEGID GROUP	E	303	356	280	2,6%	2,1%	2,9%	12,0%	13,2%	13,6%	14,3%	11,4x	10,1x	9,6x	8,9x
LECTRA	E	297	267	203	4,4%	10,6%	6,4%	8,6%	8,0%	11,8%	13,4%	15,3x	14,1x	9,6x	8,0x
Moyenne					5,0%	1,4%	3,6%	8,9%	9,3%	12,0%	13,0%	11,5x	14,5x	9,1x	8,2x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

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

Valorisation O2i

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

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

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

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

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

Méthodes d'évaluation écartées

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

Méthodes retenues

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

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

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

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

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

2.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

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

2.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

2.221 Cours de bourse

Nous avons également présenté la référence au cours de bourse.

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

2.222 Référence aux transactions récentes sur le capital

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

Tout comme la banque, nous avons étudié :

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

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

2.223 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

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

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

¹¹ Le communiqué de presse d'O2I en date du 13 décembre 2013 mentionne un chiffre d'affaires prévisionnel pour les années 2014 à 2016 pour chacun des pôles Formation et Ingénierie

¹² Le communiqué de presse d'O2I en date du 4 décembre 2014 évoque des perspectives de croissance annuelle et de marge opérationnelle à l'horizon 2017 pour chacune des 3 activités (Formation, Ingénierie/Services et Logiciels)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1 Analyse de la valeur des OCA 2014 d'O2i

3.11 Présentation des caractéristiques des OCA 2014

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

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

3.12 Valeur théorique des obligations

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

3.121 Valeur actuarielle des obligations

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

Nous avons retenu les paramètres suivants :

- un taux sans risque de 0,27 % estimé à partir du taux SWAP pour une durée de 3,7 ans et par interpolation linéaire entre le SWAP 3 ans et le SWAP 5 ans ;
 - un *spread* de crédit de 509 points de base correspond au *spread* estimé à la date d'émission de l'obligation, le 7 avril 2014, soit, la différence entre le taux d'intérêt retenu pour le coupon et le taux sans risque (OAT françaises 5 ans) de 91 points de base ;
- nous avons observé l'évolution de la marge CDS *high yield* sur 5 ans qui ne fait pas apparaître de variation significative entre le 7 avril 2014 et la date de nos travaux, nous avons donc retenu le *spread* estimé à la date d'émission des obligations.

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

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

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

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

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

3.122 Valeur du bon associé aux obligations

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

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

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

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

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

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

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

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

Sensibilité au taux sans risque et à la volatilité

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

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

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

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

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

4.1 Analyse de la valeur des BSAAR 2019 d'O2i

4.11 Présentation des caractéristiques des BSAAR 2019

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

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

4.12 Valeur théorique des BSAAR

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

La valeur optionnelle du BSAAR naît de la possibilité de convertir à terme les BSAAR en titres de la société à une valeur supérieure au prix d'exercice. Cette valeur peut s'évaluer par la mise en place d'un modèle binomial.

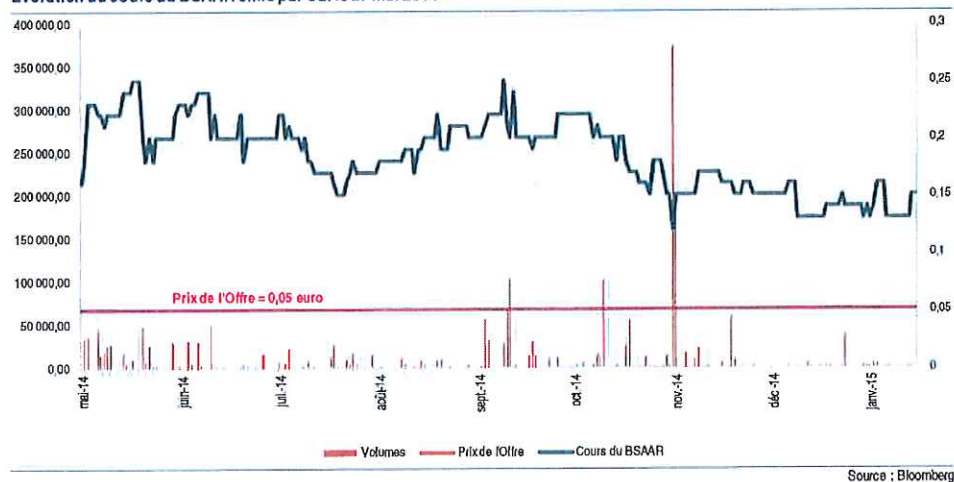
Nous avons retenu les paramètres suivants pour la mise en place du modèle optionnel :

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

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

4.13 Cours de bourse

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5.1 Analyse de la valeur des titres Prologue

5.11 Méthodes d'évaluation écartées

5.111 Actif net comptable (ANC)

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

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

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

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

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

5.112 Actif net réévalué (ANR)

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

5.113 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

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

5.114 Multiples observés lors de transactions comparables

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

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

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

5.12 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous présentons à titre principal :

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

Nombre de titres de référence

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

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

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

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

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

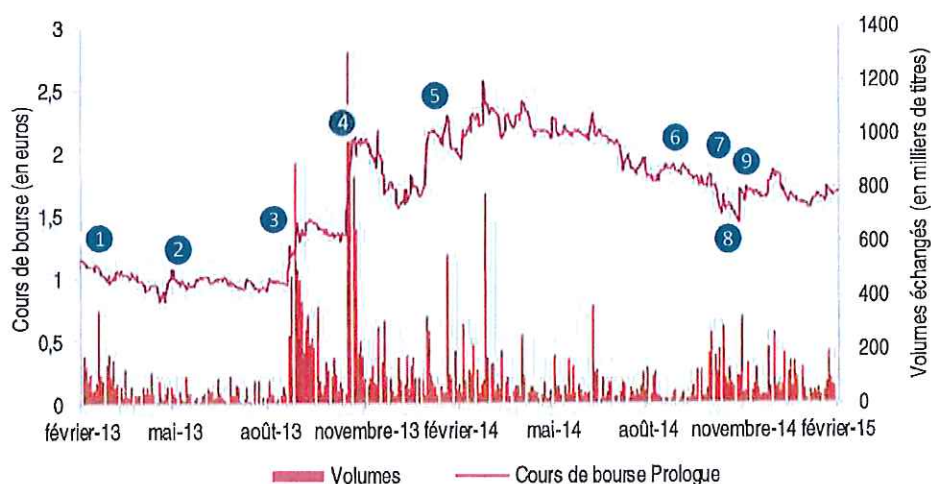
La trésorerie financière nette ajustée s'élève ainsi à 16 582 milliers d'euros.

5.121 Référence au cours de bourse

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

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

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



Source : Datastream

Historique des événements sur 2 ans - Prologue

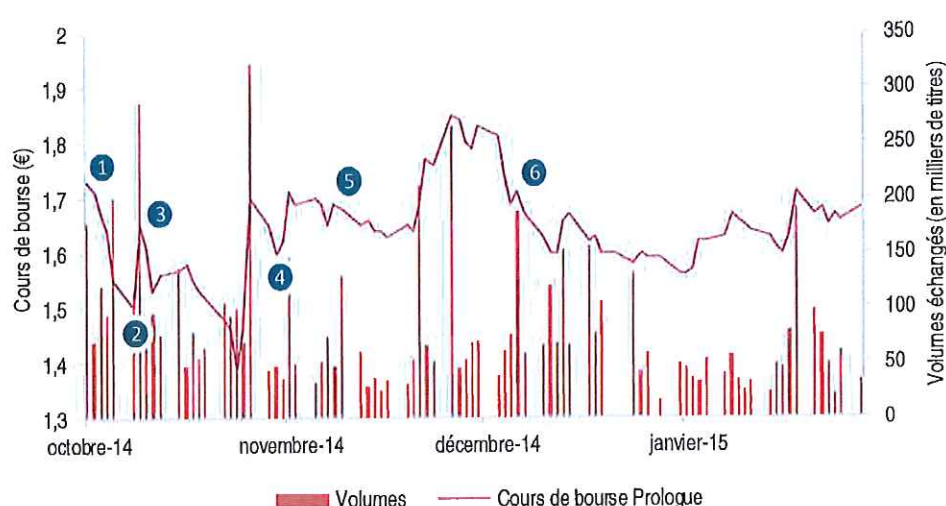
Renvois	Date	Evénements
①	04/02/2013	Succès de l'augmentation de capital de janvier 2013 (sur un an : 5,3 M€)
②	30/04/2013	Retour de la rentabilité opérationnelle
③	19/08/2013	T2 en phase avec la croissance de l'activité cloud
④	24/10/2013	Projet d'attribution gratuite de BSAAR 2020 à tous les actionnaires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

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

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

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

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



Source : Datastream

Historique des événements récents - Prologue

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

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

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

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

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

Source : Datastream

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

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

Source : Datastream

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

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

5.122 Référence aux transactions récentes intervenues sur le titre

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

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

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

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

- la première par exercice de BSA 2019 (création de 421 983 actions au prix de 1 euro),
- la seconde par exercice de BSAAR 2021 (création de 24 162 actions au prix de 2 euros),
- la troisième par exercice de BSAAR 2020 (création de 7 598 268 actions au prix de 2 euros), dans le cadre de la modification de leurs caractéristiques¹⁴. Cette dernière a permis à Prologue de renforcer ses fonds propres de près de 16 millions d'euros¹⁴.

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

¹³ BEA : bons d'émission d'actions

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

Opérations récentes intervenues sur le titre

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

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

5.123 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

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

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

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

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

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

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

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

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

- sur la zone Amérique du Sud : le groupe est en phase de démarrage.

Travaux de valorisation

Hypothèses d'extrapolation et flux terminal

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

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

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

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

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

Paramètres financiers de valorisation

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

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

¹⁶ E(Rm) selon les données Associés en Finance

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

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

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

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

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

Résultats

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

Les sensibilités à une variation de :

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

sont présentées ci-après.

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

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

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

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

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

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

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

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

5.13 Méthode d'évaluation présentée à titre secondaire

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

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

Détermination de l'échantillon

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

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

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

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

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

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

Nous avons retenu les cinq sociétés suivantes :

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

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

Agrégats et multiples

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

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

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

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

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon

Soc	Secteur	EB	VE	CA 2013	Croissances du CA			Marge d'EBIT				Multiple VE/EBIT			
					2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
ATOS	E	6 645	5 953	8 615	4,6%	12,9%	3,1%	7,5%	7,0%	7,6%	8,1%	9,2x	9,5x	7,7x	7,0x
SOPRA STERIA GROUP	E	1 479	1 682	1 349	86,0%	37,9%	3,2%	7,7%	5,6%	6,5%	7,3%	16,2x	12,0x	7,5x	6,5x
CAPGEMINI	E	10 514	9 909	10 092	3,9%	4,3%	3,1%	7,1%	8,6%	9,1%	9,5%	13,8x	11,0x	9,8x	9,2x
AUBAY	E	146	162	211	15,9%	8,1%	3,0%	8,3%	7,0%	8,3%	8,5%	9,3x	8,4x	7,4x	7,0x
INDRA SISTEMAS	E	1 503	2 212	2 014	0,3%	2,6%	3,2%	7,6%	7,1%	7,4%	7,7%	9,8x	10,7x	10,0x	9,3x
Moyenne					22,1%	13,2%	3,1%	7,7%	7,2%	7,8%	8,2%	11,7x	10,3x	8,5x	7,6x

Source : Datastream, Rapports annuels des sociétés

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

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

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

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

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

Méthodes d'évaluation écartées

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

Méthodes retenues

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

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée

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

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

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

5.21 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

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

5.22 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.221 Cours de bourse

Nous avons également présenté la référence au cours de bourse.

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

5.222 Référence aux transactions récentes sur le capital

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

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

5.223 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Méthodes d'évaluation

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

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

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

Valeurs relatives obtenues

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

⁽¹⁾ valeur centrale

(iii) *S'agissant de la prime (positive ou négative) ressortant du rapport de la parité induite sur la parité offerte*

Nous présentons ci-dessous un tableau chiffrant la prime (positive ou négative) ressortant, pour nous-même et pour la banque présentatrice, du rapport de la parité induite sur la parité offerte de 1,5 :

Parités induites et primes

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

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

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

Valeurs relatives obtenues

Titre	RLCF	Banque présentatrice
OCA 2014	2,52 ⁽¹⁾	-
BSAAR 2019	0,17	0,17 ⁽²⁾

⁽¹⁾ cette valeur constitue la valeur de la seule composante obligatoire

⁽²⁾ cette valeur est celle induite par la moyenne 1 mois du cours de bourse au 30/09/2014

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

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

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

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

- les opérations réalisées sur le capital de la société Prologue au cours de l'année 2014 justifient l'existence d'une trésorerie fortement positive à son actif, dont l'origine ne se trouve donc pas dans la création de valeur qu'auraient pu générer les activités de l'entreprise ;

- dans ce contexte, la relative convergence des valeurs par action Prologue, mise en évidence par la banque présentatrice au regard des différents critères retenus (cours de bourse, transactions récentes sur le capital, DCF), ne trouve son fondement que dans l'emploi d'hypothèses extrêmement volontaristes (taux de croissance, taux de marge sur EBITDA, ...) et d'un coût moyen pondéré du capital (9,85 %) très sensiblement inférieur au taux d'actualisation retenu par la société elle-même pour les tests de valeur de ses actifs au 31 décembre 2013 (12,5 %) ;
- pour autant, une telle approche volontariste et dérisquée n'est pas reproduite de façon symétrique par la banque présentatrice dans son appréciation de la valeur de l'action O2i ;
- au regard de nos propres travaux, qui privilégient une approche équilibrée dans l'appréciation des plans d'affaires et des profils de risque des activités d'O2i et de Prologue, les travaux d'évaluation de la banque présentatrice extériorisent une surévaluation de 27,3 M€ de la valeur d'entreprise de Prologue (43,5 M€ versus 16,2 M€).

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

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

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

Fait à Paris, le 24 février 2015


Gilles de Courcel

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA RÉMUNÉRATION PERÇUE

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

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUÉES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
• prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables
Appréciation du contexte de l'Offre :
• échanges avec les sociétés Prologue et O2i et avec la banque présentatrice
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière des sociétés O2i et Prologue
Analyse des cours de bourse pour chacune des sociétés :
• analyse du flottant et de la liquidité • analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels pour chacune des sociétés :
• analyse du plan d'affaires préparé par le management • analyse des travaux DCF préparés par la banque présentatrice • travaux d'évaluation • analyses de sensibilité
Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques pour chacune des sociétés :
• constitution d'échantillons de sociétés cotées comparables • détermination des multiples et des valeurs découlant • recherche de transactions comparables
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de la Société
Analyse du projet de note d'information et des éléments d'appréciation présentés par la banque présentatrice
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ÉTUDE

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

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

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

Prologue

- Georges Seban – Président Directeur Général
- Olivier Balva

Banque présentatrice, Invest Securities

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

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

- Gérard Cohen – Avocat Associé
- Kevin Flochlay

Avocats de l'Initiateur, Jeantet et Associés

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

Commissaire aux apports

- Didier-Yves Racapé
- Marie-Amélie Lecoq

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISÉES

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

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIÉ À LA RÉALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

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

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