

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ÉTABLI PAR**



**EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIÉTÉ KEYYO INITIÉE PAR**



TERMES DE L'OFFRE :

34,00 euros par action Keyyo

DURÉE DE L'OFFRE :

Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément aux dispositions de son règlement général.



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'AMF le 21 janvier 2019, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT :

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet DK Expertises et Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Keyyo (www.keyyo.com) ainsi que de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut également être obtenu sans frais auprès de :

KEYYO S.A.
92-98 boulevard Victor Hugo
92110 Clichy

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

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

SOMMAIRE

	<u>Page</u>
1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	1
1.1 DESCRIPTION DE L'OFFRE	1
1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE.....	2
1.3 PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.4 SITUATION DES BÉNÉFICIAIRES D' ACTIONS GRATUITES	4
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	6
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	9
4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	9
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	10
6. AVIS DE LA DÉLÉGATION UNIQUE DU PERSONNEL.....	44
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D' AVOIR UNE INCIDENCE SUR L' APPRÉCIATION DE L' OFFRE OU SON ISSUE.....	45
8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D' AVOIR UNE INCIDENCE SUR L' ISSUE DE L' OFFRE.....	45
8.1 STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL	45
8.2 RESTRICTIONS STATUTAIRE À L' EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS	46
8.3 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' OPÉRATION SUR TITRES	46
8.4 LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	46
8.5 MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER	47
8.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET À L' EXERCICE DES DROITS DE VOTE	47
8.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ, AINSI QU' À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ.....	47
8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d' administration de la Société.....	47
8.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	48
8.8 POUVOIRS DU CONSEIL D' ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIÈRE D' ÉMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	48
8.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ	48
8.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LE PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D' UNE OFFRE PUBLIQUE.....	49
9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE.....	49

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 DESCRIPTION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Bouygues Telecom, une société anonyme dont le siège social est situé 37-39 rue Boissière, 75116 Paris et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 397 480 930 (« **Bouygues Telecom** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Keyyo, société anonyme au capital de 627.200 euros dont le siège social est situé 92-98 boulevard Victor Hugo, 92110 Clichy, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 390 081 156 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché organisé Euronext Growth sous le code FR0000185621 (« **Keyyo** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix unitaire (le « **Prix de l'Offre** ») de 34,00 euros, payable exclusivement en numéraire, et dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 18 janvier 2019, de 854.316 actions de la Société représentant à la connaissance de la Société 43,6 % du capital et 42,1 % des droits de vote théoriques de la Société.

L'Initiateur se réserve la possibilité d'acquérir sur le marché et hors marché des actions de la Société à compter du début de la période d'offre et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, sans toutefois franchir le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote de la Société.

À la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient donc 854.316 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit à la connaissance de la Société, 43,6 % du capital social et 42,1 % des droits de vote théoriques de la Société¹.

L'Offre vise :

- l'intégralité des actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion (i) des 854.316 actions détenues par l'Initiateur et (ii) des 168.415 actions auto-détenues par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, soit 937.269 actions de la Société existantes à la date du présent projet de note en réponse ;
- les actions nouvelles et/ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et/ou remises à raison de l'acquisition anticipée d'actions gratuites de la Société avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.10 du projet de note d'information), soit à la connaissance de la Société à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 16.750 actions de la Société nouvelles et/ou existantes,

soit à la date du présent projet de note en réponse, un nombre total maximum de 954.019 actions de la Société.

Il est toutefois précisé que, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité de l'attributaire), les 16.750 Actions Gratuites du Plan n° 1 (tel que ce terme est défini à la section 1.4) en période d'acquisition ne pourront être apportées ni à l'Offre ni à

¹ Sur la base d'un nombre total de 1.960.000 actions Keyyo représentant 2.027.728 droits de vote théoriques au 31 décembre 2018 au sens de l'article 223-11 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF (après retraitement pour tenir compte de l'annulation des droits de vote double des actions objets de la Cession de Blocs).

l'Offre Réouverte dès lors que la période d'acquisition et de conservation des Actions Gratuites du Plan n° 1 expirera après la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Les attributaires des Actions Gratuites du Plan n° 1, des Actions Gratuites du Plan n° 1 Bis et des Actions Gratuites du Plan n° 2 (tel que ces termes sont définis à la section 1.4) pourront bénéficier de l'Engagement de Liquidité décrit à la section 1.4.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF, le 21 janvier 2019, un projet de note d'information relatif à l'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat, étant précisé que Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE

Le 24 octobre 2018, Bouygues Telecom a (i) adressé à la Société ainsi qu'à certains de ses actionnaires (à savoir Messieurs Philippe HOUDOUIN, Silvère BAUDOUIN², Christophe SOLLET, Michel PICOT ainsi que les sociétés MAGELIO CAPITAL S.A.S.³, HIFIC S.A.R.L.⁴ et ADVEST S.A.S.⁵, ci-après, les « **Cédants Initiaux** ») détenant ensemble 603.716 actions de la Société représentant 30,8 % de son capital, une lettre d'offre indicative (la « **Lettre d'Offre Indicative** ») aux termes de laquelle Bouygues Telecom se proposait, sous réserve de l'avis de ses instances représentatives du personnel, d'acquérir jusqu'à 100% du capital de la Société (l'« **Opération** ») par voie (x) d'acquisition hors marché auprès des Cédants (tel que ce terme est défini ci-après) de 854.316 actions de la Société représentant 43,6 % de son capital (la « **Cession de Blocs** ») suivie (y) de l'Offre et (ii) conclu des engagements de cession (les « **Engagements de Cession** ») avec certains autres actionnaires de la Société (à savoir les sociétés Keller & Kohl SASU⁶ et FINANCIÈRE ARBEVEL⁷ ainsi que Monsieur Dominique ROCHE, ci-après, les « **Autres Cédants** » et, avec les Cédants Initiaux, les « **Cédants** ») détenant ensemble 250.600 actions de la Société représentant 12,8 % de son capital. La contresignature de la Lettre d'Offre Indicative par les Cédants Initiaux et la Société et la conclusion des Engagements de Cession avec les Autres Cédants ont fait l'objet d'un communiqué de presse le 25 octobre 2018. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis par l'AMF le jour même sous le numéro D&I 218C1721.

En contresignant le 24 octobre 2018 la Lettre d'Offre Indicative, les Cédants Initiaux et la Société ont accordé à l'Initiateur une période de négociations exclusives d'une durée de six (6) mois et divers engagements. En particulier, l'Initiateur et les Cédants Initiaux ont souscrit des engagements d'indemnisation notamment (i) en cas de non-initiation de la procédure d'information et de consultation des instances représentatives du personnel ou (ii) en cas d'absence de signature du Contrat de Cession (tel que ce terme est défini ci-après) qui sont devenus caducs à la date de signature du Contrat de Cession.

Les Cédants Initiaux se sont également engagés, chacun pour ce qui le concerne et dans la limite de ses pouvoirs, à ce que la Société apporte son concours à l'Initiateur en vue de l'obtention de soutiens à l'Offre, et dans la mesure du possible, d'engagements d'apports à l'Offre des actionnaires détenant plus de 2 % du capital de la Société.

² Le 19 décembre 2018, M. Silvère BAUDOUIN a transféré 15.000 actions Keyyo à la société TEMPO DEVELOPMENT S.A.S.U, qu'il détient à 100 %.

³ Société dont M. Philippe HOUDOUIN détient 100 % de l'usufruit et 76 % de la nue-propriété des parts sociales.

⁴ Société détenue à 99,89 % par MM. Philippe HOUDOUIN, François HOUDOUIN, Bruno HOUDOUIN et Mme Laurence HOUDOUIN, chacun à parts égales.

⁵ Société détenue à 100 % par M. Michel PICOT.

⁶ Société détenue à 100 % par M. Éric SAIZ.

⁷ Via les organismes de placement collectif de valeurs mobilières Pluvalea Initiatives PME et Top MultiCaps qu'elle représente.

Le 24 octobre 2018, le conseil d'administration de Keyyo a décidé (i) de désigner, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet DK Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier KLING et Teddy GUERINEAU, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et (ii) de constituer un comité *ad hoc* avec pour mission de superviser la mission de l'expert indépendant et, plus généralement d'assister le conseil d'administration dans l'appréciation des mérites de l'Offre.

Après que les instances représentatives du personnel de Bouygues Telecom et de Keyyo ont rendu leurs avis relatifs à l'Opération en date, respectivement, des 8 et 23 novembre 2018 (cf. section 1 ci-après, s'agissant de l'avis de la délégation unique du personnel de Keyyo), Bouygues Telecom a conclu le 7 décembre 2018, en application de la Lettre d'Offre Indicative, un contrat de cession (le « **Contrat de Cession** ») relatif à l'acquisition des 603.716 actions de la Société détenues par les Cédants Initiaux et, en application des Engagements de Cession, des contrats de cession simplifiés (les « **Contrats de Cession Simplifiés** » et, avec le Contrat de Cession, les « **Contrats de Cession** ») avec chacun des Autres Cédants, relatif à l'acquisition des 250.600 actions de la Société détenues par ces derniers.

Le 18 janvier 2019, Bouygues Telecom a acquis auprès des Cédants en application des Contrats de Cession 854.316 actions de la Société, représentant 43,6 % de son capital à un prix unitaire de 34,00 euros, étant précisé que le prix unitaire des actions acquises dans le cadre de la Cession de Blocs ferait éventuellement l'objet d'un ajustement à la hausse dans les conditions suivantes :

- dans l'hypothèse où le Prix de l'Offre, notamment à la suite de toute surenchère, serait supérieur à 34,00 euros, Bouygues Telecom versera à chaque Cédant un montant égal à (A) la différence positive entre (x) le Prix de l'Offre et (y) 34,00 euros, multipliée par (B) le nombre d'actions transférées par le Cédant à Bouygues Telecom le 18 janvier 2019 ;
- dans l'hypothèse où (i) l'Offre serait caduque en application de l'article 231-9 I, 1° du règlement général de l'AMF et où, (ii) dans les 6 mois à compter du 18 janvier 2019, Bouygues Telecom ou l'un quelconque de ses affiliés, seul ou de concert, déposerait une nouvelle offre publique d'acquisition auprès de l'AMF visant les actions de la Société à un prix par action supérieur à 34,00 euros, Bouygues Telecom versera à chaque Cédant un montant égal à (A) la différence positive entre (x) le prix par action offert dans le cadre de cette offre publique et (y) 34,00 euros, multipliée par (B) le nombre d'actions transférées par le Cédant à Bouygues Telecom le 18 janvier 2019.

Conformément au Contrat de Cession, M. Philippe HOUDOUIN bénéficie, depuis la réalisation de la Cession de Blocs en date du 18 janvier 2019, d'un contrat de travail de Directeur du Développement au sein de l'Initiateur. En sa qualité de Directeur du Développement, il est rattaché au Directeur B2B et a pour charge de construire le plan de croissance de la Division Entreprises. Dans le cadre du Contrat de Cession, M. Philippe HOUDOUIN a conclu un engagement de non-concurrence jusqu'au 18 janvier 2022. Par ailleurs, M. Philippe HOUDOUIN a souscrit, dans le cadre de son contrat de travail, (i) un engagement de non-concurrence avec l'Initiateur pour une durée expirant à l'issue d'un délai d'un (1) an à compter de son départ de Bouygues Telecom et (ii) un engagement de non-sollicitation expirant à l'issue d'un délai de deux (2) ans à compter de son départ de Bouygues Telecom

1.3 PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

Les termes et conditions de l'Offre sont détaillés à la section 2 du projet de note d'information.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en numéraire au prix de 34,00 euros par action :

- l'intégralité des actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion (i) des 854.316 actions détenues par l'Initiateur et (ii) des 168.415 actions auto-détenues par la Société que le conseil

d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, soit 937.269 actions de la Société existantes à la date du présent projet de note en réponse ;

- les actions nouvelles et/ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et/ou remises à raison de l'acquisition anticipée d'actions gratuites de la Société avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, soit à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 16.750 actions de la Société nouvelles et/ou existantes,

soit à la date du présent projet de note en réponse, un nombre total maximum de 954.019 actions de la Société.

Il est toutefois précisé que, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité de l'attributaire), les 16.750 Actions Gratuites du Plan n° 1 ne pourront être apportées à l'Offre dès lors que la période d'acquisition et de conservation des Actions Gratuites du Plan n° 1 expirera après la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Les attributaires des Actions Gratuites du Plan n° 1, des Actions Gratuites du Plan n° 1 Bis et des Actions Gratuites du Plan n° 2 (tel que ces termes sont définis à la section 1.4) pourront bénéficier de l'Engagement de Liquidité décrit à la section 1.4.

L'Offre est soumise au seuil de caducité prévu par l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF et décrit à la section 2.7 du projet de note d'information.

L'Offre est faite exclusivement en France et le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France, la Société déclinant toute responsabilité en cas de violation par toute personnes des restrictions qui lui sont applicables.

L'Offre, le projet de note d'information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information et de la note en réponse.

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

En application de l'article L. 433-4, III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a précisé dans son projet de note d'information avoir l'intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société du marché d'Euronext Growth d'Euronext Paris dans le cas où les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société (ou tout autre pourcentage supérieur prévu par la réglementation applicable) à l'issue de l'Offre, le cas échéant réouverte, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

1.4 SITUATION DES BÉNÉFICIAIRES D'ACTIONS GRATUITES

Plan d'attribution du 2 juillet 2018

L'assemblée générale de la Société du 7 juin 2018 a autorisé le conseil d'administration, aux termes de sa 16^{ème} résolution, à attribuer gratuitement un nombre maximum de 55.000 actions. Dans le cadre de cette autorisation, le conseil d'administration de la Société a décidé le 18 juin 2018 de déléguer au Directeur Général de la Société le pouvoir d'arrêter un premier plan d'attribution portant sur un maximum de 17.750 actions gratuites et de déterminer l'identité des bénéficiaires. Le 2 juillet 2018, le Directeur Général de la Société, faisant usage de cette délégation, a arrêté le plan d'attribution des actions gratuites et a attribué à certains bénéficiaires 16.750 actions gratuites assorties d'une période d'acquisition d'un an arrivant à échéance le 2 juillet 2019 et d'une période de conservation d'un an

arrivant à échéance le 2 juillet 2020, étant précisé que 1.000 actions gratuites restent à attribuer sur la base dudit plan d'attribution.

Engagement d'attribution et de liquidité

Dans le cadre de l'Opération, Bouygues Telecom s'est engagé à procéder à l'attribution du solde des actions gratuites non encore attribuées dans les 8 jours du règlement-livraison de l'Offre ou en cas de réouverture de l'Offre, dans les 8 jours du règlement-livraison de l'Offre Réouverte, dans les conditions suivantes :

- s'agissant du solde des actions gratuites à attribuer en vertu de la délégation octroyée par le conseil d'administration en date du 18 juin 2018, soit 1.000 actions gratuites, leur attribution sera réalisée conformément au plan d'attribution des actions gratuites du 2 juillet 2018, soit avec une période d'acquisition d'un (1) an et une période de conservation d'un (1) an (les « **Actions Gratuites du Plan n° 1 Bis** ») ; et
- s'agissant du solde des actions gratuites non concernées par le plan d'attribution des actions gratuites du 18 juin 2018, soit 37.250 actions gratuites, l'attribution sera assortie d'une période d'acquisition de deux (2) ans et d'une période de conservation d'un (1) an, étant précisé que cette attribution sera conditionnée :
 - i. pour chacun des bénéficiaires concernés à la signature par le bénéficiaire concerné d'un engagement de liquidité (l' « **Engagement de Liquidité** ») prévoyant notamment :
 - a. une promesse d'achat de l'intégralité des actions gratuites détenues par le bénéficiaire concerné au Prix de l'Offre (éventuellement minoré de toute distribution reçue au titre de ces actions) consentie par l'Initiateur à chacun des bénéficiaires d'actions gratuites et exerçable à tout moment pendant une période de six (6) mois suivant le terme de la période d'indisponibilité, étant précisé que l'engagement de liquidité prévoit qu'en cas de levée anticipée, dans les conditions prévues par la loi, de l'indisponibilité des actions gratuites, cette promesse d'achat pourra être exercée à tout moment à compter de l'évènement déclencheur de la levée anticipée de la période d'indisponibilité et jusqu'à six (6) mois après la fin de la période d'indisponibilité initialement prévue ; et
 - b. une promesse de vente de l'intégralité des actions gratuites détenues par le bénéficiaire concerné au Prix de l'Offre (éventuellement minoré de toute distribution reçue au titre de ces actions) consentie par chacun des bénéficiaires d'actions gratuites et exerçable à tout moment pendant une période de six (6) mois à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat, et
 - ii. s'agissant des managers clefs, à la signature par le manager concerné d'un avenant à son contrat de travail prévoyant un engagement de non-concurrence (les « **Actions Gratuites du Plan n° 2** »).

La liste des bénéficiaires de ces attributions à intervenir sera arrêtée sur proposition du Président de la Société, M. Philippe HOUDOUIN.

Dans l'hypothèse où l'un des managers clés viendrait à refuser de signer l'avenant à son contrat de travail prévoyant un engagement de non-concurrence, il ne bénéficiera pas de nouvelle attribution (à l'exception, le cas échéant, d'une attribution réalisée sur le fondement du plan du 2 juillet 2018 qui ne pourra, en toutes hypothèses excéder 1.000 actions gratuites) mais pourra bénéficier de l'engagement de liquidité à raison des actions gratuites qui lui ont déjà été attribuées ainsi que de celles qui lui seront, le cas échéant, attribuées sur le fondement du plan du 2 juillet 2018.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration s'est réuni le 18 janvier 2019 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé relatif à l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent à cette réunion, à savoir :

- Monsieur Philippe HOUDOUIN, Président-Directeur Général ;
- Madame Delphine DROUETS, administrateur indépendant ;
- MAGELIO CAPITAL S.A.S., administrateur, représentée par Madame Florence HUSSENOT DESENONGES en sa qualité de représentant permanent ; et
- ADVEST S.A.S., administrateur indépendant, représentée par Monsieur Michel PICOT.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres :

« Le Président indique aux membres du Conseil d'Administration qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, d'examiner le projet d'offre publique d'achat portant sur la totalité des titres de la Société au prix de 34,00 euros par action initiée par BOUYGUES TELECOM et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que :

- *l'offre publique sera déposée par l'initiateur auprès de l'AMF sous réserve de l'acquisition par BOUYGUES TELECOM de 854.316 actions de la Société, représentant au total 43,6% du capital de la Société, dans le cadre d'une cession hors marché conclue (la « **Cession de Blocs** ») avec les sociétés MAGELIO CAPITAL, HIFIC, ADVEST, KELLER & KOHL, les organismes de placement collectif de valeurs mobilière représentées par FINANCIÈRE ARBEVEL (à savoir PLUVIALCA INDUSTRIES PME et TOP MULTICAPS), TEMPO DEVELOPMENT ainsi que Messieurs Philippe HOUDOUIN, Sylvère BAUDOUIN, Christophe SOLLET, Michel PICOT et Dominique ROCHE ;*
- *le cabinet DK EXPERTISES ET CONSEIL, représenté par Messieurs Didier KLING et Teddy GUERINEAU, a été désigné, en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le 24 octobre 2018 par le Conseil d'Administration en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre et d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- *le conseil d'administration a par ailleurs nommé, pour suivre les travaux de l'expert indépendant désigné, un comité ad hoc composé de Madame Delphine DROUETS et de la société ADVEST S.A.S., ayant pour représentant permanent Monsieur Michel PICOT, qui s'est réuni à plusieurs reprises les 31 octobre, 29 novembre et 17 décembre 2018.*

Le Président précise aux membres du Conseil d'Administration que la délégation unique du personnel de la Société a rendu son avis en date du 23 novembre 2018 et que le cabinet DK EXPERTISES ET CONSEIL a remis son rapport écrit en date du 18 janvier 2019.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration les motifs et les principaux termes de l'opération de rapprochement envisagée entre la Société et BOUYGUES TELECOM, à savoir que :

- *l'offre est libellée au prix de 34,00 euros par action KEYYO ;*
- *l'offre vise un nombre maximum de 954.019 actions Keyyo correspondant à (i) l'intégralité des 1.960.000 actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion des 854.316 actions qui viendront à être détenues par l'Initiateur à l'issue de la*

réalisation de la Cession de Blocs et des 168.415 actions auto-détenues par la Société, soit à la connaissance de la Société 937.269 actions ainsi que (ii) les actions nouvelles et/ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et/ou remises à raison de l'acquisition anticipée d'actions gratuites de la Société (en cas de décès ou d'invalidité de leur bénéficiaire) avant la clôture de l'offre, le cas échéant réouverte, soit à la connaissance de la Société à la date de la présente réunion, un maximum de 16.750 actions de la Société nouvelles et/ou existantes ;

- l'initiateur n'a assorti son offre d'aucune condition (sans préjudice de la caducité de l'offre si, à sa clôture, l'initiateur venait à ne pas détenir au moins 50 % du capital ou des droits de vote de la Société) ;*
- l'initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire s'il venait à franchir à l'issue du règlement-livraison de l'offre, le cas échéant réouverte, le seuil permettant la réalisation d'un tel retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF.*

Le Président précise qu'il est prévu que l'offre soit déposée auprès de l'AMF le 21 janvier 2019, à l'issue de la réalisation de la Cession de Blocs.

Le Président rappelle que les membres du Conseil d'Administration ont préalablement eu communication des documents suivants, ce dont ces derniers lui donnent acte :

- la lettre d'offre indicative en date du 24 octobre 2018 aux termes de laquelle BOUYGUES TELECOM se propose d'acquérir jusqu'à 100% du capital de la Société ;*
- le contrat de cession d'actions conclu en date du 7 décembre 2018 entre BOUYGUES TELECOM en tant qu'acquéreur d'une part et les sociétés MAGELIO CAPITAL, HIFIC, ADVEST et TEMPO DEVELOPMENT ainsi que Messieurs Philippe HOUDOUIN, Silvère BAUDOUIN, Christophe SOLLET et Michel PICOT en tant que cédants d'autre part ;*
- chacun des contrats de cession d'actions conclus en date du 7 décembre 2018 entre BOUYGUES TELECOM en tant qu'acquéreur d'une part et les sociétés KELLER & KOHL SASU (détenue par Monsieur Éric SAIZ) et FINANCIÈRE ARBEVEL (via les organismes de placement collectif de valeurs mobilières PLUVALCA INDUSTRIES PME et TOP MULTICAPS) ainsi que Monsieur Dominique ROCHE, respectivement, en tant que cédants d'autre part ;*
- le projet de note d'information établi par BOUYGUES TELECOM qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'offre, les intentions de l'initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'offre préparés par Rothschild Martin Maurel en qualité de banque présentatrice de l'offre ;*
- le projet de note d'information en réponse à l'offre établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ;*
- le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Keyyo » préparé par la Société en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF ;*
- le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Bouygues Telecom » préparé par BOUYGUES TELECOM en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, lequel est susceptible d'être ajusté ;*
- le projet de communiqué normatif relatif au dépôt par KEYYO du projet de note d'information en réponse à l'offre, établi en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF ;*
- l'avis de la délégation unique du personnel de la Société rendu en date du 23 novembre 2018 ;*

- *le rapport du cabinet DK EXPERTISES et Conseil, expert indépendant représenté par Messieurs Didier KLING et Teddy GUERINEAU, sur les conditions financières de l'offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.*

Le Président invite tout d'abord les membres du Conseil d'Administration à prendre connaissance des intentions de l'initiateur figurant dans le projet de note d'information et à examiner les conséquences de l'offre pour la Société.

À cet égard, le Conseil d'Administration prend notamment acte que :

- *l'initiateur est l'un des acteurs majeurs du marché français des communications électroniques ;*
- *l'initiateur entend préserver l'autonomie de gestion de KEYYO et considère à ce titre que les expertises, les savoir-faire, les produits et services de KEYYO lui sont spécifiques et sont le meilleur garant de son développement ;*
- *l'offre s'inscrit dans le cadre de la stratégie globale de BOUYGUES TELECOM visant à accroître sa part de marché en consolidant sa présence sur le marché des TPE, PME et ETI via la marque KEYYO, en bénéficiant de l'expertise reconnue de KEYYO dans le marketing et les ventes digitales et en s'appuyant sur le portefeuille innovant de produits et services développés par KEYYO ;*
- *KEYYO pourra s'appuyer sur le réseau national très haut débit, DSL et fibre de BOUYGUES TELECOM, ainsi que sur l'étendue des compétences d'opérateur de Bouygues TELECOM ENTREPRISES dans les domaines de la mobilité d'entreprises, de la cyber sécurité et de l'internet des objets ;*
- *la synergie des revenus (grâce à des opérations de ventes croisées) et de coûts (grâce à l'utilisation des infrastructures Réseaux, Fixe et Mobile, de BOUYGUES TELECOM) entre BOUYGUES TELECOM et KEYYO devrait permettre un accroissement de l'activité de KEYYO ;*
- *l'offre devrait en définitif constituer une opportunité unique de créer une plateforme idéalement positionnée pour adresser le marché de la télécommunication à destination des TPE, PME et ETI.*

Le Président invite enfin les membres du Conseil d'Administration à examiner les conséquences de l'offre pour les salariés de la Société.

À cet égard, le Conseil d'Administration prend notamment acte que :

- *l'initiateur a indiqué, dans son projet de note d'information, que l'opération « assurera la pérennité des équipes et du management » de la Société et qu'elle « n'aura donc pas d'impact négatif sur sa politique en matière d'emploi » ;*
- *l'initiateur a confirmé, selon les informations communiquées par l'initiateur à la délégation unique du personnel de la Société, que la Société demeurerait autonome dans sa gestion et que l'opération n'aurait pas d'impact négatif sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
- *lors de sa réunion du 23 novembre 2018, la délégation unique du personnel de la Société a émis un avis favorable relativement à l'offre ;*
- *les bénéficiaires d'actions gratuites émises par KEYYO pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité à raison des actions gratuites qu'ils ne pourront pas, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), apporter à l'offre ou à l'offre ré-ouverte.*

Le Président invite ensuite les membres du Conseil d'Administration à examiner les conséquences de l'offre pour les actionnaires de la Société.

À cet égard, le Conseil d'Administration a examiné le rapport de l'expert indépendant dont la conclusion est la suivante :

« Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat volontaire initiée par la société Bouygues Telecom au prix de 34,0€ par action pouvant être suivie d'un retrait obligatoire.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- Le Prix d'offre est équivalent au prix unitaire auquel l'Initiateur a acquis le Bloc.*
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime comprise entre 31% et 40% sur la référence au cours de bourse. Le Prix d'offre est supérieur de 31% au cours de bourse précédant l'annonce de l'Opération, ce cours étant lui-même proche du plus haut atteint par la société KEYYO.*
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime de 18% par rapport à la valeur centrale obtenue à partir de la méthode des DCF.*
- Le Prix d'offre fait également apparaître une prime par rapport à la méthode et à la référence considérée à titre secondaire : 21% par rapport à la valeur obtenue à partir de la méthode des transactions comparables et 19% par rapport à l'objectif de cours des analystes.*
- Ces primes obtenues sur les différentes méthodes mises en œuvre et références prises en compte matérialisent le fait que le Prix d'offre correspond à la valeur « standalone » de KEYYO – c'est-à-dire la valeur de KEYYO dans le cadre d'une gestion indépendante – majorée d'une fraction des synergies qui résulteront du rapprochement de la Société et de l'Initiateur.*
- Selon notre analyse, les accords connexes relevés dans la documentation juridique ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.*

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 34,0€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de KEYYO dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. »

Au vue de ce qui précède, après discussion et compte tenu de l'opportunité que constitue le rapprochement envisagé et des bénéfices potentiels qui en sont attendus pour KEYYO, le Conseil d'Administration à l'unanimité de ses membres :

- approuve l'offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus et considère que l'offre est dans l'intérêt de la Société, ses salariés et ses actionnaires ; et*
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'offre.*

Les membres du Conseil d'Administration indiquent par ailleurs, chacun en ce qui le concerne, qu'ils ne détiendront plus aucune action KEYYO à l'issue de la réalisation de la Cession de Blocs. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

À la suite de la réalisation, en date du 18 janvier 2019, de la Cession de Blocs, les membres du conseil d'administration présents lors de la séance du 18 janvier 2019 ne détiennent plus aucune action de la Société. Il est précisé, en tant que de besoin, que les nouveaux administrateurs cooptés lors de la séance du conseil d'administration intervenue le 18 janvier 2019 ne détiennent aucune action de la Société.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Conformément aux termes du Contrat de Cession, le conseil d'administration de la Société, lors de sa séance du 18 janvier 2019, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 168.415 actions auto-détenues. Il est toutefois précisé que

16.750 actions auto-détenues sont susceptibles d'être remises en cas d'acquisition anticipée d'actions gratuites attribuées par la Société.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet DK Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier KLING et Teddy GUERINEAU, a été désigné le 24 octobre 2018 par le conseil d'administration en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, qui a été établi par le cabinet DK Expertises et Conseil en date du 18 janvier 2019, est intégralement reproduit ci-après.

[voir page suivante]



**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT VOLONTAIRE
INITIEE PAR BOUYGUES TELECOM**

18 janvier 2019

**Cabinet Didier Kling Expertises et Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris**

Sommaire

1.	Présentation de l'Opération.....	4
1.1	Sociétés concernées par l'Opération	4
1.2	Termes de l'Offre	5
1.3	Motifs de l'Opération.....	6
1.4	Financement de l'Opération.....	6
2.	Le marché des services de communications aux entreprises : un marché en déclin disposant d'opportunités de développement.....	7
2.1	Le marché des services de communications aux entreprises : un marché structurellement en déclin.....	7
2.2	...offrant toutefois des opportunités sur le segment des TPE et PME.....	8
2.3	...supposant de disposer d'une organisation efficace pour les saisir.....	9
3.	KEYYO : un opérateur alternatif performant sur le segment des petites et moyennes entreprises.....	10
3.1	Fondé au début des années 1990 pour profiter de la libéralisation du marché des télécommunications.....	10
3.2	... KEYYO s'est progressivement positionné comme un opérateur alternatif à destination du marché des petites et moyennes entreprises.....	10
3.3	Analyse des caractéristiques financières de KEYYO	12
3.4	Synthèse : analyse SWOT de KEYYO.....	15
4.	Données structurant l'évaluation de KEYYO	17
4.1	Date d'évaluation	17
4.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu.....	17
	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres	17
5.	Eléments d'appréciation du prix de l'Offre	20
5.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées.....	20
5.2	Référence aux transactions sur le capital de la Société – à titre principal	22
5.3	Référence au cours de bourse – à titre principal.....	23
5.4	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie : à titre principal	25
5.5	Méthode des transactions comparables – à titre secondaire	31
5.6	Référence aux objectifs de cours des analystes – à titre secondaire.....	32
5.7	Analyse des synergies attendues	32
5.8	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre	33
6.	Accords connexes à l'offre	34
6.1	Attribution d'actions gratuites	34
	Engagement de liquidité de l'Initiateur relatif aux actions gratuites.....	34
	Conditions d'exercice des fonctions de M. HOUDOUIN	35
	Conclusion	35
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque présentatrice	35
7.1	Choix des critères d'évaluation	35
7.2	Mise en œuvre des méthodes et référence.....	36
8.	Conclusion.....	38
	Annexe unique : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise.....	39

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Le cabinet DK Expertises et Conseil a été désigné par le Conseil d'administration de la société KEYYO (ci-après « KEYYO » ou la « Société ») en date du 24 octobre 2018 en qualité d'expert indépendant. L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par le groupe Bouygues Telecom (ci-après « Bouygues Telecom » ou « l'Initiateur ») dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire pouvant être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après conjointement « l'Offre ») visant les actions de la société KEYYO.

Notre intervention est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société car (i) « *les dirigeants de la société visée (...) ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (article 261-1 I 2°) et (ii) il existe plusieurs opérations connexes (article 261-1 I 4°) ;
- l'initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II sous réserve de l'article 237-16).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à 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 détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par KEYYO et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'Opération

Bouygues Telecom a adressé au président du Conseil d'administration de KEYYO ainsi qu'à certains de ses actionnaires une lettre d'offre indicative, en date du 24 octobre 2018, aux termes de laquelle Bouygues Telecom se proposait d'acquérir jusqu'à 100% du capital de la Société (« l'Opération ») :

- Par voie d'acquisition de blocs hors marché de 854.316 actions de la Société représentant 43,6% du capital de la Société (ci-après « le Bloc ») au prix unitaire de 34,00 euros auprès des actionnaires suivants :

Tableau 1. Composition du Bloc

Nombre d'actions	
M. HOUDOUIN (y.c. MAGELIO)	400 825
HIFIC	18 000
M. BAUDOUIN (y.c. Tempo Développement)	84 178
M. SOLLET	28 163
M. PICOT (y.c. ADVEST)	72 550
Financière ARBEVEL	168 000
Keller & Kohl	50 424
M. ROCHE	32 176
Total	854 316

La signature des accords relatifs à l'acquisition du Bloc (« les Accords ») a été réalisée le 7 décembre 2018 tandis que leur réalisation est prévue pour le 18 janvier 2019.

- Puis par le lancement d'une offre publique d'achat volontaire visant la totalité des actions KEYYO existantes non détenues par Bouygues Telecom éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

1.1 Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre – Bouygues Telecom

Bouygues Telecom est une société anonyme dont le siège social est situé 37-39 rue Boissière 75116 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 397 480 930.

Bouygues Telecom est un des acteurs majeurs du marché français des communications électroniques avec, au 31 décembre 2017, un chiffre d'affaires consolidé de 5,09 milliards d'euros et un EBITDA de 1,162 milliard d'euros.

Bouygues Telecom est une filiale du groupe Bouygues dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext.

1.1.2. Présentation de la société visée par l'Offre - KEYYO

KEYYO est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 627.200 euros dont le siège social est situé 92-98 boulevard Victor Hugo 92110 Clichy, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 390 081 156.

Ses actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN : FR0000185621.

KEYYO est un opérateur du marché français des communications électroniques spécialisé dans le segment des entreprises (BtoB). KEYYO est notamment un opérateur reconnu des services de communications unifiées¹.

Préalablement à la réalisation de l'acquisition du Bloc, au 31 décembre 2018, le capital de KEYYO se répartissait de la façon suivante :

Tableau 2. Répartition du capital au 31 décembre 2018

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital
M. HOUDOUIN (y.c. MAGELIO Capital)	400 025	20,5%
HIFIC	18 000	0,9%
M. BAUDOUIN (y.c. Tempo Développement)	84 178	4,3%
M. SOLLET	28 163	1,4%
M. PICOT (y.c. ADVEST)	72 550	3,7%
Financière ARBEVEL	168 000	8,6%
Keller & Kohl	50 424	2,6%
M. ROCHE	32 176	1,6%
Flottant	937 269	47,8%
Auto-détention	168 415	8,6%
Total	1 960 000	100,0%

1.2 Termes de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de Bouygues Telecom en date du 15 janvier 2019.

L'Offre vise :

¹ On désigne sous le terme de communications unifiées un ensemble de services destinés aux professionnels en entreprise permettant d'intégrer (« unifier ») étroitement :

- les moyens de communications interpersonnels en temps réel comme la téléphonie fixe et mobile ;
- les outils de travail collaboratifs comme la messagerie instantanée ;
- l'environnement informatique, notamment les outils bureautiques comme la messagerie électronique.

- l'intégralité des actions composant le capital de la Société à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre ;
- les actions nouvelles et / ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et / ou remises à raison de l'acquisition anticipée d'actions gratuites de la Société avant la clôture de l'Opération.

L'Initiateur propose d'acquérir les actions de la Société au prix unitaire de 34,00 euros (« le Prix d'offre »).

1.3 Motifs de l'Opération

Le projet de note d'information expose à son paragraphe 1.2.2. que « *l'Opération permettrait à l'initiateur de développer son offre de solutions numériques en matière de services de communication unifiée en bénéficiant tant de la plateforme technique de la Société que de ses équipes formées et fortement impliquées dans la satisfaction client* ».

1.4 Financement de l'Opération

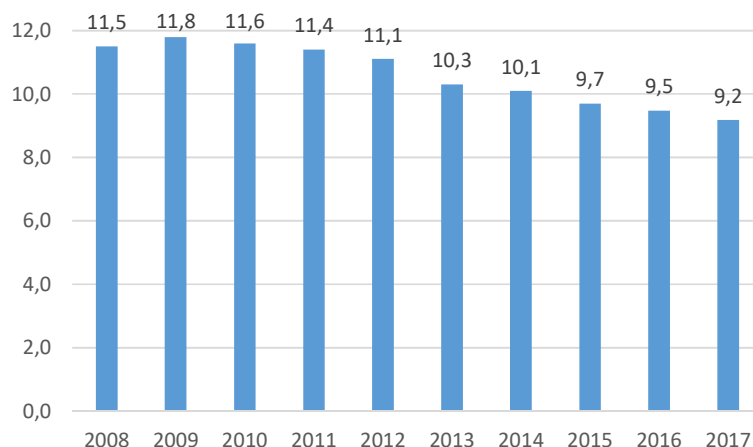
L'Initiateur prévoit de financer l'Offre sur ses ressources de liquidités disponibles sans avoir recours à un financement spécifique.

2. Le marché des services de communications aux entreprises : un marché en déclin disposant d'opportunités de développement

2.1 Le marché des services de communications aux entreprises : un marché structurellement en déclin...

Le marché des services de communications aux entreprises connaît un déclin continu depuis maintenant sept années consécutives. Ainsi en 2009 sa taille s'élevait à 11,8 Md€ pour diminuer à 9,2 Md€ en 2017², ce qui correspond à un taux annuel moyen de décroissance de -3,1%. Cette tendance atteint toutes les catégories de services : les services fixes et accès à internet, les services mobiles, les services de capacité et les services à valeur ajoutée.

Graph 1. Evolution du marché des services de communications aux entreprises (en Md€)

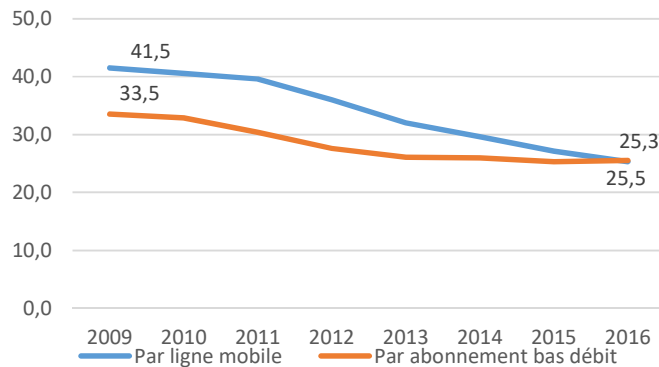


Ce déclin s'explique non pas tant par l'évolution des usages³ qui progresse mais par une forte pression déflationniste comme l'illustre le graphique suivant. Sur la période 2009 / 2016, le taux de baisse moyen annuel de la facture mensuelle d'accès à un abonnement téléphonique bas débit et à une ligne mobile s'est élevé respectivement à -3,8% et -6,8%⁴.

² Les services de communications électroniques : le marché entreprise, décembre 2018, ARCEP, p. 7.

³ Si le nombre des abonnements à un service de téléphone fixe a baissé pour les entreprises de 10,31 millions en 2009 à 8,93 millions en 2017, le nombre de lignes mobiles a progressé de 6,31 millions à 8,63 millions tandis que le nombre d'accès à internet a augmenté de 1,63 million à 2,06 millions (source : Les services de communications électroniques : le marché entreprise, 2017 et 2018).

⁴ Cette baisse s'est poursuivie en 2017 dans le mobile avec une facture moyenne mensuelle de 23,1€ (source : Les services de communications électroniques : le marché entreprise, 2018).

Graphe 2. Evolution de la facture mensuelle moyenne en € par type d'accès sur le marché entreprise⁵

2.2 ...offrant toutefois des opportunités sur le segment des TPE et PME...

Malgré cet important déclin, le marché des services de communications aux entreprises offre des opportunités sur le segment des TPE et PME qui résultent principalement de deux facteurs.

En premier lieu, les entreprises, et particulièrement les TPE et les PME, sont en retard dans leur équipement en lignes téléphoniques avec la voix sur IP⁶. Elles en sont équipées à hauteur de 60%⁷ tandis que les clients résidentiels en sont équipés à hauteur de 82%⁸.

Or, les lignes traditionnelles du réseau téléphonique commuté vont progressivement être fermées.

Un grand nombre de TPE et PME va donc devoir, dans les prochaines années, réfléchir à l'évolution de leur équipement téléphonique, ce qui va ouvrir des opportunités aux acteurs spécialisés dans la VoIP.

En second lieu, les opérateurs alternatifs bénéficieront de l'accélération du déploiement de la fibre. L'intérêt de cette opportunité commerciale est accentué par le fait que l'ARCEP favorise l'ouverture à la concurrence du marché de gros de la fibre, ce qui signifie que les opérateurs devraient avoir accès à des tarifs plus intéressants pour revendre ce service à leurs clients.

⁵ Les services de communications électroniques : le marché entreprise, décembre 2017, ARCEP, p. 6.

⁶ IP : Internet Protocol. VoIP : voice over internet protocol

La technologie de la voix sur IP permet de faire transiter la voix sur des matériels compatibles avec la norme IP, qu'il s'agisse de réseaux privés ou d'internet filaire (câble, ADSL, fibre optique) ou non (satellite, Wi-Fi, GSM...).

⁷ Etude quantitative portant sur le fonctionnement du marché des services de télécoms à destination des PME, IFOP, 2017, page 13.

⁸ Les services de communications électroniques : le marché entreprise, décembre 2017, ARCEP, p. 14.

2.3 ...supposant de disposer d'une organisation efficace pour les saisir

Les principales opportunités du marché des services de communications aux entreprises se situent sur le segment des PME et des TPE qui ont besoin de rattraper leur retard en matière d'équipement téléphonique.

Toutefois, il existe un important écueil pour saisir cette opportunité : le coût élevé de l'acquisition des clients sur ce segment. Ce coût élevé résulte de la conjonction des facteurs suivants :

1/ Les TPE et PME restent souvent fidèles à leur opérateur car :

- La téléphonie est souvent gérée par le chef d'entreprise qui a peu de temps à consacrer à changer d'opérateur.
- La décision consistant à changer d'opérateur est considérée comme risquée (risque de rupture de service durant le changement, risque lié à la fiabilité du nouvel opérateur) tandis que le gain attendu en termes d'économies est limité.

2/ La facture moyenne de téléphonie d'une TPE ou d'une PME reste faible. Il en résulte qu'il est nécessaire de disposer d'une productivité commerciale forte (fort taux de transformation d'un prospect en client) pour justifier l'investissement commercial. Or, comme vu précédemment, cela n'est pas toujours le cas.

Saisir les opportunités présentes sur le marché des services de communications aux entreprises, et principalement à destination des TPE et PME, suppose donc de mettre en place une organisation commerciale efficace.

3. KEYYO : un opérateur alternatif performant sur le segment des petites et moyennes entreprises

3.1 Fondé au début des années 1990 pour profiter de la libéralisation du marché des télécommunications...

KEYYO a été créée, initialement sous le nom de Phone Systems & Network, en 1993 pour se positionner comme un opérateur revendeur de communications téléphoniques longues distances auprès des particuliers et des professionnels en France.

KEYYO profite de l'ouverture du marché des télécom français à la concurrence en 1998 pour obtenir une licence lui procurant le statut d'opérateurs d'infrastructures alternatives et s'introduire en bourse pour financer son développement.

KEYYO se positionne au tournant des années 2000 sur la technologie de la voix sur IP comme un opérateur de télécommunications mais également comme un intégrateur de solutions. KEYYO considère que cette technologie réduit non seulement les coûts des télécommunications mais permet également d'enrichir la palette des services offerts par un opérateur à ses clients.

Fort de ce positionnement technologique initial sur la voix sur IP, KEYYO a ensuite poursuivi ses investissements dans une optique d'élargissement de sa clientèle et de la gamme de services offerts. Ainsi KEYYO :

- a adopté en 2005 la technologie SIP⁹ qui permet d'établir ou de terminer une session multimédia ou un appel téléphonique entre deux équipements depuis n'importe quel accès internet dans le monde ;
- a investi pour maîtriser les technologies relatives aux autocommutateurs¹⁰ qui utilisent le protocole internet (IPBX) qui remplacent progressivement les PABX¹¹ ;
- a développé son propre Centrex IP qui en fait un IPBX virtuel car hébergé dans le cloud.

3.2 ... KEYYO s'est progressivement positionné comme un opérateur alternatif à destination du marché des petites et moyennes entreprises...

Fort de son rôle précurseur dans la technologie de la voix sur IP, KEYYO a tout d'abord développé une activité sur le segment des particuliers (activité B2C) centrée autour des téléboutiques IP et des télécommunications Nord / Sud.

⁹ SIP : session initial protocol.

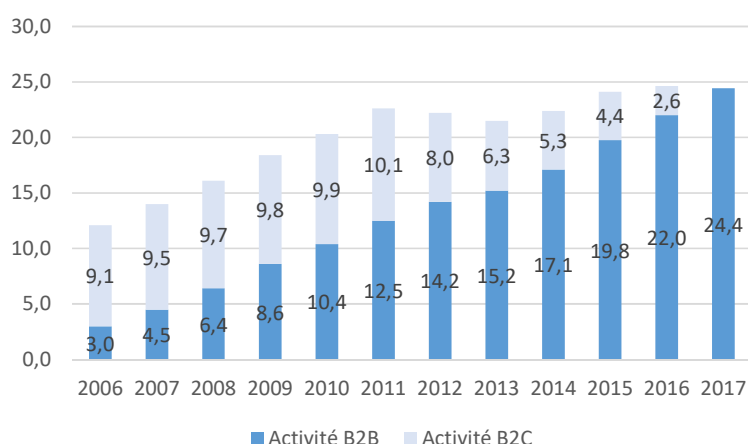
¹⁰ Un autocommutateur téléphonique est un standard servant à gérer les télécommunications internes et externes d'un ensemble de postes.

¹¹ PABX : autocommutateur téléphonique privé qui utilise les lignes analogiques traditionnelles.

Toutefois, ces marchés disposant de faibles barrières à l'entrée et les clients étant très sensibles au niveau des prix, ce positionnement a trouvé ses limites au cours de la seconde partie de la décennie 2000, lorsque les concurrents de KEYYO ont rattrapé leur retard technologique.

Ainsi, le chiffre d'affaires de l'activité B2C de KEYYO a faiblement progressé de 9,1 M€ en 2006 à 10,1 M€ en 2011 avant de fortement décliner, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

Graphe 3. Evolution du chiffre d'affaires de KEYYO par branche d'activité (en M€)



C'est dans ce contexte que KEYYO a progressivement :

- orienté ses efforts vers les services de communications à destination des TPE puis des PME (activité B2B) qui cherchent tout à la fois des opérateurs fiables et capables de leur proposer des services innovants (IPBX, Centrex IP, communications unifiées, convergence fixe / mobile / data) plutôt que simplement le prix le plus bas possible ;
- développé une approche alors originale de vente directe au travers de son site Internet et une culture du marketing digital¹².

La part de son chiffre d'affaires réalisé avec les entreprises a ainsi progressé de 25% en 2006 à 100% en 2017. Son recentrage complet sur le marché des entreprises est intervenu avec la cession de la majorité du capital de la société IP-Cash à la fin de l'année 2016.

Aujourd'hui, KEYYO est un opérateur télécom dédié exclusivement aux entreprises qui se distingue par les caractéristiques suivantes.

KEYYO réussit à conjuguer les bénéfices du marketing digital et de l'automatisation de sa chaîne de production (souscription de son offre jusqu'à la mise en œuvre de la solution chez le client) pour optimiser ses coûts d'acquisition des clients.

¹² Le marketing digital privilégie les canaux digitaux comme les réseaux sociaux, les e-mails, les sites web... Grâce à un plus faible coût d'approche des prospects, obtenu notamment par un meilleur ciblage des campagnes, le marketing digital permet aux entreprises de diminuer leurs coûts commerciaux et publicitaires.

L'automatisation de sa chaîne de production bénéficie à la fois à ses ventes réalisées en direct et ses ventes réalisées au travers de ses partenaires. Ces derniers peuvent ainsi s'appuyer sur la fiabilité des processus de KEYYO pour fournir la prestation technique attendue par le client et se concentrer sur le marketing et la gestion de la relation client.

L'optimisation des coûts d'acquisition des clients constitue un avantage compétitif important sur le segment des TPE, voire des PME, car ces clients sont difficiles à convaincre de changer de fournisseur dans un contexte où ils privilégient la continuité et la fiabilité du service à une réduction de prix limitée (cf. §3.3).

KEYYO a développé en interne, et maîtrise donc, les principales briques technologiques nécessaires au développement de son activité (téléphonie sur IP, commutateurs nécessaires à son système d'interconnexion, logiciel IP Centrex permettant de dématérialiser le standard téléphonique et de maîtriser les services de communications unifiées).

Cette intégration permet à KEYYO de :

- capter une part plus importante de la chaîne de valeur ce qui renforce sa compétitivité face à ses concurrents, notamment ceux propriétaires de réseaux fixes et mobiles ;
- maîtriser la qualité de ses services et de les faire rapidement évoluer en fonction des demandes des clients : il s'agit là de deux des principaux facteurs de choix d'un opérateur pour une TPE ou une PME¹³.

En somme, l'évolution progressive de l'activité de KEYYO d'un opérateur alternatif principalement orienté vers les particuliers à un opérateur dédié aux entreprises lui a permis :

- de se positionner sur un marché plus complexe disposant donc de plus fortes barrières à l'entrée ;
- de transformer sa maîtrise de différentes technologies liées à la voix sur IP ou de savoir-faire liés au marketing digital en avantages compétitifs durables.

Il en résulte en termes d'évaluation de la société KEYYO que la principale difficulté réside dans la détermination de la durée durant laquelle elle pourra profiter de ce positionnement et de ces avantages compétitifs pour générer une croissance rentable. Un avantage technologique se banalise en effet parfois rapidement (comme l'illustre l'exemple des activités B2C de KEYYO) ou peut être remis en cause soudainement par une nouvelle innovation au caractère disruptif.

3.3 Analyse des caractéristiques financières de KEYYO

3.3.1 Un chiffre d'affaires en stagnation masquant le recentrage sur le segment des communications aux entreprises qui a un effet positif sur la rentabilité

Le tableau suivant synthétise les principaux agrégats du compte de résultat de KEYYO sur la période 2015 / 2018 (1^{er} semestre).

¹³ Etude quantitative portant sur le fonctionnement du marché des services de télécoms à destination des PME, IFOP, 2017, page 28.

Tableau 3. Compte de résultat simplifié de KEYYO sur la période 2015 / 2018 (S1)

En k€	2015	2016	2017	2017 IFRS 15 ¹⁴	2017 S1 IFRS 15	2018 S1 IFRS 15
Vente directe	9 995	10 880	11 963	11 373	5 516	6 347
Vente indirecte	9 762	11 128	12 444	10 527	5 155	5 731
IP-cash	4 375	2 626				
Clever Networks						2 250
Chiffre d'affaires	24 132	24 634	24 407	21 900	10 671	14 328
<i>Croissance</i>	<i>8,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>NA</i>	<i>NA</i>	<i>13,2%</i>
Coûts des produits vendus	-11 819	-11 991	-11 049	-8 542	-4 270	-5 711
Marge brute	12 313	12 643	13 358	13 358	6 401	8 617
<i>En % du CA</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>55%</i>	<i>61%</i>	<i>60%</i>	<i>60%</i>
Autres charges externes	-2 682	-2 775	-2 818	-2 818	-1 262	-1 770
Impôts et taxes	-436	-435	-486	-486	-283	-365
Charges de personnel	-5 709	-6 170	-6 040	-6 040	-2 949	-4 107
Dot° aux amortissements	-1 079	-1 202	-1 321	-1 321	-626	-782
Dot° aux provisions	-421	40	-124	-124	-35	-80
Autres produits et charges	-45	-72	-200	-200	-178	-65
Résultat opérationnel	1 941	2 029	2 369	2 369	1 068	1 448
<i>En % du CA</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,1%</i>
Résultat opérationnel courant	2 088	2 088	2 706	2 706	1 210	1 485
<i>En % du CA</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,3%</i>	<i>10,4%</i>

Source : Etats financiers de la Société

Les revenus de KEYYO ont pratiquement stagné sur la période 2015 / 2017 (+ 1,1%) du fait de la sortie progressive de l'activité IP Cash, correspondant à l'activité historique de vente de minutes aux téléboutiques via des solutions de téléphonie sur IP.

Les activités de KEYYO liées au segment des entreprises, sur lequel elle s'est recentrée, a connu, en revanche, une croissance dynamique et équilibrée entre ses ventes directes et indirectes :

- Ce segment a connu une croissance respectivement de 11,4% et 10,9% en 2016 et 2017. Cette performance résulte à la fois de la migration progressive des TPE et PME vers des solutions de téléphonie sur IP, de la pertinence de l'offre de KEYYO pour accompagner ces entreprises dans cette démarche et de l'efficacité des processus marketing de KEYYO pour capter cette clientèle.
- Cette croissance s'est poursuivie au cours de l'année 2018 avec une progression organique¹⁵ de 13,2% au premier semestre et 11,9% à la fin du troisième trimestre.

¹⁴ La mention IFRS 15 signifie que les données présentées sont établies en prenant en compte la norme IFR15 que KEYYO applique depuis le 1^{er} janvier 2018.

¹⁵ Hors intégration de CLEVER Networks et sur la base de la norme IFRS 15.

- Ce développement repose de manière équilibrée sur le canal des ventes directes et indirectes qui progressent toutes les deux à un rythme proche de 10%.

Le désengagement de KEYYO de son activité historique de vente de minutes a permis une augmentation du taux de marge brute (+ 4 points de 51% en 2015 à 55% en 2017) qui a été en partie réinvestie dans les moyens consacrés au développement de son réseau (hausse d'environ 1 point du poids des charges d'amortissement) et au développement commercial (hausse également d'environ 1 point des charges de personnel). Il a également concouru à une progression du taux de marge opérationnel courant de +2,4 points entre 2015 et 2017.

Les résultats du premier semestre 2018 marquent une légère baisse du taux de marge opérationnel courant (de 11,3% à 10,4%) qui s'explique par l'intégration de CLEVER Networks, dont la marge était inférieure à celle de KEYYO, et la poursuite des investissements pour maintenir le rythme de croissance.

3.3.2 Un modèle économique fortement générateur de liquidités

Le tableau suivant synthétise les principaux agrégats du compte de résultat de KEYYO sur la période 2015 / 2018 (1^{er} semestre) :

Tableau 4. Bilan économique simplifié de KEYYO sur la période 2015 / 2018 (S1)

En k€	2015	2016	2017	2018 S1
Immo. incorporelles	1 121	1 147	1 436	1 428
Immo. corporelles	1 070	1 429	1 956	2 089
Dépôts et cautionnements	172	161	133	170
Immobilisations d'exploitation	2 363	2 737	3 525	3 687
<i>En % du CA</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>14%</i>	<i>17%</i>
Besoin en fonds de roulement	-3 149	-3 367	-4 643	-4 009
<i>En % du CA</i>	<i>-13%</i>	<i>-14%</i>	<i>-19%</i>	<i>-14%</i>
Capitaux employés	-786	-630	-1 118	-322
<i>En % du CA</i>	<i>-3%</i>	<i>-3%</i>	<i>-5%</i>	<i>-4%</i>
Goodwill	942	942	4 828	4 823
Actif économique	157	312	3 710	4 501
Capitaux propres pdg	3 911	5 031	4 495	5 124
Intérêts minoritaires				1 010
Dette financière nette ajustée	-3 754	-4 720	-785	-1 632
Capital financier	157	312	3 710	4 501

Source : Etats financiers de la Société

Le modèle économique de KEYYO présente la particularité que ses capitaux employés sont structurellement négatifs.

D'une part, ses immobilisations d'exploitation sont limitées et se composent principalement de l'activation de ses frais de recherche et développement, des investissements dans son cœur

de réseau et des équipements fournis à ses clients. La hausse du ratio « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » observée entre 2015 et 2017 traduit un effort particulier réalisé par KEYYO pour accroître la capacité de son réseau. La hausse de ce ratio observée entre 2017 et le 1^{er} semestre 2018 résulte, en revanche, de l'effet mécanique de la mise en œuvre de la norme IFRS 15, qui diminue son chiffre d'affaires comptable.

D'autre part, son besoin en fonds de roulement constitue une ressource car son modèle économique implique des stocks très limités et lui permet d'avoir des délais de règlement client inférieurs à ses délais de règlement fournisseur. La hausse du ratio « BFR sur chiffre d'affaires » de l'année 2017 traduit l'intégration de CLEVER Networks dont les délais de règlement fournisseur ont été normalisés sur l'année 2018.

Le modèle économique de KEYYO qui permet d'enregistrer une marge opérationnelle supérieure à 10% et qui repose sur des capitaux employés négatifs génère donc des flux de liquidité importantes.

KEYYO dispose ainsi, logiquement, d'une structure financière très saine qui lui a permis de :

- disposer d'une trésorerie nette à la fin de ses exercices 2015 à 2017¹⁶ ;
- financer l'acquisition de CLEVER Networks ;
- mener une politique régulière de retour à ses actionnaires en procédant à des rachats d'actions et en versant chaque année un dividende.

La combinaison d'une marge opérationnelle confortable (supérieure à 10%) et de capitaux employés négatifs aboutit à une rentabilité importante des capitaux employés. Cette situation pose naturellement la question de la capacité à maintenir une telle situation dans un environnement concurrentiel compétitif et plus spécifiquement dans un secteur technologique susceptible d'être marqué par des innovations de rupture.

3.4 Synthèse : analyse SWOT de KEYYO

En synthèse, la matrice SWOT résume les forces et les faibles de la Société ainsi que les opportunités et les menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché.

¹⁶ La notion de dette financière (trésorerie) nette ajustée utilisée dans le cadre du bilan économique est différente de l'ajustement utilisé pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Tout d'abord, cet ajustement comporte des items qui ne sont pas pris en compte dans la dette financière (trésorerie) nette comme les intérêts minoritaires. Ensuite, l'ajustement est calculé sur la base de valeur de marché alors que la dette financière (trésorerie) nette est déterminée sur la base de valeurs comptables.

Graph 4. Matrice SWOT de KEYYO

Forces (<u>S</u> trengths)	Faiblesses (<u>W</u> eakenesses)
- Opérateur exclusivement dédié à un segment de clientèle : les entreprises - Automatisation de la chaîne de production des services - Organisation optimisant les coûts d'acquisition des clients - Modèle fortement générateur de cash-flows	- Absence de détention d'un réseau fixe et mobile
Opportunités (<u>O</u> pportunities)	Menaces (<u>T</u> hreats)
- Retard des TPE et PME dans leur équipement en voix sur IP - Accélération du déploiement de la fibre dans un cadre réglementaire favorisant la concurrence	- Irruption d'un concurrent attaquant le bas du marché par les prix - Renforcement de la concurrence des opérateurs possédant un réseau fixe / mobile - Evolution technologique

4. Données structurant l'évaluation de KEYYO

4.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action KEYYO a été réalisée à la date du 31 décembre 2018.

Les références au cours de bourse de KEYYO ont été calculées au 24 octobre 2018, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération.

4.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le tableau ci-dessous détaille le nombre d'actions retenu pour la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie futurs (nombre au 31 décembre 2017) et des comparables (nombre au 30 juin 2018).

Tableau 5. Détail du nombre d'actions retenu

	31/12/2017	30/06/2018
Nombre de titres formant le capital	1 960 000	1 960 000
Auto-détention	166 807	168 262
Plans d'actions gratuites ¹⁷	55 000	55 000
Nombre d'actions retenu	1 848 193	1 846 738

4.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Nous avons effectué deux calculs pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Pour la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, nous avons calculé cet ajustement au 31 décembre 2017 car nous retenons la totalité du flux de l'année 2018 dans notre calcul de la valeur d'entreprise.

Pour la mise en œuvre des méthodes analogiques, nous avons calculé cet ajustement au 30 juin 2018 par homogénéité avec les informations utilisées pour calculer les multiples de comparables.

¹⁷ Nombre d'actions que l'Assemblée générale de la Société du 7 juin 2018 a autorisé le conseil d'administration à attribuer gratuitement. Un premier plan a été mise en place le 2 juillet 2018 portant sur 16.750 actions attribuées et en période d'acquisition et 1.000 actions non encore attribuées. Un solde de 37.250 actions reste à attribuer.

4-3-1 Au 31 décembre 2017 pour la mise en œuvre de la méthode des DCF

Pour le calcul de la valeur des titres de KEYYO par la méthode des DCF (Méthode d'actualisation des flux futurs), nous avons déterminé un ajustement qui représente un montant de 2,055 M€ à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres.

Tableau 6. Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres pour la mise en œuvre de la méthode DCF (en K€)

En k€	
+ Dettes financières	9 267
+ Dette sur acquisition	2 804
+ Avantages du personnel	84
+ Intérêts minoritaires dans CLEVER Networks	937
- Trésorerie	-11 731
- Titres de participation	-23
+ Dividende	717
Ajustement - DCF	2 055

Cet ajustement appelle les commentaires suivants :

- La dette sur acquisition représente le prix d'acquisition des titres et des comptes courants d'associés de CLEVER Networks qui n'avaient pas encore été décaissés au 31 décembre 2017.
- Certains managers de CLEVER Networks ont racheté une participation de 25% du capital de cette société début 2018. Le montant de 0,937 M€ correspond à la valeur estimée à fin 2018 de l'engagement de KEYYO de racheter cette participation de 25%, compte tenu (i) des performances attendues de CLEVER Networks en 2018 et 2019 et (ii) du montant restant à déboursier par les managers à fin 2017 pour acquérir cette participation¹⁸.
- Le montant du dividende a été retenu car son paiement est intervenu en juin 2018.

4-3-2 Au 30 juin 2018 pour la mise en œuvre des méthodes analogiques

Pour le calcul de la valeur des titres de KEYYO par les méthodes analogiques, nous avons déterminé un ajustement qui représente un montant de 1,043 M€ à ajouter à la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres.

¹⁸ Soit 1.947 k€ minoré du montant de 1.010 k€ restant à déboursier.

Tableau 7. Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres pour la mise en œuvre des méthodes analogiques (en K€)

En k€	
+ Dettes financières	8 083
+ Dette sur acquisition	0
+ Avantages du personnel	84
+ Intérêts minoritaires dans CLEVER Networks	1 947 ¹⁹
- Trésorerie	-8 140
- Titres de participation	-23
- Prêt non courant	-450
- VAN reports déficitaires	-2 544
Ajustement	-1 043

Cet ajustement appelle les commentaires suivants :

- La dette d'acquisition de CLEVER Networks a été réglée au cours du premier semestre 2018.
- Les intérêts minoritaires correspondent à la valeur, fin 2018, de la participation de 25% détenue par certains managers de CLEVER Networks dans cette société, compte tenu des engagements de rachat pris par KEYYO et des performances attendues pour cette société en 2018 et 2019.
- La valeur d'entreprise des comparables est calculée hors valeur des reports déficitaires. En appliquant les multiples des comparables aux agrégats de KEYYO, on obtient donc une valeur d'entreprise hors valeur des reports déficitaires²⁰. Par conséquent, il y a lieu de tenir compte de la valeur des reports déficitaires de KEYYO dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des capitaux propres dans le cadre de la mise en œuvre des méthodes de comparables.
- Le montant des dividendes ayant été versé au 30 juin 2018, il n'y a plus lieu d'en tenir compte dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.

¹⁹ La différence avec le montant de 1.947 k€ apparaissant dans le tableau 6 correspond à la somme de 1.010 k€ qui restait à déboursier par les managers à fin 2017 pour acquérir cette participation.

²⁰ Dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la valeur des reports déficitaires est directement modélisée dans le calcul de la valeur d'entreprise.

5. Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées (5.1), nous mettons en œuvre méthodes et références retenues à titre principal (5.2 à 5.4) et à titre secondaire (5.5 et 5.6) avant, enfin, d'analyser les synergies de l'Opération (5.7).

5.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes et références suivantes :

5.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de KEYYO s'établit à 2,51€ par action au 31 décembre 2017 et à 2,84€ par action au 30 juin 2018.

5.1.2 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme.

5.1.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

KEYYO a mené une politique de distribution régulière au cours de ces derniers exercices comme le détaille le tableau ci-dessous :

Tableau 8. Historique de distribution de dividendes par KEYYO

Dividende versé au titre de l'année	2014	2015	2016	2017
En € par action	0,30	0,35	0,35	0,40

La régularité de la politique de distribution de KEYYO n'implique toutefois pas que nous sommes en présence d'une société mature qui a épuisé ses options de croissance organique et de croissance externe. C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

5.1.4 Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

Au cas présent, nous avons cherché à identifier des sociétés européennes principalement présentes sur le segment des télécommunications aux entreprises, ne détenant pas leur infrastructure fixe ou mobile en propre et disposant de caractéristiques similaires en termes de croissance et de profitabilité.

Nous avons ainsi identifié les sociétés suivantes :

- Gamma Communications qui fournit des services de télécommunication (voix, mobile, data, services de télécommunication unifiés grâce à des applications hébergées dans le cloud) principalement au Royaume-Uni²¹. Le chiffre d'affaires de son exercice 2017 s'est élevé à 270 M€²² dont 24% directement et 76% indirectement via un réseau de revendeurs.
- AdePT Telecom qui exerce ses activités dans le domaine des télécommunications et plus particulièrement des services de télécommunication unifiés à destination des entreprises et du secteur public. Son activité est basée exclusivement au Royaume-Uni où elle a réalisé, au cours de son exercice clos le 31 mars 2018, un chiffre d'affaires de 53 M€²³.

Le nombre de sociétés comparables identifiées s'avère toutefois trop restreint pour mettre en œuvre de manière satisfaisante la méthode des comparables boursiers d'autant plus que :

- La taille de la société Gamma Communications s'avère dix fois supérieure à celle de KEYYO. Or, cette différence de taille est susceptible de favoriser les multiples de la société Gamma Communications par rapport à ceux que le marché appliquerait à KEYYO²⁴.
- La société AdePT Telecom est suivie par un seul analyste, ce qui limite la fiabilité du calcul de ses multiples.

²¹ Gamma Communications a récemment entamé son expansion internationale en annonçant, au mois d'octobre 2018, l'acquisition de la société DX Groep BV implantée aux Pays-Bas.

²² Sur la base du taux de change GBP / EUR au 31 décembre 2017 : 1,126.

²³ Sur la base du taux de change GBP / EUR au 31 mars 2018 : 1,139.

²⁴ En présence d'une prime de taille (cf. § 5.4.3), les multiples sont, en effet, une fonction croissante de la taille, toutes choses égales par ailleurs.

- Les multiples extériorisés pour Gamma Communications et AdEPT Telecom sont sensiblement différents²⁵ ce qui prive de pertinence l'utilisation de leur moyenne.

Les principales caractéristiques financières des sociétés Gamma Communications et AdEPT Telecom sont reprises dans le tableau suivant.

Tableau 9. Présentation des principales caractéristiques financières des sociétés Gamma Communications et AdEPT Telecom

	VE en M€	Evolution CA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Gamma	794	18,5%	13,0%	8,4%	16,6%	16,9%	17,2%	11,9%	13,0%	13,4%
Adept	119	14,4%	8,1%	2,4%	21,1%	20,6%	20,6%	20,2%	19,5%	19,7%
Moyenne		16,4%	10,6%	5,4%	18,8%	18,8%	18,9%	16,0%	16,3%	16,6%

Source : Bloomberg, Etats financiers des sociétés

Le tableau ci-après présente les multiples calculés sur les sociétés Gamma Communications et AdEPT Telecom.

Tableau 10. Multiples des sociétés Gamma Communications et AdEPT Telecom

	Multiple EBITDA			Multiple EBIT		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Gamma	15,3	13,2	12,0	21,2	17,2	15,4
Adept	9,6	9,1	8,8	10,0	9,6	9,2
Moyenne	12,4	11,1	10,4	15,6	13,4	12,3

Source : Bloomberg, Etats financiers des sociétés

A titre strictement informatif, sur la base du multiple VE / EBIT que nous aurions privilégié, dans la mesure où l'agrégat d'EBIT permet de neutraliser les différences en matière d'intensité capitalistique, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers aboutirait à une valeur par action comprise entre 26,0€ et 31,9€ faisant ressortir une prime comprise entre 7% et 31%.

5.2 Référence aux transactions sur le capital de la Société – à titre principal

Cette approche consiste à analyser les transactions significatives intervenues récemment sur le capital d'une société.

Préalablement à l'Offre, l'Initiateur procédera à l'acquisition hors marché de blocs représentant 854.316 actions et 43,6% du capital de la Société, au prix de 34,0€ par action.

²⁵ Par exemple, le multiple de l'EBIT 2019 s'élève respectivement à 17,2 et 9,6 pour Gamma Communications et AdEPT Telecom.

Ce montant unitaire est susceptible de faire l'objet d'un complément de prix :

- Dans le cas où le prix de l'offre, notamment à la suite de toute surenchère, serait supérieur au prix de 34,00 euros, le complément de prix unitaire serait égal à la différence entre le prix de l'offre et 34,00 euros.
- Dans le cas où (i) l'Offre serait caduque en application de l'article 231-9 I, 1° du Règlement général de l'AMF et où (ii) dans les 6 mois à compter du 7 décembre 2018, Bouygues Telecom ou l'un quelconque de ses affiliés, seul ou de concert, déposerait une nouvelle offre publique d'acquisition auprès de l'AMF visant les actions de KEYYO à un prix par action supérieur à 34,00 euros, le complément de prix serait égal à la différence entre le prix par action offert dans le cadre de cette offre publique et 34,00 euros.

Nous observons que cette clause de complément de prix vise à ce que les vendeurs du Bloc obtiennent un prix équivalent à celui qui sera offert aux autres actionnaires dans le cadre d'une offre, si ce prix venait à être, finalement, supérieur au Prix d'offre de 34,00 euros.

Cette référence au prix unitaire de 34,00 euros est significative pour l'appréciation de l'équité du Prix d'offre pour les raisons suivantes :

Tout d'abord, elle est intervenue au terme d'un long processus de négociation durant lequel les Cédants ont pu revoir toutes les alternatives à une cession à l'Initiateur qui s'offraient à eux.

Ensuite, certains vendeurs du Bloc disposent d'une connaissance approfondie de la Société du fait des fonctions qu'ils y occupent. Ils ont par conséquent accepté le Prix d'offre sur la base d'une analyse éclairée des forces et faiblesses de la Société, des opportunités et menaces sur son marché ainsi que de leur analyse des synergies potentielles avec l'Initiateur.

Enfin, aux termes des Accords, les vendeurs du Bloc ne posséderont plus aucune action de la Société, directement ou indirectement, à l'exception de ceux d'entre eux à qui ont été ou seront attribués des actions gratuites. Toutefois, notre analyse des accords connexes (cf. § 6) montre que ces attributions d'actions gratuites et les contrats de liquidité qui y sont attachés ne remettent pas en cause l'égalité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

Le Prix d'offre correspond au prix par action retenu pour la cession du Bloc.

5.3 Référence au cours de bourse – à titre principal

5-3-1 Principe

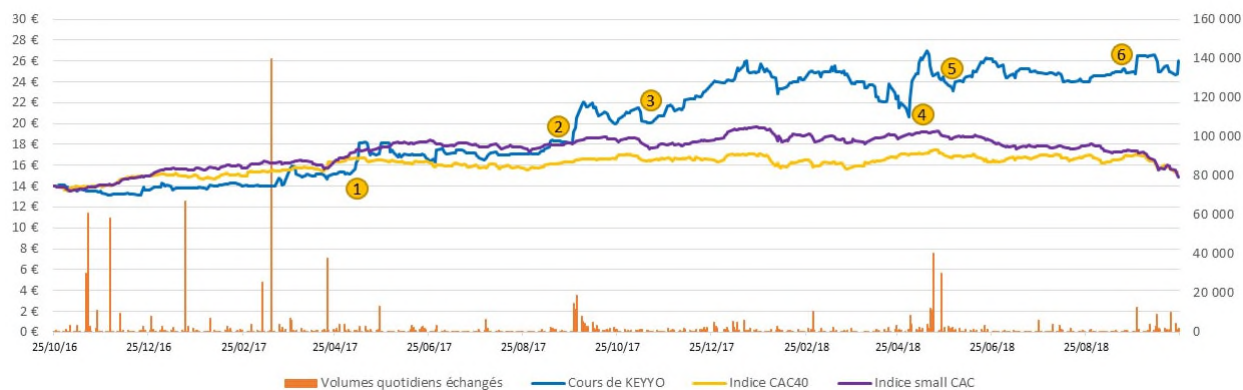
Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique ce qui suppose, principalement, que l'action soit liquide, c'est-à-dire qu'elle puisse être échangée rapidement et à un faible coût.

5-3-2 Analyse du cours de bourse

Les actions de la Société sont cotées sur Euronext Growth. Le graphique suivant présente l'évolution de son cours sur une période de 2 ans jusqu'au 24 octobre 2018, c'est-à-dire le dernier cours avant l'annonce de l'Offre.

Graphe 5. Evolution du cours de bourse de KEYYO sur 2 ans au 24 octobre 2018²⁶



Date	Evènements
① 20/04/2017	Résultats Annuels 2016
② 27/09/2017	Rapport financier du 1er semestre 2017: résultat opérationnel prévisionnel supérieur aux attentes
③ 27/11/2017	Acquisition de la société Clever Network
④ 20/04/2018	Résultats Annuels 2017
⑤ 14/06/2018	Keyyo signe un partenariat stratégique avec le Groupe Bruneau
⑥ 27/09/2018	Résultat financier S1 2018

De manière synthétique, on constate que le cours de bourse de KEYYO a connu une forte dynamique haussière sur cette période de 2 ans grâce à un flux positif d'informations lié à l'amélioration de ses résultats, à l'acquisition de CLEVER Networks et à la signature du partenariat avec le Groupe Bruneau.

Ainsi :

- Sur l'année 2017, le cours de l'action KEYYO a enregistré un gain de +73%.
- Sur l'année 2018 (jusqu'au 24 octobre), cette dynamique a été plus relative dans le sens où le cours progressait de +8% tandis que le CAC Small perdait -19%.

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse en date du 24 octobre 2018, c'est-à-dire le dernier cours avant l'annonce de l'Opération, et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20, 60, 120 et 250 jours précédant cette annonce, ainsi que la rotation du flottant. Les cours quotidiens retenus sont les cours de clôture.

²⁶ Source des données : Bloomberg.

Tableau 11. Analyse du cours de bourse de KEYYO²⁷

	Spot	Moyenne			
	Au 24/10/2018	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moy pondéré par les volumes (en €)	26,0	25,8	25,4	24,8	24,2
Prime induite par le prix d'Offre	30,8%	32,0%	33,8%	37,1%	40,8%
+ haut (en €)	-	26,60	26,60	27,00	27,00
+ bas (en €)	-	24,70	24,00	23,10	20,07
Volume moyen de titres ('000)	1,9	3,0	1,4	1,9	1,6
Volume cumulé de titres ('000)	-	60,6	86,8	230,1	388,6
Rotation du flottant	-	6,5%	9,3%	24,6%	41,5%

La liquidité du titre KEYYO apparaît suffisante au regard des éléments suivants :

- Le flottant de KEYYO représente 47,8% de son capital²⁸ tandis que la rotation de ce flottant est légèrement supérieur à 40% sur une période d'un an (250 jours de bourse) précédant l'annonce de l'Opération.
- Le cours du titre intègre rapidement les nouvelles informations tandis qu'à contrario on n'observe pas d'évolution erratique du cours de bourse en l'absence de volume et / ou d'information particulière²⁹.

La référence au cours de l'action KEYYO s'avère donc pertinente pour apprécier le Prix d'offre et nous relevons que :

- Le Prix d'offre fait ressortir une **prime de +30,8% par rapport au dernier cours précédant l'annonce de l'Offre (26,0€)** qui était proche du plus haut atteint par le titre KEYYO sur la période étudiée (27,0€).
- Le Prix d'offre est également **supérieur de plus de +30% par rapport aux différentes moyennes calculées.**

Nous observons également que depuis l'annonce de l'Opération et jusqu'au 14 janvier 2019, le cours du titre a rapidement convergé vers le Prix d'offre et évolue dans une fourchette relativement étroite de 33,0 à 33,9 euros, dans un volume significatif représentant de manière cumulée 22% du flottant.

5.4 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie : à titre principal

5.4.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux d'actualisation

²⁷ Source des données : Bloomberg

²⁸ Cf. tableau 2 du paragraphe 1.1.2.

²⁹ Ce type d'évolution d'erratique est caractéristique d'une action peu liquide.

représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

5.4.2 Prévisions retenues

a) Plan d'affaires de KEYYO : 2018 - 2020

Le plan d'affaires servant de base à nos travaux d'évaluation a été établi par le management de KEYYO sur la période 2018 – 2020. Il a été construit en *stand alone*³⁰ à partir des prévisions du bureau d'analyse financière EUROLAND Corporate publiées le 26 octobre 2018 qui ont été corrigées par le management de la Société afin de refléter (i) les données relatives au chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2018 publié le 15 novembre 2018, (ii) les bénéfices de l'intégration de CLEVER Networks et (iii) le partenariat avec Groupe Bruneau.

Les hypothèses structurantes du plan d'affaires 2018 – 2020 de KEYYO sont les suivantes :

- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires d'environ 19% entre 2017 et 2020³¹ dont 12% provenant de la croissance organique ;

Ce taux de croissance organique soutenu s'inscrit dans la lignée des performances obtenues les années passées et bénéficie à la fois des opportunités existantes sur le marché des entreprises (arrêt programmé du RTC, convergence de la voix et du mobile, déploiement de la fibre, potentiel de migration des plus petites entreprises vers la voix sur IP et les IPBX) et des forces de KEYYO (automatisation et dématérialisation de sa chaîne de production optimisant le coût d'acquisition des PME et TPE, maîtrise du marketing digital).

- une légère dilution de la marge d'EBITDA et d'EBIT en 2018, liée à l'intégration de CLEVER Networks et à des investissements pour conforter la croissance future (ressources humaines, marketing...), suivie d'une progression de 2 points à l'horizon de 2020 liée à une meilleure absorption des charges fixes ;
- un modèle économique toujours fortement générateur de cash-flows avec un ratio « BFR sur chiffre d'affaires » restant négatif à hauteur de -15% et un ratio « immobilisations d'exploitation³² sur chiffre d'affaires » déclinant à 11%.
La baisse du ratio « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » entre 2017 et 2020 résulte des importants investissements réalisés les années précédentes, qui permettent de faire croître les volumes des clients et le chiffre d'affaires tout en maîtrisant les investissements futurs.

Il convient de préciser concernant la mise en œuvre de la méthode des DCF que la valeur d'entreprise tient compte de la totalité du flux de trésorerie prévu sur l'année 2018. De ce fait,

³⁰ C'est-à-dire sans tenir compte de synergies liées au rapprochement avec Bouygues Telecom (cf. § 5.7).

³¹ A norme comptable constante, c'est-à-dire en retenant un chiffre d'affaires 2017 de KEYYO en appliquant la norme comptable IFRS 15 de 21,9 M€ (source : rapport financier semestriel au 30 juin 2018, page 16).

³² Pour mémoire, hors titres de participation, impôts différés et goodwill.

l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres a été calculé à la date du 31 décembre 2017 (cf. § 4.3.1).

b) Prolongation du plan d'affaires : 2021 - 2025

Le niveau de croissance du chiffre d'affaires prévu par KEYYO à l'horizon 2020 ainsi que les perspectives de son marché nous ont conduit à prolonger son plan d'affaires sur cinq années supplémentaires.

Les hypothèses retenues sur cette période sont les suivantes :

- une baisse du taux de croissance du chiffre d'affaires afin de le faire converger vers notre hypothèse de croissance à long terme ;
- un maintien du taux de marge d'EBITDA et d'EBIT traduisant deux effets opposés :
 - ✓ une baisse du poids des coûts d'acquisition des clients, au fur et à mesure de la baisse du taux de croissance, ayant un effet favorable sur les taux de marge ;
 - ✓ une hausse de l'intensité concurrentielle, inévitable dans un secteur arrivant à maturité où les technologies évoluent rapidement, ayant un effet défavorable sur les taux de marge.
- une intensité capitalistique demeurant constante³³.

Les flux de trésorerie de la dernière année de cette période d'extrapolation (2025) constituent la base de calcul de la valeur terminale.

De façon générale, cette prolongation nous paraît refléter une vision globalement favorable pour les actionnaires minoritaires car :

- 1/ Elle conduit à modéliser sur une durée totale de 8 ans (plan d'affaires du management de KEYYO de 3 ans plus prolongation sur 5 ans) une période pendant laquelle KEYYO disposera d'une croissance soutenue.
- 2/ Elle ne pondère cette longue période de croissance par aucun scénario plus défavorable lié à une éventuelle évolution technologique disruptive, à l'irruption d'un opérateur cherchant à dominer une partie du marché par les prix ou à l'intensification de la concurrence des opérateurs possédant entièrement leur réseau fixe et mobile.

5.4.3 Taux d'actualisation

a) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) compte tenu des risques non diversifiables qu'ils supportent en détenant l'actif évalué.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

³³ Les ratios « BFR sur chiffre d'affaires » et « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » de la période 2021 – 2025 sont équivalents à ceux de l'année 2020.

b) Paramètres

Structure financière

Nous avons retenu une structure financière cible entièrement composée de fonds propres au regard de la structure financière historique de KEYYO et de la faible intensité capitalistique de son modèle économique.

Le taux d'actualisation correspond alors à un taux des fonds propres « sans dettes » ce qui signifie que le taux des fonds propres est calculé à partir d'un bêta d'actif.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de 0,70% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement des OAT 10 ans au 14 janvier 2019 (source : Bloomberg).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action à la date du 14 janvier 2019 à 8,5%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mise en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600³⁴.

Nous observons que notre estimation du taux de rendement attendu du marché action est supérieur au taux de rendement historique observé en Europe de 7,3%³⁵, ce qui paraît cohérent dans un contexte actuel de tensions et d'aversion au risque marqué par le Brexit, les craintes sur le niveau du déficit budgétaire et de la dette publique italienne, les conflits commerciaux enclenchés par les USA et la crainte d'un ralentissement prononcé de l'économie chinoise.

³⁴ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes, extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir du consensus des analystes sur les bénéfices, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à se baser sur des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital, Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à se baser sur les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

³⁵ Moyenne géométrique du rendement des marchés actions sur une base européenne. Source : Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de 0,74%³⁶, la **prime de risque de marché d'élève à 7,8%**.

Bêta sectoriel

La constitution d'un échantillon de sociétés comparables ne s'avérant pas pertinent (cf. § 5.1.4), nous avons estimé le bêta applicable à KEYYO en combinant :

- Le bêta actif du secteur des services de télécommunications estimé par le Professeur Damodaran³⁷ qui s'élève à 0,73.
- Le bêta actif de l'indice STOXX Europe 600 Télécommunication par rapport à l'indice STOXX Europe 600 qui s'élève à 0,63.

Nous retenons ainsi un bêta d'actif pour KEYYO de 0,68.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque³⁸ des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse³⁹, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire⁴⁰ que dans le domaine de la gestion d'actifs⁴¹ justifient de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 3,48% pour les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 700 M\$⁴².

c) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation de 9,4%. Nous observons que ce taux d'actualisation s'avère inférieur à celui de 10% retenu par KEYYO dans le cadre de ses tests de dépréciation de ses fonds de commerce et goodwill.

5.4.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

³⁶ Moyenne 20 jours au 14 janvier 2019 du taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans (source : Bloomberg). Cette moyenne est pondérée par le poids de chaque état européen dans l'indice STOXX Europe 600.

³⁷ Source : Damodaran, janvier 2019.

³⁸ Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

³⁹ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

⁴⁰ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018

⁴¹ Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018

⁴² Duff & Phelps, Valuation Handbook, 2018.

Deux paramètres déterminent à leur tour le taux de croissance à long terme d'un secteur d'activité :

- la croissance en volume déterminée par l'évolution de la population et des usages ;
- le taux d'inflation éventuellement compensé par des gains de productivité propres au secteur d'activité.

Dans le cas d'espèce, nous observons que si la croissance des usages est forte, elle est largement compensée par les gains de productivité permis par les évolutions technologiques⁴³.

C'est pourquoi nous retenons un taux de croissance à long terme de 1,0% inférieur au taux d'inflation prévu à long terme⁴⁴.

Concernant le taux de rendement des capitaux employés, nous considérons que compte tenu du risque de renforcement de l'intensité concurrentielle sur ce marché, il est raisonnable de considérer, pour le calcul de la valeur terminale, qu'au-delà de 2025 le taux de rendement marginal des capitaux investis convergera vers le taux d'actualisation.

5.4.5 Résultats de la méthode

Nous avons analysé la sensibilité des résultats de la méthode des DCF selon deux axes :

- la sensibilité au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,25% ;
- la sensibilité au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,5%.

Tableau 12. Analyse de sensibilité de la valeur de l'action KEYYO

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Taux	9,15%	27,2	28,3	29,6	31,1	32,8
d'actualisation	9,40%	26,5	27,6	28,8	30,2	31,7
	9,65%	25,8	26,9	28,0	29,3	30,8

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action KEYYO aux hypothèses retenues pour le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini fait ressortir une **valeur par action comprise entre 27,6€ et 30,2€**.

Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre 13% et 23% en référence au prix de 34,0€ proposé. La prime par rapport à notre valeur centrale s'élève à 18%.

⁴³ Comme relevé précédemment, le revenu des services de communications électroniques vendus aux entreprises a diminué en moyenne de -3,1% par entre 2009 et 2017 (source : Les services de communications électroniques : le marché entreprise, ARCEP, 2017 et 2018).

⁴⁴ La prévision d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels s'élève à 1,9% selon l'étude du 4^{ème} trimestre 2018 de la Banque Centrale Européenne.

5.5 Méthode des transactions comparables – à titre secondaire

5.5.1 Principe

Comme la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

La pertinence de cette méthode nécessite de disposer d'informations fiables et précises concernant les sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Les transactions retenues impliquant souvent des sociétés non cotées, la qualité de l'information publique est fréquemment limitée.

Au cas d'espèce, l'information publique disponible ne permettant pas (i) de s'assurer pleinement de la comparabilité des modèles économiques des comparables transactionnels et de KEYYO et (ii) de disposer de multiples basés sur l'EBIT⁴⁵, nous avons mis en œuvre cette méthode à titre secondaire.

5.5.2 Constitution de l'échantillon et détermination des multiples

Nous avons cherché à identifier des sociétés ayant fait l'objet de transactions sur les trois dernières années, principalement présentes sur le segment des télécommunications aux entreprises, ne détenant pas leur infrastructure fixe ou mobile et pour lesquelles nous disposions de multiples homogènes.

Sur cette base, nous avons identifié cinq transactions pour lesquelles nous avons été en mesure d'extérioriser un multiple de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA.

Tableau 13. Données sur les transactions comparables retenues

Date	Cible	Acquéreur	Pays	VE	Devise	VE / EBITDA
avr-18	Kvantel	Broadnet	Norvège	250	NOK	18,7
nov-16	Phonero	Telia	Norvège	2 300	NOK	10,6
nov-16	Alternative Networks Azzurri	Daisy Group	UK	182	GBP	10,5
avr-16	Communications Easynet Global	Maintel	UK	49	GBP	10,5
oct-15	Services	Interoute	UK	402	GBP	10,7
Moyenne						12,2
Médiane						10,6

⁴⁵ Nous considérons que l'EBIT constitue l'agrégat de référence pour la mise en œuvre d'une méthode analogique au cas présent, car il permet de neutraliser les différences d'intensité capitalistique, qui peuvent être significatives selon la nature du réseau dont l'opérateur dispose (cf. § 5.1.4).

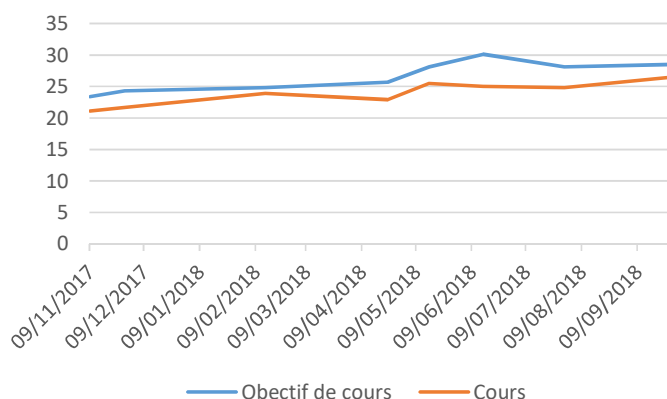
En raison de l'homogénéité des multiples obtenus, à l'exception de celui ressortant de la transaction sur KVANTTEL, nous avons retenu la médiane qui ressort à 10,6x. En appliquant ce multiple à l'agrégat 2018 de KEYYO, nous obtenons une **valeur par action de 28,1€ faisant ressortir une prime de 21% sur le Prix d'offre.**

5.6 Référence aux objectifs de cours des analystes – à titre secondaire

KEYYO n'était suivi que par un analyste, la société EUROLAND Corporate. Compte tenu de cette couverture limitée mais qui s'avérait pertinente au regard de la régularité de la prise en compte de l'actualité de la société, nous avons retenu cette méthode à titre secondaire.

Le graphique suivant compare l'évolution de l'objectif de cours et du cours de bourse de KEYYO sur une période d'un an précédant l'annonce de l'Opération.

Graphe 6 – Comparaison de l'objectif de cours fixé sur KEYYO et de son cours de bourse (source : Bloomberg, EUROLAND Corporate)



On observe que l'objectif de cours a régulièrement progressé jusqu'à 30,1€ le 16 mai 2018 avant d'être abaissé à 28,1€ le 30 juillet 2018. Le dernier objectif de cours fixé sur KEYYO préalablement à l'annonce de l'Opération, soit le 28 septembre 2018, s'élevait à 28,5€.

Le Prix d'offre fait donc ressortir une prime de 19%.

5.7 Analyse des synergies attendues

L'Opération s'inscrit dans la volonté de Bouygues Telecom de renforcer sa part de marché sur le segment des entreprises et plus spécifiquement des TPE, PME et ETI.

L'Initiateur a fait part de sa capacité à générer des synergies grâce à l'intégration de KEYYO au travers de deux leviers :

- des synergies de revenus provenant des opérations de ventes croisées sur les bases de clientèle de BOUYGUES Telecom et KEYYO ;

- des synergies de coûts provenant de l'utilisation des infrastructures réseaux fixe et mobile de BOUYGUES Telecom par KEYYO.

L'Initiateur n'a pas chiffré de manière fiable et précise ces synergies qui « *ne constituent pas la justification principale de l'Opération* »⁴⁶. En tout état de cause, elles nécessiteront du temps pour être mises en œuvre compte tenu de la spécificité des offres développées par KEYYO.

L'appréciation des synergies suppose également de tenir compte du pouvoir de négociation de chaque partie. A cet égard, nous notons que le nombre d'acquéreurs susceptible de générer des synergies se limite aux quatre opérateurs de réseaux fixe et mobile. Ce nombre est encore plus restreint si on tient compte de leurs problématiques concurrentielles et stratégiques⁴⁷.

Dans ces conditions, nous ne sommes pas en mesure d'apporter une appréciation sur les synergies attendues décrites sur un plan uniquement qualitatif dans le projet de note d'information.

5.8 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'offre (soit 34,0€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 14 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'offre

	Résultats			Prime / décote		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Bloc		34,0			0,0%	
Cours de bourse	24,2		26,0	40%		31%
DCF	27,6	28,8	30,2	23%	18%	13%
A titre secondaire						
Objectif de cours		28,5			19%	
Multiples transactions		28,1			21%	

⁴⁶ Source : Projet de note d'information, § 1.3.4.

⁴⁷ Orange dispose de parts de marché très importantes sur le segment des TPE et des PME tandis qu'ILIAD n'a pas pour l'heure manifesté publiquement son intention de pénétrer le marché des entreprises et se concentre sur son développement sur le segment des particuliers en France ou à l'étranger (Italie, Irlande).

6. Accords connexes à l'offre

L'analyse de la documentation juridique relative à l'Opération a permis d'identifier trois accords ou opérations connexes à l'Opération dont nous détaillons l'analyse ci-après.

6.1 Attribution d'actions gratuites

Comme décrit de façon détaillée dans la note en réponse, l'Assemblée générale mixte de KEYYO du 7 juin 2018 a autorisé la mise en place de plans d'attribution gratuite d'actions pouvant porter sur un nombre maximum de 55.000 actions.

Le Conseil d'administration de KEYYO a décidé le 18 juin 2018 de déléguer au directeur général de la Société de pouvoir arrêter un premier plan d'attribution portant sur un maximum de 17.750 actions gratuites.

Le 2 juillet 2018, dans le cadre de cette délégation, un premier plan portant sur 16.750 actions gratuites a été effectivement arrêté, 1.000 actions gratuites restant à attribuer sur la base de ce plan.

Dans le cadre des Accords, Bouygues Telecom s'est engagé à procéder à l'attribution du solde des actions gratuites restant, soit 38.250. Parmi les managers potentiellement bénéficiaires de ces actions gratuites figurent certains cédants du Bloc.

A la date du présent rapport, la liste des managers bénéficiaires du solde des actions gratuites n'est pas arrêtée.

La mise en œuvre d'un plan d'attribution d'actions gratuites est un mécanisme d'intéressement du management usuel visant à favoriser le maintien dans l'entreprise de personnes clés.

Sur cette base, l'engagement pris par Bouygues Telecom de procéder à l'attribution du solde des actions gratuites selon les modalités arrêtées par ladite Assemblée générale mixte de KEYYO n'est pas de nature à remettre en cause l'égalité entre actionnaires.

6.2 Engagement de liquidité de l'Initiateur relatif aux actions gratuites

En raison de l'indisponibilité des actions gratuites attribuées et restant à attribuer pour les apporter à l'Offre, Bouygues Telecom propose aux titulaires de ces actions gratuites un engagement de liquidité.

Celui-ci consiste à offrir la possibilité pour les titulaires d'actions gratuites de vendre ou pour Bouygues Telecom d'acheter les actions gratuites attribuées ou restant à attribuer à l'issue de leur période d'indisponibilité⁴⁸ au Prix d'offre minoré de toute distribution effectivement perçue par le titulaire des actions gratuites.

Le prix fixé dans le cadre de l'engagement de liquidité n'offre donc aucun avantage aux titulaires d'actions gratuites.

⁴⁸ Soit à l'issue de la période d'attribution et de conservation.

6.3 Conditions d'exercice des fonctions de M. HOUDOUIN

Les Accords prévoient que M. HOUDOUIN bénéficiera d'un contrat de travail au sein de Bouygues Telecom dont nous avons analysé les conditions financières.

Nous constatons que ces conditions financières sont usuelles pour ce type de fonction. Nous n'avons pas relevé d'éléments susceptibles de nature à remettre en cause l'égalité entre actionnaires.

6.4 Conclusion

Notre analyse des accords connexes nous conduit à considérer qu'ils ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires dans le cadre de l'Opération.

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque présentatrice

Rothschild Martin Maurel (« la Banque présentatrice ») a préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 15. Comparaison des résultats des travaux d'évaluation

	Banque présentatrice			Expert Indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Bloc		34,0			34,0	
Cours de bourse	24,2		26,0	24,2		26,0
DCF	25,2	26,7	28,3	27,6	28,8	30,2
A titre secondaire						
Objectif de cours		28,5			28,5	
Multiples transactions		27,4			28,1	
Multiples boursiers	26,2		32,3			

7.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par la Banque présentatrice à l'exception du fait que nous considérons que les limites rencontrées dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (taille de l'échantillon, limites propres au calcul de chaque multiple de comparable boursier) doit conduire à écarter cette méthode.

7.2 Mise en œuvre des méthodes et référence

7.2.1. Ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le tableau suivant présente les écarts sur l'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres au 31 décembre 2017 utilisé dans la méthode des DCF.

Tableau 16. Analyse de l'écart sur l'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres utilisé pour la mise en œuvre de la méthode des DCF

En M€	
Ajustement Expert	2,1
Minoritaires CLEVER Networks	-0,4
Provisions litiges	0,1
Free cash-flow 2018	-2,4
Ajustement Banque	-0,7

Nos écarts sont de trois ordres :

- Sur la valeur des intérêts minoritaires dans CLEVER Networks : la Banque présentatrice retient le prix minimal d'exercice du put dont dispose les minoritaires tandis que nous avons retenu la valeur actualisée du put résultant des performances anticipées.
- Sur les provisions pour litige : nous les incluons dans le calcul du besoin en fonds de roulement.
- Sur le flux de trésorerie de l'année 2018 : nous l'incluons dans le calcul de la valeur d'entreprise. Il convient d'observer qu'il s'agit d'une différence de présentation sans incidence sur la valorisation des actions KEYYO.

Le tableau suivant présente les écarts sur l'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres au 30 juin 2018 utilisé dans les méthodes de comparables.

Tableau 17. Analyse de l'écart sur l'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres pour la mise en œuvre des méthodes analogiques

En M€	
Ajustement Expert	-1,0
Minoritaires CLEVER Networks	-0,4
Provisions litiges	0,1
VAN Déficits reportables	0,1
Ajustement Banque	-1,2

Nos écarts sont également ici de trois ordres. Outre les écarts sur la valeur des intérêts minoritaires dans CLEVER Networks et la prise en compte des provisions pour litiges qui demeurent identiques avec les données au 31 décembre 2017, nous avons un faible écart sur la valeur actuelle des déficits reportables.

7.2.2. Méthode des DCF

Le tableau ci-dessous synthétise les écarts entre la valeur centrale, par action KEYYO, que nous obtenons et la valeur centrale obtenue par la Banque présentatrice dans le cadre de la méthode DCF.

Tableau 18. Analyse de l'écart entre la valeur centrale obtenue dans la méthode des DCF par l'expert indépendant et par la Banque présentatrice

En €	
Expert	28,8
Taux croissance LT	0,7
Extrapolation du plan d'affaires	-3,0
Ajustement VE	0,2
Banque présentatrice	26,7

Ces écarts appellent les commentaires suivants :

- Nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,0% tandis que la Banque présentatrice utilise 1,25%.
- En termes d'extrapolation du plan d'affaires, nous avons considéré que la convergence du taux de croissance de KEYYO vers le taux de croissance retenu à long terme se déroulerait sur une période de 5 ans tandis que la Banque présentatrice a considéré une période de 3 ans.
- L'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres s'explique par les éléments présentés au paragraphe 7.2.1.

7.2.3. Méthode des transactions comparables

Notre écart dans la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables provient de deux sources :

- Nous avons retenu les transactions intervenues sur les trois dernières années ce qui nous conduit à écarter certaines transactions incluses par la Banque présentatrice dans son échantillon.
- Les informations publiques disponibles ne nous ont pas permis d'identifier les multiples extériorisés par la transaction intervenue sur ADISTA.

8. Conclusion

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat volontaire initiée par la société Bouygues Telecom au prix de 34,0€ par action pouvant être suivie d'un retrait obligatoire.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

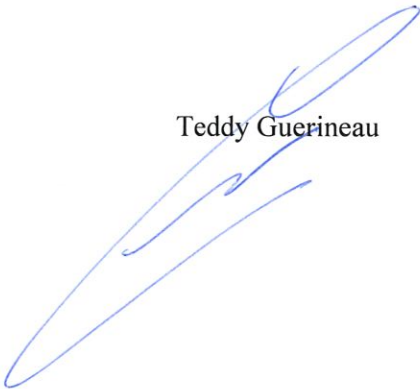
- Le Prix d'offre est équivalent au prix unitaire auquel l'Initiateur a acquis le Bloc.
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime comprise entre 31% et 40% sur la référence au cours de bourse. Le Prix d'offre est supérieur de 31% au cours de bourse précédant l'annonce de l'Opération, ce cours étant lui-même proche du plus haut atteint par la société KEYYO.
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime de 18% par rapport à la valeur centrale obtenue à partir de la méthode des DCF.
- Le Prix d'offre fait également apparaître une prime par rapport à la méthode et à la référence considérée à titre secondaire : 21% par rapport à la valeur obtenue à partir de la méthode des transactions comparables et 19% par rapport à l'objectif de cours des analystes.
- Ces primes obtenues sur les différentes méthodes mises en œuvre et références prises en compte matérialisent le fait que le Prix d'offre correspond à la valeur « standalone » de KEYYO – c'est-à-dire la valeur de KEYYO dans le cadre d'une gestion indépendante – majorée d'une fraction des synergies qui résulteront du rapprochement de la Société et de l'Initiateur.
- Selon notre analyse, les accords connexes relevés dans la documentation juridique ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 34,0€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de KEYYO dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 18 janvier 2019

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertises et Conseil



Teddy Guérineau



Didier Kling

Annexe unique : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertises et Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Didier KLING (Président) et Teddy GUERINEAU (Associé) ont été assistés par un analyste du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Madame Anne NOUQUATI (Associée).

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, entité juridique récemment créée, n'a pas effectué de missions d'expertises indépendantes au cours des deux dernières années.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, son Président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Opération, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société KEYYO au cours des dix-huit derniers mois ;

- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Opération, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Opération.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

L'adhésion du cabinet Didier Kling Expertises et Conseil à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, est en cours d'instruction.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil au titre de la présente mission est de 55.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société et de l'Initiateur
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Opération

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant la Société
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au prix unitaire du Bloc :
 - ✓ Analyse des conditions ayant conduit à la cession du Bloc
 - ✓ Analyse de la documentation juridique relative à la cession du Bloc

- ✓ Analyse des éventuels accords connexes liés à la cession du Bloc
- Référence au cours de bourse :
 - ✓ Analyse de la liquidité du titre et des principaux événements ayant affecté le cours de bourse
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires du management de la Société
 - ✓ Analyse des modalités de prolongation de ce plan d'affaires
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale
 - ✓ Détermination du taux d'actualisation
 - ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Construction de l'échantillon de comparables
 - ✓ Détermination des multiples des comparables
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
 - ✓ Evaluation de la Société par application des multiples retenus
- Analyse des éventuelles synergies attendues
 - ✓ Analyse des sources de synergies et de leur possibilité de quantification
 - ✓ Analyse du contexte concurrentiel influençant la répartition des synergies entre acheteur et vendeur
- Analyse critique des travaux de la Banque présentatrice

Réunions avec le comité ad-hoc

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Rédaction d'une lettre d'affirmation à l'attention de la Société et de l'Initiateur

Calendrier de l'étude

Le Conseil d'administration de KEYYO a nommé le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 24 octobre 2018.

Notre mission s'est déroulée du 25 octobre 2018 au 11 janvier 2019. Les principaux points d'étapes ont été les suivants :

- 31 octobre, 29 novembre et 17 décembre 2018 : réunions avec le comité ad-hoc
- 22 novembre 2018 : entretien avec le management de KEYYO
- 26 novembre 2018 : entretien avec le management de l'Initiateur Bouygues Telecom
- 9 janvier 2019 : remise du projet de rapport

- semaine du 14 janvier 2019 : mise à jour des paramètres financiers
- 18 janvier 2019 : remise du rapport d'expertise indépendante et présentation des conclusions au Conseil d'administration de la Société

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- KEYYO
M. Philippe HOUDOUIN, Président Directeur Général
M. Edouard BOOSS, Directeur Financier
- Bouygues Telecom
M. François TREUIL, Directeur général de l'activité Entreprises de Bouygues Telecom
M. Christian LECOQ, Directeur financier de Bouygues Telecom
- Transaction R&Co
M. Arnaud SAINT-CLAIR, Banquier d'affaires
M. Nicolas AFTIMOS, Associate
- ODDO BHF
M. Jean-François DELPECH, Managing Director
M. Romain ATTARD, Director
Mme Jeanne MOULLEC, Analyst

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Lettre d'offre indicative du 24 octobre 2018 et contrat de cession et d'acquisition de blocs d'actions du 7 décembre 2018
- Protocole d'acquisition de la société CLEVER Networks et pacte d'associés
- Procès-verbal du Conseil d'administration et de l'Assemblée générale de 2017 et 2018
- Projets de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels (2015 à 2017) et semestriels (2015 à 2018)
- Communiqués financiers de la Société de 2016 à 2018
- Plan d'affaires 2018 – 2020
- Projet d'atterrissage de la trésorerie au 31 décembre 2018
- Rapport d'évaluation de la banque présentatrice
- Note d'analystes financiers sur KEYYO des sociétés du secteur des télécommunications

Bases de données

- Bloomberg
- Thomson Reuters EIKON

Références bibliographiques

- Site de l'ARCEP dédié à la régulation du marché entreprise

6. AVIS DE LA DÉLÉGATION UNIQUE DU PERSONNEL

« L'an deux mille dix-huit, le vingt-trois novembre à 10 heures 30, les membres de la délégation unique du personnel de la société KEYYO, société anonyme au capital de 627.200 euros, dont le siège social est à CLICHY (92110), 92-98, boulevard Victor Hugo, se sont réunis au siège social de la société sur convocation de leur président, à l'effet de délibérer sur l'ordre du jour suivant :

[...]

3. Consultation sur le projet d'OPA qui serait ensuite initiée par Bouygues Telecom (articles L. 2323-35 et suivants et notamment L. 2323-40 du Code du travail) ;

Outre, Monsieur Philippe HOUDOUIN, Monsieur Edouard BOOSS, Directeur Administratif et Financier, les représentants du personnel titulaires et suppléants présents sont :

Titulaires cadres :

Monsieur Matthias GOUPIL

Monsieur Jean-Claude HERVAULT

Titulaires non cadres :

Mademoiselle Laurine JOURNEL

Mademoiselle Amandine HOARAU

Suppléant cadre :

Monsieur Erwan MARTIN-LAUZER

Madame Sophie SOLLET

Monsieur Thibault LENAIN, suppléant non cadre est absent et excusé

Monsieur Philippe HOUDOUIN propose alors à la délégation du personnel d'examiner les points figurant à l'ordre du jour.

[...]

3. Consultation sur le projet d'OPA qui serait ensuite initiée par Bouygues Telecom (articles L. 2323-35 et suivants et notamment L. 2323-40 du Code du travail)

Monsieur Philippe HOUDOUIN demande aux membres de la délégation s'ils ont des questions et s'ils souhaitent échanger sur le projet d'OPA qui serait ensuite initiée par Bouygues Telecom avant de passer au vote.

Les représentants indiquent qu'ils ont eu toutes les informations nécessaires au cours de cette procédure de consultation leur permettant de rendre un avis sur l'opération envisagée. Le Président propose donc de passer au vote sur le projet d'OPA qui serait initiée par Bouygues Telecom.

Il est constaté :

4 Vote(s) favorables,

0 Abstention(s),

0 Vote(s) contre,

La délégation unique du personnel donne à l'unanimité un avis favorable et n'émet aucune réserve sur le projet d'OPA qui serait initiée par Bouygues Telecom (articles L. 2323-35 et suivants et notamment L. 2323-40 du Code du travail) après la cession des blocs d'actions (hors marché) visée ci-dessus tel qu'il lui a été présenté au cours de cette procédure de consultation.

L'ordre du jour étant épuisé, la séance est levée à 11h15

De tout ce qui précède, il a été dressé le présent procès-verbal qui a été signé par le président de séance et le secrétaire. »

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

À l'exception des accords conclus dans le cadre de l'Opération dont un résumé figure dans les sections 1.2 et, s'agissant des actions gratuites, 1.4 du présent projet de note en réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

8.1 STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL

Le capital social de KEYYO s'élève à 627.200 euros. Il est constitué de 1.960.000 actions de 0,32 euros de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie. Les actions de la Société sont admises sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0000185621.

Préalablement à la réalisation, en date du 18 janvier 2019, de la Cession de Blocs, le capital et les droits de vote de KEYYO étaient répartis comme suit à la connaissance de la Société :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
M. Philippe HOUDOUIN	400.825	20,5%	801.650	30,6%
<i>dont Philippe HOUDOUIN personnellement</i>	<i>11.500</i>	<i>0,6%</i>	<i>23.000</i>	<i>0,9%</i>
<i>via MAGELIO CAPITAL S.A.S. ⁽²⁾</i>	<i>389.325</i>	<i>19,9%</i>	<i>778.650</i>	<i>29,7%</i>
HIFIC ⁽³⁾	18.000	0,9%	33.000	1,3%
M. Silvère BAUDOUIN	84.178	4,3%	152.248	5,8%
<i>dont Silvère BAUDOUIN personnellement</i>	<i>69.178</i>	<i>3,5%</i>	<i>137.248</i>	<i>5,2%</i>
<i>via TEMPO DEVELOPMENT S.A.S. ⁽⁴⁾</i>	<i>15.000</i>	<i>0,8%</i>	<i>15.000</i>	<i>0,6%</i>
M. Christophe SOLLET	28.163	1,4%	51.963	2,0%
M. Michel PICOT	72.550	3,7%	142.100	5,4%
<i>dont Michel PICOT personnellement</i>	<i>4.550</i>	<i>0,2%</i>	<i>6.600</i>	<i>0,3%</i>
<i>via ADVEST S.A.S. ⁽⁵⁾</i>	<i>68.000</i>	<i>3,5%</i>	<i>135.500</i>	<i>5,2%</i>
Keller & Kohl S.A.S.U. ⁽⁶⁾	50.424	2,6%	50.424	1,9%
M. Dominique ROCHE	32.176	1,6%	49.176	1,9%
FINANCIÈRE ARBEVEL ⁽⁷⁾	168.000	8,6%	168.000	6,4%
Flottant	937.269	47,8%	1.004.997	38,3%
Auto-détention ⁽⁸⁾	168.415	8,6%	168.415	6,4%
TOTAL	1.960.000	100%	2.621.973	100%

⁽¹⁾ Conformément à l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions Keyyo auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions auto-détenues par la Société qui sont privées de droit de vote, à savoir 1.960.000 actions représentant 2.621.973 droits de vote théoriques au 31 décembre 2018.

⁽²⁾ Société dont M. Philippe HOUDOUIN détient 100 % de l'usufruit et 76 % de la nue-propriété des parts sociales.

- (3) Société détenue à 99,89 % par MM. Philippe HOUDOUIN, François HOUDOUIN, Bruno HOUDOUIN et Mme Laurence HOUDOUIN, chacun à parts égales.
- (4) Société détenue à 100% par M. Silvere BAUDOUIN.
- (5) Société détenue à 100% par M. Michel PICOT.
- (6) Société détenue à 100% par M. Eric SAIZ.
- (7) Via les organismes de placement collectif de valeurs mobilières qu'elle représente, Pluvalca Initiatives PME à hauteur de 130.000 actions et Top MultiCaps à hauteur de 38.000 actions.
- (8) Dont 4.415 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité conclu par Keyyo avec la société Gilbert Dupont qui a été suspendu le 31 décembre 2018.

À la suite de la réalisation, en date du 18 janvier 2019, de la Cession de Bloc (entraînant la perte des droits de vote doubles attachés aux 854.316 actions ainsi cédées), le capital social et les droits de vote de KEYYO sont répartis comme suit à la connaissance de la Société :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Bouygues Telecom	854.316	43,6%	854.316	42,1%
Flottant	937.269	47,8%	1.004.997	49,6%
Auto-détention	168.415	8,6%	168.415	8,3%
TOTAL	1.960.000	100%	2.027.728	100%

- ⁽¹⁾ Conformément à l'article 223-11, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions Keyyo auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les 168.415 actions auto-détenues par la Société qui sont privées de droit de vote, à savoir 1.960.000 actions représentant 2.027.728 droits de vote théoriques au 31 décembre 2018 (après retraitement pour tenir compte de l'annulation des droits de vote double des actions objets de la Cession de Blocs).

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

8.2 RESTRICTIONS STATUTAIRE À L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS

Néant.

8.3 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'OPÉRATION SUR TITRES

À la connaissance de Keyyo, au 21 janvier 2019, le capital social de Keyyo est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-avant.

Hormis Bouygues Telecom, la Société n'a connaissance d'aucun actionnaire détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote.

8.4 LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 15-5° des statuts de Keyyo, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits spécifiques.

En vertu de l'article 15-5° des statuts de Keyyo, il est attribué un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées et justifiant d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même

actionnaire. En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double sera conféré dès leur émission, aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit. Le droit de vote double cessera de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, n'interrompt pas le délai de deux (2) ans fixe, ou conserve le droit acquis, tout transfert de titres par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible. Les personnes morales actionnaires bénéficiant de ce droit de vote double le conserveront si elles font l'objet d'une fusion-absorption ou d'une scission emportant transfert de leurs actions. La fusion de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la société absorbante si les statuts de celle-ci l'ont institué.

8.5 MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER

Néant.

8.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

8.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ, AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ

Aucune clause statutaire ne prévoit de disposition différente de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des administrateurs ou en matière de modification des statuts.

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société

En vertu de l'article 10-1° de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

En vertu de l'article 10-3° des statuts de Keyyo, les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de six ans, sous réserve des dispositions légales relatives à la limite d'âge. Ils sont rééligibles sous la même réserve.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Il est rappelé que les administrateurs restent révocables sur décision d'une majorité simple des voix des actionnaires présents ou représentés en assemblée générale (50% des droits de vote plus une voix).

8.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

8.8 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 d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires du 7 juin 2018, dont le détail est repris ci-après :

Nature des autorisations	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Utilisation des autorisations depuis le 7 juin 2018
AGM du 7 juin 2018 13 ^{ème} résolution <i>Autorisation à donner au conseil d'administration en vue d'annuler les actions rachetées par la société dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de Commerce</i>	10 % du capital calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois précédents	18 mois	Aucune
AGM du 7 juin 2018 14 ^{ème} résolution <i>Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en vue d'augmenter le capital par l'émission d'actions ordinaires à souscrire en numéraire et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital</i>	Montant nominal maximal de 650.000 euros	26 mois	Aucune
AGM du 7 juin 2018 15 ^{ème} résolution <i>Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires à souscrire en numéraire ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital</i>	Montant nominal maximal de 650.000 euros	26 mois	Aucune
AGM du 7 juin 2018 16 ^{ème} résolution <i>Autorisation à conférer au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions aux salariés de la société et/ou aux mandataires sociaux autorisés</i>	Dans la limite de 55.000 actions, sans pouvoir dépasser la limite globale de 10% du capital social de la Société au jour de leur attribution par le conseil d'administration	38 mois	16.750 actions gratuites ont été attribuées à certains salariés de la Société, par décision du Directeur Général en date du 2 juillet 2018, agissant sur délégation octroyée par le conseil d'administration lors de sa séance du 18 juin 2018 <i>(voir également engagements d'attributions figurant en section 1.4 ci-avant)</i>

8.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ

La Société est partie à divers contrats télécom conclus avec des opérateurs de télécommunication qui contiennent des clauses de changement de contrôle susceptibles de s'appliquer en cas de succès de l'Offre. Outre ces accords télécom, les principaux autres accords conclus par la Société qui pourraient être modifiés ou prendre fin en cas de changement de contrôle sont les suivants :

- l'accord conclu en date du 2 février 2018 avec le Groupe Bruneau, visant à fournir en marque blanche l'ensemble de la plateforme télécom et informatique de Keyyo au Groupe Bruneau en vue de leur commercialisation auprès des clients du Groupe Bruneau ;
- les deux lignes de crédit accordées à la Société en date du 9 octobre 2017 et du 2 novembre 2017 d'un montant de 4 millions d'euros chacune, étant précisé que ces deux lignes ont été chacune intégralement tirées au 31 décembre 2017.

8.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LE PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

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

KEYYO S.A.
représentée par

Philippe HOUDOUIN

Président du Conseil d'administration qui était Président Directeur Général de la Société à la date d'approbation du projet de note d'information en réponse par le conseil d'administration de la Société en date du 18 janvier 2019

Luc PERRAUDIN

Directeur Général désigné par le conseil d'administration de la Société en date du 18 janvier 2019