NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE

EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE M2I

INITIEE PAR

ABILWAYS (membre du réseau SKOLAE)

PRESENTEE PAR

PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

Etablissement présentateur et garant

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** ») en date du 5 juin 2025, apposé le visa n°25-195 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Cette Note en Réponse a été établie par M2i et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre faisant l'objet de la Note en Réponse, le nombre d'actions M2i non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues par M2i et les actions attribuées gratuitement en cours de période de conservation faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de M2i, Abilways a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions M2i non présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre (soit 8,50 euros par action M2i), nette de tous frais.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société M2i (https://www.m2iformation.fr/) et peut être obtenue sans frais au siège social de la société M2i, sis 18 place des Reflets, 92400 Courbevoie, France.

La Note en Réponse doit être lue conjointement avec tous les autres documents publiés en relation avec l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société M2i, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES 3
1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE 5
1.1. Présentation de l'Offre 5
1.2. Motifs et contexte de l'Offre 6
1.2.1. Présentation de l'Initiateur 6
1.2.2. Motifs de l'Offre 6
1.2.3. Contexte de l'Offre 8
1.2.4. Déclarations de franchissement de seuils et d'intention récents au sein de la Société 9
1.2.5. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société 9
1.2.6. Autorisations réglementaires 10
1.3. Caractéristiques de l'Offre 10
1.3.1. Termes de l'Offre 10
1.3.4. Nombre et nature des instruments visés par l'Offre 11
1.3.5. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement 12
1.3.6. Engagements d'Apports à l'Offre 13
1.3.7. Retrait obligatoire 14
1.4. Procédure d'apport à l'Offre 14
1.4.1. Calendrier indicatif de l'Offre 14
1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 15
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE ET INTENTIONS 17
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE 25
4. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE 26
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 26
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 26
7. ÉLEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 26
7.1. Structure du capital de la Société 26
7.2. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce 27
7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions 27
7.2.2. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce 27
7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce 28

7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 28

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 28

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote 28

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société 28

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration 28

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts 30

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres 30

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 33

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 33

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 33

ANNEXE I - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 34

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du RGAMF, Abilways, une société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 18-24, rue Tiphaine, 75015 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 479 894 750 (« **Abilways** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société M2i, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 18 place des Reflets – 92400 Courbevoie, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 333 544 153 (« **M2i** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire dans les conditions décrites ci-après (l' « **Offre** ») la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** ») au prix de 8,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0013270626 (mnémonique : ALMII).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 31 mars 2025 (la « **Date de Réalisation** ») de 3.458.673 Actions au Prix de l'Offre auprès de la société Prologue, une société anonyme de droit français, dont le siège social est situé au 101, avenue Laurent Cély 92230 Gennevilliers, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 382 096 451, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0010380626 (mnémonique : ALPRG) (« **Prologue** »). A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 3.458.673 Actions auxquelles sont attachées 3.458.673 droits de vote, représentant 59,94% du capital social et 55,54% des droits de vote de la Société[1].

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de la réalisation de l'Acquisition (tel que ce terme est défini ci-après), franchi directement à la hausse le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, le dépôt de l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société non détenues directement ou indirectement à la date de la Note en Réponse par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, à l'exclusion :

(i) des Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 21.256 Actions ; et

(ii) des AGA Sous Engagement de Conservation (tel que ce terme est défini ci-après) faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 493.000 Actions ; la situation des bénéficiaires d'AGA Sous Engagement de Conservation dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 1.3.5 de la Note en Réponse.

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant

[1] Sur la base d'un capital composé de 5.769.985 actions représentant 6.226.858 droits de vote théoriques au 31 mars 2025 déterminés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

donner accès, immédiatement ou terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, sera centralisée, et ouverte pour une durée de onze (11) jours de négociation.

L'Offre sera, si les conditions requises sont réunies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, IV du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF. Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société et des AGA Sous Engagement de Conservation) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 8,50 euros par Action, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Portzamparc, filiale du groupe BNP Paribas (l' « **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est la société Abilways, membre du réseau Skolae.

Abilways est un acteur européen de l'éducation au service de la transformation des organisations et de la montée en compétences des individus en formation initiale et continue.

Abilways, en capitalisant sur ses marques fortes, chacune spécialisée dans un domaine de compétences ou une expertise métier (EFE, CFPJ, ISM, ACP et PYRAMYD, Ecole W ainsi que ses filiales en Europe, ABILWAYS Belgium, ABILWAYS Luxembourg, ABILWAYS Portugal), est un acteur incontournable de l'éducation, au service de la mutation des métiers et de l'évolution des compétences.

Réseau Skolae

Skolae est un réseau d'établissements d'enseignement supérieur leader sur le marché français offrant des diplômes allant de Bac à Bac + 5 en management, informatique et numérique, mode et luxe, et audiovisuel et journalisme (« **Skolae** »). Skolae dispense aujourd'hui ses formations à plus de 21.000 étudiants répartis sur 25 campus et 11 villes en France. Skolae a développé une excellence pédagogique unique matérialisée par un portefeuille de plus de 45 titres inscrits au Répertoire national des certifications professionnelles (« **RNCP** ») et diplômes visés et bénéficie par ailleurs d'un large réseau de plus de 6.000 entreprises partenaires ainsi que de 40.000 alumnis. Skolae forme aussi près de 60.000 salariés en formation continue via Abilways.

1.2.2. Motifs de l'Offre

1.2.2.1.Présentation de l'activité de la Société

Créée en 1985 sous le nom de "Maison Internationale de l'Informatique", la Société se dénomme aujourd'hui M2i.

Depuis 2006, la Société a développé le 1er réseau en France de formation professionnelle spécialisé dans l'IT, le digital et le management et les soft skills. Chaque année, la Société

accompagne à travers ses 2.500 cursus pédagogiques la montée en compétence de plus de 100.000 apprenants.

Disposant d'un maillage territorial sans égal avec 35 centres répartis sur toute la France, le groupe M2i dispose d'une capacité unique de déploiement de ses formations aussi bien pour ses clients locaux que pour les plus grands comptes nationaux.

Ses cursus sont proposés sous les modalités pédagogiques les plus modernes dont le blended-learning, les classes virtuelles, les COOC, la gamification et le présentiel.

Chaque session de formation fait l'objet d'évaluations qui s'inscrivent dans une exigence permanente de qualité. M2i est reconnue par le label Grande Ecole du Numérique et a obtenu la certification OPQF (Office Professionnel de Qualification des Organismes de Formation).

M2i exerce principalement son activité par l'intermédiaire de quatre filiales :

- M2i Scribtel et M2i Skills, deux filiales détenues à 100% par la Société ; et

- M2i Certified Education Systems et DEVUP, deux filiales chacune détenues à 34% par la Société.

1.2.2.2.Présentation des motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de la politique d'acquisition du réseau Skolae menée au cours des dernières années. A la suite de l'adhésion de l'Initiateur au réseau Skolae en décembre 2023, ayant permis à Skolae de se positionner sur le marché de la formation continue, il est attendu que ce rapprochement avec un acteur aux activités complémentaires permette au réseau :

- d'élargir son offre au profit d'une couverture complète du lifelong learning : éducation supérieure et formation continue ;

- d'étendre son marché adressable en renforçant la position de Skolae sur un marché adjacent à son activité historique de plus de 10 milliards d'euros et aux sous-jacents structurels résilients ;

- de créer un champion sur le marché de la formation continue proposant une couverture sectorielle et géographique complète et des marques de premier plan grâce aux expertises combinées de l'Initiateur et de M2i ;

- de renforcer son équipe de direction grâce à l'expérience de l'équipe de M2i.

Le nouvel ensemble aura à cœur de respecter l'ADN des deux entités et de valoriser leur image de marque et continuera à placer l'étudiant et l'apprenant au centre de son projet pédagogique d'excellence.

Pour M2i, ce rapprochement constitue une opportunité qui va lui permettre de renforcer considérablement son offre de formation professionnelle continue. M2i pourra également appuyer son développement sur l'un des plus grands réseaux d'écoles en France délivrant plus de 45 titres RNCP.

1.2.3. Contexte de l'Offre

Eductive SAS (Skolae) et Prologue ont signé le 3 février 2025 une promesse d'achat (la « **Promesse d'Achat** ») en vue de l'acquisition par Eductive SAS ou toute autre filiale détenue à 100% constituée par Eductive SAS, au prix de 8,50 euros par action, de l'intégralité des 3.458.673 Actions détenues par Prologue, représentant au total 59,94% du capital social de la Société (l'« **Acquisition** »). Cette promesse d'achat a été consentie par Eductive SAS en contrepartie d'une exclusivité de 12 mois donnée par Prologue sur la cession de ses Actions. La signature de la Promesse d'Achat a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint publié par Skolae sur son site internet (https://www.skolae.fr/actualite-projet-dacquisition-m2i) et par la Société sur son site internet (https://www.m2iformation.fr/).

Le comité social et économique (« **CSE** ») de la Société et le CSE de Prologue ont été dûment informés et consultés (i) conformément aux articles L. 2312-8 et L. 2312-46 du Code du travail en ce qui concerne la Société, et (ii) conformément à l'article L. 2312-8 du Code du travail en ce qui concerne Prologue. Le CSE de Prologue a rendu un avis favorable sur l'Acquisition le 7 février 2025 et le CSE de la Société n'a pas rendu d'avis à l'issue du délai légal de consultation d'un mois qui a pris fin le 4 mars 2025 (ce qui est réputé constituer un avis défavorable), tel que cela a été confirmé par Prologue le 5 mars 2025.

A l'issue des procédures d'information et de consultation des CSE de Prologue et de M2i, Prologue a levé, conformément aux termes de la Promesse d'Achat, son option de vente le 5 mars 2025. Le contrat de cession d'actions relatif à l'Acquisition (le « **Contrat de Cession** ») a été signé le 14 mars 2025 entre Prologue et Abilways. La signature du Contrat de Cession a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint publié par Skolae (https://www.skolae.fr/actualite-signature-dacquisition-m2i), par Prologue (https://prologue.fr) et par la Société (https://www.m2iformation.fr/) sur leurs sites internet respectifs.

Il était par ailleurs prévu dans le Contrat de Cession qu'en cas d'acquisition par l'Initiateur ou l'un de ses affiliés d'actions de la Société (que ce soit dans le cadre de l'Offre, la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire ou via des opérations sur le marché ou hors marché) à un prix supérieur à 8,50€ par action au cours d'une période de 12 mois à compter de la date de réalisation de l'Acquisition, l'Initiateur paiera à Prologue un complément de prix égal à la différence entre (i) le prix par action de la Société le plus élevé payé par l'Initiateur sur cette période de 12 mois et (ii) 8,50€ (le « **Complément de Prix** »). Toute somme éventuellement perçue par Prologue au titre du Complément de Prix donnera droit au versement du Complément de Prix aux actionnaires de la Société qui auraient apporté leurs Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure de centralisation (voir section 1.3.2 ci-dessous). L'Initiateur a précisé à cet égard qu'il n'avait pas l'intention d'acquérir d'Actions à un prix supérieur au Prix de l'Offre au cours de la période de 12 mois à compter de la date de réalisation de l'Acquisition et que par conséquent aucun Complément de Prix ne devrait être payé.

L'autorisation de l'Autorité de la concurrence sur l'Acquisition ayant été obtenue le 27 mars 2025, la seule condition à la réalisation de l'Acquisition a été levée le même jour, et l'Initiateur a acquis les 3.458.673 Actions détenues par Prologue le 31 mars 2025. La réalisation de l'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint publié par Skolae (https://www.skolae.fr/actualite-acquisition-effective-m2i), par Prologue (https://prologue.fr) et par la Société (https://www.m2iformation.fr/) sur leurs sites internet respectifs.

Le 25 février 2025, le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité ad hoc constitué le 3 février 2025 d'une majorité d'administrateurs indépendants conformément à

l'article 261-1, III du RGAMF (le « **Comité ad hoc** »), a décidé de nommer le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du RGAMF (l' « **Expert Indépendant** »). Cette nomination a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société sur son site internet (https://www.m2iformation.fr/)

Le 29 avril 2025, après examen du rapport de l'Expert Indépendant et sur recommandation du Comité ad hoc, le conseil d'administration de la Société, dans le cadre de son avis motivé sur l'Offre, a considéré à l'unanimité, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, de ses salariés et des autres parties prenantes et a recommandé que les actionnaires de la Société apportent leurs Actions à l'Offre.

1.2.4. Déclarations de franchissement de seuils et d'intention récents au sein de la Société

Conformément aux articles 223-14 et 223-15-1 du RGAMF et à l'article 12.1 des statuts de la Société, les franchissements de seuils suivants ont été déclarés à l'AMF et à la Société :

- par courrier reçu le 2 avril 2025, l'AMF a été informée que, à la suite de l'Acquisition, Prologue a franchi, à la baisse, le 31 mars 2025, le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 avril 2025 sous le numéro n°225C0590 ;
- par courrier reçu le 2 avril 2025, la Société a également été informée que, à la suite de l'Acquisition, Prologue a franchi, à la baisse, le 31 mars 2025, les seuils légaux et/ou statutaires de 50%, 33,33%, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société ;
- par courrier reçu le 2 avril 2025, l'AMF a été informée que, à la suite de l'Acquisition, l'Initiateur a franchi, à la hausse, le 31 mars 2025, le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 avril 2025 sous le numéro n°225C0589 ; et
- par courrier reçu le 2 avril 2025, la Société a également été informée que, à la suite de l'Acquisition, l'Initiateur a franchi, à la hausse, le 31 mars 2025, les seuils légaux et/ou statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33% et 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Il est précisé que par courrier en date du 1er octobre 2024, la Société avait également été informée que, à la suite de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement dans le cadre du Plan d'AGA 2022 (tel que ce terme est défini ci-après), Monsieur Olivier Balva avait franchi à la hausse, le 30 septembre 2024, le seuil statutaire de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société n'a pas connaissance d'autres déclarations de franchissement de seuils relatives à la Société publiées récemment.

1.2.5. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.6. Autorisations réglementaires

L'Initiateur a déposé une demande d'autorisation au titre du contrôle des concentrations auprès de l'autorité de la concurrence française le 21 février 2025. L'autorisation a été obtenue le 27 mars 2025.

L'Offre n'est soumise à aucune autre condition d'obtention d'une autorisation en matière réglementaire.

1.3. Caractéristiques de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 30 avril 2025.

Cette Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au Prix de l'Offre payable en numéraire, toutes les actions M2i qui seront présentées à l'Offre pendant une période de onze (11) jours de négociation.

Il est à noter que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 122% sur la moyenne VWAP 60 jours. Les primes liées aux moyennes VWAP 180 jours, 120 jours et 20 jours s'établissent respectivement à 95%, 100% et 122%.

1.3.2. Complément de prix

Dans l'hypothèse où l'Initiateur serait tenu de payer le Complément de Prix à Prologue (voir section 1.2.3 ci-dessus), l'Initiateur s'engage à verser le Complément de Prix à chaque actionnaire ayant apporté ses Actions à l'Offre selon les modalités décrites à la section 1.4 de la Note en Réponse.

Les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre n'auront pas droit à l'éventuel Complément de Prix par Action.

Si ce mécanisme est mis en œuvre, l'Initiateur informera les personnes ayant apporté leurs Actions à l'Offre et précisera la procédure de paiement du Complément de Prix. A cet effet, l'Initiateur publiera un avis financier dans les cinq (5) jours de négociation suivant le paiement du Complément de Prix à Prologue.

Uptevia agira en tant qu'agent centralisateur pour la gestion et le paiement du Complément de Prix par Action, et procèdera le cas échéant au paiement du Complément de Prix pour le compte de l'Initiateur.

1.3.3. Modalités de dépôt de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2025. L'Initiateur a ainsi déposé le projet de note d'information à l'AMF le 30 avril 2025 et la Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le même jour. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site

internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du RGAMF, le projet de note en réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www.m2iformation.fr/). Il est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société.

Le 5 juin 2025, l'AMF a publié sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre emportant visa de la note d'information (la « **Note d'Information** ») et de la Note en Réponse, après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera publié avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité.

Le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du RGAMF, déposé auprès de l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis de marché rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.4. Nombre et nature des instruments visés par l'Offre

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, 3.458.673 Actions représentant 59,94% du capital et 55,54 % des droits de vote théoriques de la Société[2].

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises à l'exclusion :

(i) des Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 21.256 Actions ; et

(ii) des AGA Sous Engagement de Conservation (tel que ce terme est défini ci-après) faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après), soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 493.000 Actions.

L'Offre porte donc, à la connaissance de la Société, sur un nombre total d'Actions égal à 1.797.056.

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, il n'existe pas de titre de capital, ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant

[2] Sur la base d'un capital composé de 5.769.985 actions représentant 6.226.858 droits de vote théoriques au 31 mars 2025 déterminés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.5. Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques du plan d'attribution gratuite d'actions en cours mis en place par la Société le 30 septembre 2022 (le « **Plan d'AGA 2022** »), à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse :

	Plan d'AGA 2022
Bénéficiaires	Des salariés et mandataires de la Société ou de ses filiales
Date d'autorisation par l'assemblée générale de la Société de l'attribution	30 juin 2022
Date d'attribution par le conseil d'administration	30 septembre 2022
Nombre cumulé d'actions attribuées au titre du plan	500.500
Nombre d'actions acquises à la date de la Note en Réponse	493.000
Conditions d'attribution définitive des actions	Condition de présence (à l'exclusion du dirigeant mandataire social)
Période d'acquisition	2 ans Date d'acquisition : 30 septembre 2024
Mode d'attribution	Actions nouvelles
Période de conservation	1 an Date de fin de période de conservation : 30 septembre 2025 Période de conservation étendue pour les mandataires sociaux bénéficiaires, pour une fraction égale à 10% des actions qui leur sont attribuées tant qu'ils restent dirigeants de la Société
Date d'expiration de la période de conservation	30 septembre 2025

Ainsi, à la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, 493.000 actions gratuites ont été attribuées et définitivement acquises dans le cadre du Plan d'AGA 2022 mais sont soumises à un engagement de conservation à la date de la Note en Réponse et le resteront jusqu'à

la date de clôture estimée de l'Offre (les « **AGA Sous Engagement de Conservation** »).

En vertu du Contrat de Cession, l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des AGA Sous Engagement de Conservation de conclure des promesses d'achat et de vente afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour leurs AGA Sous Engagement de Conservation (chacun, un « **Contrat de Liquidité** »). A la date de la Note en Réponse, 34 Contrats de Liquidité ont été conclus portant sur la totalité des 493.000 AGA Sous Engagement de Conservation.

En vertu du Contrat de Liquidité, chaque bénéficiaire d'AGA Sous Engagement de Conservation s'engagera à céder à l'Initiateur, dès l'exercice de l'option d'achat dont ce dernier est titulaire, ses AGA Sous Engagement de Conservation dans un délai de trente (30) jours calendaires suivant l'expiration de la période de conservation. En l'absence d'un tel exercice de la part de l'Initiateur, ce dernier s'engagera à acquérir auprès de chaque bénéficiaire, dès l'exercice de l'option de vente de chacun de ces bénéficiaires, ces AGA Sous Engagement de Conservation dans un délai de quatre-vingt-dix (90) jours calendaires suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option d'achat.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente sera calculé en fonction de l'EBITDA le plus récent disponible sur les 12 derniers mois, étant précisé que ce prix par action ne pourra en aucun cas (i) être supérieur au Prix de l'Offre, ni inférieur à 98% du Prix de l'Offre jusqu'au 31 mars 2026 (inclus), et (ii) à compter du 1er avril 2026, être supérieur à 105 % ni inférieur à 95 % du Prix de l'Offre.

Dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les AGA Sous Engagement de Conservation faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité ne devront pas être visées par ledit retrait obligatoire. A compter de la conclusion des Contrats de Liquidité, les AGA Sous Engagement de Conservation seront réputées détenues par l'Initiateur en vertu des règles d'assimilation à la détention d'actions prévues à l'article L. 233-9, 4° du Code de commerce.

1.3.6. Engagements d'Apports à l'Offre

Monsieur Olivier Balva, administrateur de la Société détenant individuellement 328.546 Actions cessibles de la Société, ainsi qu'un certain nombre de cadres dirigeants de la Société (les « **Managers** »), détenant collectivement 315.047 Actions cessibles de la Société, se sont engagés à apporter leurs 643.593 Actions cessibles à l'Offre, conformément aux engagements d'apports conclus avec l'Initiateur entre le 15 avril 2025 et le 22 avril 2025 (les « **Engagements d'Apports** »), les éventuelles AGA Sous Engagement de Conservation qu'ils détiennent devant être transférées conformément aux termes des Contrats de Liquidité visés à la section 1.3.5 ci-avant.

Monsieur Olivier Balva et les Managers se sont notamment engagés (i) jusqu'à la date à laquelle ils apporteront leurs Actions à l'Offre, à ne pas transférer la pleine propriété des Actions (autres, s'agissant de Monsieur Olivier Balva, qu'à ses descendants au premier degré et/ou son conjoint pour lequel il se porte fort des engagements d'apport), à ne pas consentir une promesse ou tout autre accord au profit d'un tiers en vue du transfert de la propriété, d'un droit de propriété démembrée ou de la simple jouissance des Actions, et à ne pas constituer sous quelque forme que ce soit des droits réels ou personnels sur les Actions en faveur d'un tiers, en dehors d'une présentation à l'Offre et (ii) à apporter leurs Actions au Prix de l'Offre, dès lors que l'AMF aura rendu sa décision de conformité sur l'Offre.

1.3.7. Retrait obligatoire

Dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 à 237-10 du RGAMF, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues par la Société et les AGA Sous Engagement de Conservation) (le « **Retrait Obligatoire** »), moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre, nette de tous frais.

1.4. Procédure d'apport à l'Offre

La Procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.8 de la Note d'Information.

1.4.1. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	**Principales étapes de l'Offre**
30 avril 2025	– Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF. – Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Skolae (https://www.skolae.fr/). – Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du projet de note d'information. – Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant. – Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www/m2iformation.fr/investisseurs/). – Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
5 juin 2025	– Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société. – Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note d'Information visée de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Skolae (https://www.skolae.fr/). – Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée.

	– Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note en Réponse visée de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www/m2iformation.fr/investisseurs/). – Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse visée.
6 juin 2025	– Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Skolae (https://www.skolae.fr/). – Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur – Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www/m2iformation.fr/investisseurs/). – Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
6 juin 2025	– Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre – Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
9 juin 2025	Ouverture de l'Offre pour une période de onze jours de négociation
23 juin 2025	Clôture de l'Offre (dernier jour pour placer des ordres d'apport à la procédure centralisée)
24 juin 2025	Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre.
27 juin 2025	Règlement-livraison de l'Offre centralisée par Euronext Paris
Dans un bref délai à compter de la publication des résultats de l'Offre	Le cas échéant, mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Growth, si les conditions sont réunies

1.4.2. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes venant à entrer en possession de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun titulaire d'Actions de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

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

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 29 avril 2025, sur convocation de son président, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration était alors composé de la façon suivante :

- Monsieur Jonathan Azoulay, Président du Conseil d'administration et Directeur Général de la Société ;
- Société Parisienne de Management et d'Investissement, représentée par Monsieur Pierre Azoulay, administrateur ;
- Madame Annabel Bismuth, administratrice ;
- Monsieur Olivier Balva, administrateur ;
- Monsieur Emmanuel Cennelier, administrateur indépendant ;
- Monsieur Philippe Brun, administrateur indépendant.

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

L'avis motivé du conseil d'administration de la Société a été adopté à l'unanimité de ses membres, étant précisé que Monsieur Olivier Balva (s'étant engagé à apporter ses Actions à l'Offre), Monsieur Jonathan Azoulay, Madame Annabel Bismuth et Société Parisienne de Management et d'Investissement, représentée par Monsieur Pierre Azoulay, ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci- après :

« Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** ») visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 8,50 euros par action, initié par Abilways (l'« **Initiateur** »), à la suite de l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions de la Société détenues par Prologue, représentant au total 59,94% du capital social de M2i (l' « **Acquisition du Bloc de Contrôle** » et avec l'Offre, l' « **Opération** »).

Le Président rappelle que l'Initiateur a adressé à Prologue le 20 janvier 2025 une lettre d'offre ferme (l' « **Offre Ferme** ») confirmant l'intention de l'Initiateur de procéder à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, laquelle a été acceptée par Prologue le 23 janvier 2025, consécutivement à la réunion du conseil d'administration de Prologue au terme de laquelle le conseil d'administration a donné son accord sur l'Opération.

Le Président rappelle que le Conseil d'administration de M2i, également consulté, a accueilli

favorablement l'Opération le 3 février 2025, sans préjudice de l'avis motivé devant être formulé par le Conseil d'administration de M2i sur l'OPAS après réception du rapport de l'expert indépendant, en cas de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Par suite, l'Initiateur et Prologue ont conclu le 3 février 2025 une promesse d'achat (« **Promesse d'Achat** ») en vue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur au prix de 8,50 euros par action, avec en annexe le projet de contrat de cession d'actions relatif à l'Acquisition (le « **Contrat d'Acquisition** ») devant être signé courant mars 2025 à l'issue de la procédure d'information-consultation du CSE de la Société et de Prologue. La conclusion de la Promesse d'Achat a donné lieu à la publication d'un communiqué de presse de la Société sur l'Opération le 3 février 2025.

Il rappelle également que dans le cadre du projet d'Offre, le Conseil d'administration a constitué, le 3 février 2025, un comité *ad hoc* afin de (i) proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant l'Offre (le « **Comité *ad hoc*** »), lequel est composé comme suit :

- Monsieur Emmanuel Cennelier, administrateur indépendant, président du Comité ad hoc,

- Monsieur Philippe Brun, administrateur indépendant,

- Monsieur Olivier Balva, administrateur.

Le Président rappelle ensuite que le Conseil d'administration, réuni le 25 février 2025, a décidé, sur proposition du Comité *ad hoc*, de désigner Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant aux fins de rendre un rapport sur les conditions financières de l'Offre initiée par l'Initiateur sur les actions de la Société, en application des articles 261-1-I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, donnant lieu à la publication d'un communiqué de presse de la Société.

Le Président rappelle que les instances représentatives du personnel de Prologue et de la Société ont été dument informées et consultées sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle en amont de la conclusion du Contrat d'Acquisition, lequel a été conclu le 14 mars 2025 par Prologue et l'Initiateur, donnant lieu à la publication d'un communiqué de presse de la Société.

Le Président rappelle que l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence française sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle a été obtenue le 27 mars 2025 donnant lieu à la réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc de Contrôle le 31 mars 2025, consécutivement à la levée de cette condition suspensive figurant dans le Contrat d'Acquisition.

Le Président rappelle que si les conditions réglementaires sont satisfaites à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions M2i en circulation à l'issue de l'Offre aux mêmes conditions financières que l'Offre, en vue de retirer la Société de la cote (le « **Retrait Obligatoire** »).

Préalablement à la réunion de ce jour, les administrateurs ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé concernant le projet d'Offre :

- le communiqué de presse de la Société publié le 3 février 2025 relatif à l'annonce du

projet d'Offre ;

- le communiqué de presse de la Société publié le 25 février 2025 relatif à l'annonce de la désignation de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre ;

- le communiqué de presse de la Société publié le 14 mars 2025 relatif à la signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle entre Prologue et l'Initiateur ;

- le communiqué de presse de la Société publié le 31 mars 2025 relatif à la réalisation effective de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur ;

- le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera en principe déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2025, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur et garant, Portzamparc, filiale du groupe BNP Paribas ;

- l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 8,50 euros par action de la Société ;

- le projet de note en réponse établi par la Société devant en principe être déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2025, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Ledouble et de l'avis motivé du conseil d'administration.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 25 février 2025, sur recommandation du Comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre.

Le Président indique que le Comité *ad hoc* a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Il est également rappelé que la direction de la Société, l'établissement présentateur et les conseils juridiques de la Société se sont tenus à la disposition de l'expert indépendant afin de lui fournir les informations demandées.

Les conclusions de ses travaux sont alors résumées au conseil d'administration :

L'expert indépendant a résumé la comparaison chiffrée de ses travaux avec ceux de l'établissement présentateur comme suit :

Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

€/ Action	Ledouble			Prime/ (Décote)			Portzamparc			Prime/ (Décote)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Acquisition du Bloc		**8,50 €**						**8,50 €**				
Références boursières												
Spot au 31 janvier 2025		**3,76 €**			**126,1%**			**3,76 €**			**126,1%**	
20 séances		**3,83 €**			**122,1%**			**3,83 €**			**122,1%**	
60 séances		**3,83 €**			**122,0%**			**3,83 €**			**122,0%**	
120 séances		**4,25 €**			**100,2%**			**4,24 €**			**100,5%**	
180 séances		**4,36 €**			**95,0%**			**4,36 €**			**95,0%**	
240 jours					**n.a.**			**4,21 €**			**101,9%**	
250 séances		**4,20 €**			**102,5%**						**n.a.**	
12 mois		**4,20 €**			**102,5%**						**n.a.**	
Cours cible	**5,83 €**		**7,80 €**	**45,8%**		**9,0%**		**6,82 €**			**24,6%**	
Référence Comptable												
ANC					**n.a.**			**4,47 €**			**90,2%**	
Approche intrinsèque												
DCF	**5,83 €**	**6,31 €**	**6,85 €**	**45,9%**	**34,8%**	**24,1%**	**5,95 €**	**6,16 €**	**6,39 €**	**42,9%**	**38,0%**	**33,0%**
Approches analogiques												
Comparables Boursiers	**5,38 €**		**6,21 €**	**58,1%**		**37,0%**	**6,31 €**		**6,98 €**	**34,7%**		**21,8%**
Transactions Comparables	**5,31 €**		**6,36 €**	**60,1%**		**33,6%**	**4,53 €**		**5,21 €**	**87,6%**		**63,1%**
Transactions récentes sur le capital												
Acquisition du Bloc de Contrôle		**8,50 €**			**-**			**8,50 €**			**-**	

En synthèse, le rapport de l'expert indépendant indique que :

> « *Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :*
>
> - *le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire, au regard de la valeur de l'Action issue de l'évaluation Multicritère ;*
> - *l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.*
>
> *Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.*
>
> *En synthèse nous rappelons les points clés ci-dessous.*
>
> ***Plan d'Affaires***
>
> *Le Plan d'Affaires a été élaboré pour les besoins de l'Offre à partir des performances historiques de la Société et ne repose donc pas sur une stratégie à moyen terme prédéfinie et/ou préexistante à l'Offre.*
>
> *Le caractère contextuel du Plan d'Affaires nous a conduits à en renforcer l'examen critique*
> *par :*

- *une analyse de prévisions alternatives (§ 4.4.2.2) au travers :*
  - *des plans d'affaires sous-tendant les tests de dépréciation d'actifs aux bornes de Prologue ;*
  - *des prévisions budgétaires des analystes en charge du suivi de l'Action ;*
  - *des projections en date de l'OPES 2021 ;*
- *une comparaison avec les réalisations historiques de la Société (§ 3.3.1) et les perspectives sectorielles (§ 3.2.2).*

À l'issue de notre examen critique, nous sommes d'avis que les trajectoires du Plan d'Affaires peuvent être raisonnablement exploitées pour les besoins de l'Évaluation Multicritère et apparaissent volontaristes.

Prix de l'Offre

Le Prix de l'Offre a été fixé par transparence avec le Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle ; nous comprenons de nos entretiens que ce dernier a été déterminé sur la base d'une valorisation par un multiple d'acquisition, qui s'avère :

- *supérieur aux multiples médians de nos approches d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.3) et les Transactions Comparables (§ 4.4.4) ;*
- *compatible avec le multiple d'acquisition d'Abilways, société acquise par Eductive en 2023, étant rappelé que l'acquisition de M2i, aux côtés d'Abilways, permettra au réseau Skolae de consolider son pôle d'activité en formation continue (§ 4.4.5).*

Le Prix de l'Offre extériorise des primes conséquentes sur l'ensemble des références (références boursières) et méthodes (approches intrinsèque et analogique) d'évaluation mises en œuvre dans l'Évaluation Multicritère (§ 4.5).

Au vu du caractère ambitieux du Plan d'Affaires, établi dans une configuration du Groupe standalone, à périmètre constant (§ 4.4.2.2), l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les Actionnaires Minoritaires, à un Prix de l'Offre :

- *très supérieur à l'historique boursier de la Société (§ 4.3.1) ;*
- *n'intégrant pas la contraction attendue du marché en 2025 (§ 3.2.2.5) et la tendance baissière de l'activité constatée au premier trimestre 2025 (§ 3.3.1.1) ;*
- *reflétant des perspectives de croissance supérieures au marché en 2026 et 2027 (§ 3.2.2.5) ;*
- *tablant sur un accroissement de la rentabilité opérationnelle de la Société (§ 4.4.2.2 (i)).*

En définitive, le Prix de l'Offre comporte la prime de contrôle offerte par l'Initiateur à Prologue, dont bénéficieront également les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre. Le niveau de cette prime présage de l'existence de synergies attendues de l'Opération, toutefois non chiffrables à ce stade, dans le cadre de l'intégration de

M2i, aux côtés d'Abilways, au sein du pôle de formation professionnelle de Skolae (§ 2.5 et § 4.1.5).

Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 6).

Observations formulées par l'Actionnaire de Prologue

Nous avons répondu aux observations qui nous ont été adressées par un actionnaire de Prologue (§ 7).

Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 8,50 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de M2i apportant leurs titres à l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas relevé d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre au sens de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF. *»*

Travaux et recommandation du Comité ad hoc

Monsieur Emmanuel Cennelier, en sa qualité de président du Comité *ad hoc*, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

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

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité *ad hoc* sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle du cabinet Ledouble.

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

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration s'est réuni le 25 février 2025 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant.

Travaux du Comité ad hoc et interactions avec l'expert indépendant

Depuis sa mise en place par le Conseil d'administration, le *Comité ad hoc* s'est réuni à plusieurs reprises pour les besoins de sa mission. Les membres du *Comité ad hoc* ont échangé avec l'expert indépendant dans le cadre de réunions régulièrement convoquées et lors d'échanges informels.

Le *Comité ad hoc* a participé à des réunions de travail avec les membres du cabinet Ledouble, dont Monsieur Olivier Cretté, afin de suivre les travaux de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre et de s'assurer que celui-ci avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.

De manière générale, le détail des interactions entre les membres du *Comité ad hoc* et l'expert indépendant figure en annexe au rapport de l'expert indépendant.

Le *Comité ad hoc* indique ne pas avoir eu connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Le Comité ad hoc a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information. Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, il recommande au conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du *Comité ad hoc* et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, eu égard notamment aux intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois (telles que détaillées dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur), le Conseil d'administration relève que :

- l'acquisition de la Société a pour objectif de permettre à l'Initiateur d'élargir son offre dans la formation continue et de répondre aux attentes des clients sur un marché en forte évolution en s'appuyant sur la Société pour construire sa plateforme de formation continue, en combinant les marques actuellement opérées par Abilways, l'empreinte géographique forte de la Société et l'expertise reconnue de la Société dans ce domaine et celui du *reskilling* aux métiers IT, afin de se positionner comme troisième acteur de la formation continue en France ;

- l'Initiateur se réserve le droit d'examiner à l'issue de l'Offre la possibilité d'une fusion de la Société (ou d'autres entités du groupe de la Société) avec l'Initiateur, ou d'un transfert d'actifs ou d'activités, y compris par voie d'apport ou de cession, entre la Société (ou d'autres entités du groupe de la Société) et l'Initiateur ou toute autre entité de ce type, ainsi que le droit de procéder à toute autre réorganisation de la Société (ou d'autres entités du groupe de la Société) ;

- la gouvernance de la Société a évolué à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur afin de refléter la nouvelle structure actionnariale de la

Société : Monsieur Olivier Balva a démissionné de ses mandats de Président du Conseil d'administration et de Directeur Général de la Société, et Messieurs Laurent Baudart, Jaime Guevara et Georges Seban ont démissionné de leur mandat d'administrateur de la Société et Madame Thuy Nguyen a démissionné de son mandat de Directrice Générale Déléguée. Monsieur Jonathan Azoulay, Madame Annabel Bismuth et Société Parisienne de Management et d'Investissement, représentée par Monsieur Pierre Azoulay ont été nommé administrateurs de la Société par voie de cooptation (ces nominations seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale de la Société) et Monsieur Jonathan Azoulay nommé Président Directeur Général par le Conseil d'administration de la Société du 31 mars 2025, avec effet à compter de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. L'Initiateur n'a pas l'intention de conserver d'administrateurs indépendants et transformerait la Société en société par actions simplifiée en cas de réalisation du Retrait Obligatoire. Il est par ailleurs envisagé que les contrats de travail actuels de certains managers de M2i soient transférés à Société Parisienne de Management et d'Investissement à l'issue de l'Offre ;

- en matière de synergies, l'Initiateur considère que la réalisation de l'Opération pourrait générer des bénéfices économiques, principalement sous la forme de synergies de complémentarité géographique et sectorielle qui permettraient d'élargir l'offre de formation et d'améliorer son efficacité et que la mutualisation de certaines infrastructures digitales ou physiques, ainsi que le partage de portefeuilles clients, pourraient renforcer l'offre. L'Initiateur considère que les bénéfices économiques associés à la réalisation de telles synergies ne peuvent être estimés avec précision à ce stade.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, au plan financier, le Conseil d'administration relève que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;

- les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime de 122% sur la moyenne VWAP 60 jours. Les primes liées aux moyennes VWAP 180 jours, 120 jours et 20 jours s'établissent respectivement à 95%, 100% et 122% ;

- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 8,50 euros était équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de M2i apportant leurs titres à l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire. Le *Comité ad hoc* partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières proposées dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;

- en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il « *ne procédera à aucune distribution de dividendes, de réserve ou de primes de la Société au cours des 12 prochains mois* ».

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

- l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit *« dans une politique de poursuite et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'impact significatif*

sur les grands principes actuels de la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. »

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux administrateurs de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent.

Monsieur Olivier Balva a indiqué s'être engagé à apporter à l'Offre la totalité des actions M2i qu'il détient, conformément à l'engagement d'apport conclu avec l'Initiateur le 28 avril 2025.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur Portzamparc, filiale du groupe BNP Paribas, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) des conclusions et recommendations du Comité *ad hoc* et (v) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, étant précisé que Monsieur Olivier Balva (s'étant engagé à apporter à l'Offre), Monsieur Jonathan Azoulay, Madame Annabel Bismuth et Société Parisienne de Management et d'Investissement, représentée par Monsieur Pierre Azoulay, ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité *ad hoc*, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- de ne pas apporter à l'Offre les 21.256 actions auto-détenues par la Société ;
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président Directeur Général à l'effet de :
    i. finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
    ii. préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
    iii. signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
    iv. plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Monsieur Olivier Balva a indiqué s'être engagé à apporter à l'Offre la totalité des actions M2i qu'il détient, conformément à l'engagement d'apport conclu avec l'Initiateur le 28 avril 2025.

A la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, Monsieur Jonathan Azoulay, Société Parisienne de Management et d'Investissement, Madame Annabel Bismuth, Monsieur

Emmanuel Cennelier et Monsieur Philippe Brun, également membres du conseil d'administration, ne détiennent pas d'actions composant le capital social de la Société.

Il est précisé que Monsieur Georges Seban, qui était administrateur de la Société avant l'Acquisition de la Société par l'Initiateur, s'est engagé à apporter ses actions à l'Offre, conformément aux termes des Engagements d'Apports conclus entre les Managers et l'Initiateur décrits à la section 1.3.6 de la Note en Réponse.

4. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

La Société a mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son CSE qui n'a pas rendu d'avis sur l'Acquisition et l'Offre au terme du délai légal de consultation d'un mois ayant pris fin le 4 mars 2025 (ce qui est réputé constituer un avis défavorable).

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, soit, à la date de la Note en Réponse, 21.256 Actions M2i.

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

En dehors du Contrat de Cession tel que décrit à la section 1.2.3, des Contrats de Liquidité tels décrits à la section 1.3.5 et des Engagements d'Apports décrits à la section 1.3.6 de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Il est précisé qu'à ce stade, rien n'est défini mais à l'issue de l'Offre, Skolae envisage de mettre en œuvre au profit des managers en charge de l'activité de formation continue (tant au sein de l'Initiateur qu'au sein de la Société) un mécanisme d'intéressement dont les modalités et les bénéficiaires restent à définir, mais dont l'objectif serait de leur faire bénéficier, via la souscription d'actions de préférence à leur valeur de marché, d'une quote-part de l'incrémentation de valeur du pôle formation continue depuis la date de l'Acquisition.

7. ÉLEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure du capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 576.998,50 euros, divisé en 5.769.985 actions de 0,10 euro de nominal entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 6.226.858.

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Initiateur	3.458.673	59,94%	3.458.673	55,54%
M. Olivier Balva	528.546	9,16%	707.879	11,37%

Auto-détention	21.256	0,37%	21.256	0,34%
Autres	1.761.510	30,53%	2.039.050	32,75%
TOTAL	5.769.985	100,00%	6.226.858	100,00%

7.2. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

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

7.2.1.1. Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

En application de l'article 12.1 des statuts de la Société, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, qui vient à détenir ou cesse de détenir un nombre d'actions représentant une fraction égale à 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% ou 95% du capital social ou des droits de vote, est tenue d'en informer la Société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation susvisé, en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus. La personne tenue à l'information prévue ci-dessus précise le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés ainsi que toutes autres informations requises par les textes.

En outre, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir un nombre d'actions représentant une fraction égale à 50% ou 90% du capital social ou des droits de vote, est tenue d'en informer l'Autorité des Marchés financiers au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation susvisé, dans les conditions fixées par le RGAMF.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par les dispositions du Code de commerce.

7.2.1.2. Transferts d'actions

À la date de la Note en Réponse, les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions de la Société.

7.2.2. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

À la date de la Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, aucun accord portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne prévoit des conditions préférentielles

de cession ou d'acquisition d'actions, autres que les Contrats de Liquidité décrits à la section 1.3.5 et les Engagements d'Apports décrits à la section 1.3.6 de la Note en Réponse.

7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 de la Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant la Note en Réponse, la Société n'a eu connaissance que des déclarations de franchissements de seuils légaux et statutaires visés à la section 1.2.4 de la Note en Réponse.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

L'article 10 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

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

Néant.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice du droit de vote. La Société n'a connaissance d'aucun accord, pacte ou engagement entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société autres que les Contrats de Liquidité et les Engagements d'Apports décrits respectivement dans les sections 1.3.5 et 1.3.6 de la Note en Réponse

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

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues aux articles 13 et 14 des statuts de la Société.

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois à dix-huit membres, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

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

La durée des fonctions des administrateurs est de six ans ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs siège(s) d'administrateur et lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire sans toutefois être réduit au-dessous du minimum légal, le conseil a l'obligation de procéder aux nominations provisoires nécessaires pour compléter son effectif dans le délai de trois mois à compter du jour où s'est produite la vacance.

Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration doivent être soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les cooptations sont annulées mais les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Si le conseil néglige de procéder aux nominations requises ou si l'assemblée n'est pas convoquée, tout intéressé peut demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale à l'effet de procéder aux nominations ou de ratifier les nominations prévues aux alinéas précédents.

Lorsque le nombre des administrateurs devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil.

Une personne physique ou morale peut être nommée administrateur sans être actionnaire de la Société.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un Président qui est, à peine de nullité de la nomination, une personne physique. Il détermine sa rémunération.

Le Président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le conseil peut le révoquer à tout moment.

Le conseil peut également désigner un ou deux Vice-présidents parmi ses membres et un secrétaire qui peut être choisi en dehors des administrateurs et des actionnaires.

En cas d'absence du Président, la séance du conseil est présidée par le Vice-président le plus âgé. A défaut, le conseil désigne, parmi ses membres, le Président de séance.

Nul ne peut être nommé Président s'il est âgé de plus de 99 ans. D'autre part, si le Président en fonction vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du conseil d'administration.

A la suite de la réalisation de l'Acquisition, Monsieur Olivier Balva a démissionné de ses mandats de Président du Conseil d'administration et de Directeur Général de la Société, et Messieurs Laurent Baudart, Jaime Guevara et Georges Seban ont démissionné de leur mandat

d'administrateur de la Société. Madame Thuy Nguyen a également démissionné de son mandat de Directrice Générale Déléguée. Il est par ailleurs envisagé que les contrats de travail actuels de certains managers de M2i soient transférés à Société Parisienne de Management et d'Investissement à l'issue de l'Offre.

A la date de la Note en Réponse et depuis la réalisation de l'Acquisition, le Conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

- Monsieur Jonathan Azoulay, Président du Conseil d'administration et Directeur Général de la Société ;
- Société Parisienne de Management et d'Investissement, représentée par Monsieur Pierre Azoulay, administrateur ;
- Madame Annabel Bismuth, administratrice ;
- Monsieur Olivier Balva, administrateur ;
- Monsieur Emmanuel Cennelier, administrateur indépendant ;
- Monsieur Philippe Brun, administrateur indépendant.

Il est précisé que Société Parisienne de Management et d'Investissement (950 025 155 RCS Paris) est une société par actions simplifiée contrôlée par la famille Azoulay, dont le Président est Monsieur Pierre Azoulay. Monsieur Jonathan Azoulay, et Madame Annabel Bismuth sont également Directeurs généraux de cette société. Société Parisienne de Management et d'Investissement contrôle la société Eduinvest SAS (830 896 163 RCS Nanterre) qui détient 53.39% de la société Eductive SAS (431 919 067 RCS Nanterre), qui elle-même détient à 100% l'Initiateur.

Les nominations par cooptation de Monsieur Jonathan Azoulay, de Société Parisienne de Management et d'Investissement et de Madame Annabel Bismuth en qualité d'administrateurs de la Société seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale de la Société.

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas l'intention de conserver d'administrateur indépendant à l'issue de l'Offre, que ce soit en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou non.

En cas de réalisation d'un Retrait Obligatoire, l'Initiateur transformerait la Société en société par actions simplifiée et nommerait Société Parisienne de Management et d'Investissement en qualité de Président.

7.7.2. **Règles applicables à la modification des statuts**

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose de délégations accordées par les assemblées générales

des actionnaires des 27 juin 2024 et 30 juin 2023 en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

N° de la résolution	Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire du 27 juin 2024	Montant nominal maximum autorisé	Durée de la délégation
Sixième résolution	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société	10% du capital	18 mois
Onzième résolution	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions.	10% du capital au jour de l'assemblée générale du 27 juin 2024	24 mois
Douzième résolution	Délégation de pouvoirs à consentir au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes.	Montant nominal maximum de 200.000€	26 mois
Treizième résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet d'émettre des bons de souscription d'actions à attribuer gratuitement aux actionnaires en cas d'offre publique visant les titres de la Société.	100% du capital au jour de l'émission des bons	18 mois
Quatorzième résolution	Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles conformément à l'article L. 225-138-1 du Code de commerce.	3% du capital à la date d'émission	26 mois

N° de la résolution	Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire du 30 juin 2023	Montant nominal maximum autorisé	Durée de la délégation

Treizième résolution	Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles et/ou donnant accès à des titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires.	Montant nominal maximum de 500.000€	26 mois
Quatorzième résolution	Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'émettre, sans droit préférentiel de souscription, des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions nouvelles et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, conformément à l'article L.225-136 du Code de commerce, notamment dans le cadre d'une offre au public.	Montant nominal maximum de 350.000€	26 mois
Vingtième résolution	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions au profit des salariés ou mandataires sociaux éligibles de la Société et des sociétés liées.	10% du capital à la date de la décision d'attribution	38 mois
Vingt-et-unième résolution	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions aux salariés ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées.	10% du capital à la date de la décision du conseil d'administration	38 mois

7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord majeur pouvant être modifié ou prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société, à l'exception des contrats de financement conclus avec ses prêteurs (CIC, Société Générale, BPI et BRED) qui contiennent des clauses permettant au prêteur d'exiger le remboursement anticipé du prêt en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange, à l'exclusion de certains membres du comité de direction dont le contrat de travail conclu avec la Société prévoit le versement d'une indemnité contractuelle

de licenciement d'un montant brut égal à 24 mois de salaire (en dehors des cas de licenciement pour faute lourde ou des cas de force majeure).

7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du RGAMF, la Société a procédé le 25 février 2025 à la désignation du cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financière de l'Offre.

Le rapport du cabinet Ledouble en date du 29 avril 2025 est reproduit en Annexe 1 de la Note en Réponse et en fait partie intégrante.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

La Note en Réponse ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du RGAMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www.m2iformation.fr/).

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Jonathan Azoulay
Président Directeur Général de M2i

<u>ANNEXE I</u> - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Ledouble

M2i

Tour Aurore
18-19 place des Reflets
92400 Courbevoie

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

SOMMAIRE

1. INTRODUCTION 7
1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble 8
1.2. Indépendance et compétence de Ledouble 9
1.3. Diligences effectuées 9
1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission 11
1.5. Plan du Rapport 11
1.6. Conventions de présentation 12
2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 13
2.1. Parties à l'Offre 13
2.2. Contexte et termes de l'Offre 14
2.3. Périmètre de l'Offre 15
2.4. Financement de l'Opération 17
2.5. Synergies 17
2.6. Accords et Opérations Connexes 17
2.7. Conditions suspensives 18
3. PRÉSENTATION SECTORIELLE ET DU GROUPE 19
3.1. Présentation et positionnement de M2i 19
3.2. Principales caractéristiques du secteur de la formation continue 23
3.3. Analyse historique de la performance du Groupe 30
3.4. Matrice SWOT 37
4. ÉVALUATION MULTICRITÈRE 38
4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère 38
4.2. Méthodes d'évaluation écartées 40
4.3. Références boursières 41
4.4. Méthodes d'évaluation retenues 44
4.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère 55
5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR 56
5.1. Références et méthodes d'évaluation écartées 56
5.2. Références et méthodes d'évaluation retenues 56
5.3. Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres 56
5.4. Comparaison des références et méthodes d'évaluation 57
5.5. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation 60

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

6. ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES 61
6.1. Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle 61
6.2. Contrats de Liquidité 61
6.3. Engagements d'Apport 63
6.4. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes 63
7. OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 63
7.1. Concernant le mécanisme d'ajustement du prix de cession du Bloc de Contrôle au Prix de l'Offre 64
7.2. Concernant un potentiel conflit d'intérêt de M. Olivier Balva 64
7.3. Concernant l'évaluation de la Société dans le cadre de l'Offre 64
7.4. Concernant la cohérence entre le multiple implicite de l'Opération et celui de l'acquisition d'Abilways par GES Eductive 67
8. SYNTHÈSE 68
8.1. Plan d'Affaires 68
8.2. Prix de l'Offre 69
8.3. Accords et Opérations Connexes 69
8.4. Observations formulées par l'Actionnaire de Prologue 69
9. CONCLUSION 70
ANNEXES 71

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Abilways	Abilways SAS, société détenue à 100% par Eductive SAS
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Acquisition du Bloc de Contrôle	Acquisition par Eductive SAS ou par toute autre filiale détenue à 100% constituée par Eductive SAS du Bloc de Contrôle de la Société détenu par Prologue annoncé le 3 février 2025
Action(s)	Action(s) de M2i
Actions Gratuites	Actions gratuites attribuées par le Plan d'AGA 2022
Actions Gratuites en Période de Conservation	493.000 Actions Gratuites en période de conservation
Actionnaire de Prologue	Actionnaire de Prologue ayant formulé des observations sur les termes de la Transaction et de l'Offre
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de M2i dont les titres sont visés par l'Offre
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable consolidé
ANR	Actif net réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Avis motivé	Avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre
BFR	Besoin en fonds de roulement
Bloc de Contrôle	3.458.673 actions M2i représentant 59,94% du capital de la Société
CA	Chiffre d'affaires
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqué	Communiqué de presse conjoint de M2i, Prologue et Skolae du 3 février 2025
Comparables Boursiers	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Complément de Prix	En cas d'acquisition par l'Initiateur ou l'un de ses affiliés d'Actions (que ce soit dans le cadre de l'Offre, la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire ou *via* des opérations sur le marché ou hors marché) à un prix supérieur à 8,50 € par Action au cours d'une période de douze mois à compter de la date de réalisation de de la cession du Bloc de Contrôle, différence entre le prix le plus élevé payé par l'Initiateur sur cette période de douze mois et le Prix de l'Offre
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de M2i
Conseils	Conseils juridiques de M2i, Prologue et Skolae
Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle	Contrat d'acquisition des Actions M2i conclu entre Abilways et Prologue

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Contrats de Liquidité	Contrats mis en place par l'Initiateur permettant aux détenteurs d'Actions Gratuites en Période de Conservation de céder leurs Actions à l'issue de la période de conservation
D&A	*Depreciation & Amortization*
Date de Référence	31 janvier 2025
DCF	*Discounted Cash Flow*
DDM	*Dividend Discount Model*
Direction	Management du Groupe
EBIT	*Earnings Before Interests and Taxes*
EBITDA	*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization*
EBITDAaL	EBITDA minoré des loyers
Établissement Présentateur	Portzamparc, filiale du groupe BNP Paribas
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FMI	Fonds Monétaire International
Groupe	Société et ses filiales
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
Indice de Référence	*CAC All-Tradable*
Initiateur	Abilways SAS
IA	Intelligence Artificielle
IS	Impôt sur les sociétés
Ledouble	Ledouble SAS
LLD	Location longue durée
MEDAF	Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
n.a.	Non applicable
NDA	*Non-Disclosure Agreement*
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire initiée par Abilways SAS sur les Actions
OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
Opération	Acquisition du Bloc de Contrôle suivie de l'Offre
OPES 2021	Prise de contrôle par Prologue de la société O2i et de sa filiale M2i par une offre publique d'échange simplifiée avant fusion avec O2i
PER	*Price earning ratio*
Période Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires 2025-2029

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Plan d'Affaires	Plan d'affaires à horizon 2029 du Groupe approuvé le 3 février 2025 par le Conseil d'Administration
Plan d'AGA 2022	Plan d'attribution gratuite d'actions mis en place par décision du Conseil d'Administration le 30 septembre 2022
Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle	8,50 € par Action
Prix de l'Offre	8,50 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information à déposer par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Promesses	Promesses unilatérales d'achat et de vente relatives aux Contrats de Liquidité
Q&A	Questions-réponses
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RCS	Registre du Commerce et des Sociétés
RFS	Rapport Financier Semestriel
RO	Retrait Obligatoire
SAS	Société par action simplifiée
Société	M2i
SWOT	*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*
Transaction	Acquisition par Eductive SAS ou par toute autre filiale détenue à 100% constituée par Eductive SAS du Bloc de Contrôle de la Société détenu par Prologue annoncé le 3 février 2025
Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
Trésorerie Nette Ajustée	Trésorerie Nette ajustée du compte courant intragroupe envers Prologue, de l'affacturage, des provisions pour risques et charges et des titres mis en équivalence
UGT	Unité Génératrice de Trésorerie
Valeur d'Entreprise	Valeur des activités opérationnelles
Valeur des Capitaux Propres	Valeur des fonds propres
VCP	Valeur des Capitaux Propres
VE	Valeur d'Entreprise
VT	Valeur Terminale

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 25 février 2025[1] par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société M2i (« **M2i** » ou la « **Société** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« **OPAS** ») suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » ou « **RO** ») (ensemble l' « **Offre** ») initiée par Abilways SAS (« **Abilways** » ou l' « **Initiateur** »), filiale d'Eductive SAS[2] (« **Eductive** »), au sein du réseau Skolae, sur les actions de M2i, dont la société Prologue était l'actionnaire de référence.

L'Offre a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint de M2i, Prologue et Skolae en date du 3 février 2025[3] (le « **Communiqué** »), à l'occasion de la signature d'une promesse d'achat en vue de l'acquisition par Eductive ou par toute autre filiale détenue à 100% constituée par Eductive, de l'intégralité des 3.458.673 actions M2i représentant 59,94% du capital de la Société (le « **Bloc de Contrôle** ») détenues par Prologue (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** » ou la « **Transaction** ») au prix de 8,50 € par action (sous réserve de toute distribution) (le « **Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle** »), valorisant le groupe M2i à environ 49 M€[4].

Aux termes d'un communiqué conjoint du 14 mars 2025 de M2i, Prologue et Skolae[5], Abilways et Prologue ont annoncé avoir conclu un contrat en vue de l'acquisition par Abilways auprès de Prologue du Bloc de Contrôle (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle** »), au Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, après information et consultation des instances représentatives du personnel de Prologue et de M2i, la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle restant soumise à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en France. Suite à la levée de cette condition suspensive le 27 mars 2025 (§ 2.7), l'Acquisition du Bloc de Contrôle est intervenue le 31 mars 2025[6].

L'Initiateur et la Société doivent désormais soumettre le projet d'Offre à l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »)[7] par le dépôt auprès de l'AMF respectivement du projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») et du projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »)[8].

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l' « **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de M2i dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), au regard des conditions financières de l'Offre résumées dans le Communiqué et détaillées dans le Projet de Note d'Information, soit, en ce qui concerne le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur pour l'action M2i (l'« **Action** » ou collectivement les « **Actions** »), **8,50 €** par Action (le « **Prix de l'Offre** ») correspondant au Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

---

[1] M2i, « *Désignation d'un expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions M2i* », 25 février 2025.
[2] Eductive SAS est contrôlée par Eduinvest SAS.
[3] Projet d'acquisition d'un bloc majoritaire d'actions M2i par Skolae, qui serait suivie du dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée sur les actions M2i à un prix de 8,50 euros par action », 3 février 2025.
[4] Nombre total d'actions composant le capital de M2i : 5.769.985 actions x 8,50 €.
[5] Skolae, Prologue, M2i, « *Signature du contrat d'acquisition d'un bloc majoritaire d'actions M2i entre Prologue et Skolae* », 14 mars 2025.
[6] Skolae, Prologue, M2i, « *Acquisition effective par Abilways du bloc majoritaire d'actions M2i auprès de Prologue, préalablement au dépôt par Abilways d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions M2i suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire – Changements dans la gouvernance de M2i* », 31 mars 2025.
[7] L'Acquisition du Bloc de Contrôle ayant conduit au franchissement directement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société par l'Initiateur, le dépôt de l'Offre revêt un caractère obligatoire, conformément à l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier.
[8] La procédure de dépôt du projet d'Offre relève des dispositions de l'article 231-26 2° du règlement général de l'AMF ; en l'espèce, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note d'Information en Réponse seront déposés conjointement auprès de l'AMF.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07[9] et n°2006-08[10], ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15[11].

Comme mentionné dans le communiqué de presse de M2i en date du 25 février 2025, et conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition d'un comité ad hoc composé de trois administrateurs dont deux membres indépendants[12] (le « **Comité Ad Hoc** ») en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur le projet d'Offre (l' « **Avis Motivé** »).

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 25 février 2025, la Société nous a adressé[13] une lettre de mission en date du 4 mars 2025 précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre de mission, figurant en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ de :

- l'article 261-1 I 1°[14], 2°[15], 4°[16] et II[17] du règlement général de l'AMF ;
- l'instruction d'application AMF n°2006-07 ; et
- l'instruction d'application AMF n°2006-08, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15.

[9] « Offres publiques d'acquisition ».
[10] « Expertise indépendante ».
[11] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».
[12] En les personnes de :
- M. Emmanuel Cennelier, administrateur indépendant, en qualité de Président du Comité Ad Hoc ;
- M. Philippe Brun, administrateur indépendant ; et
- M. Olivier Balva, Président Directeur Général de M2i (jusqu'à sa démission le 31 mars 2025 suite à l'Acquisition du Bloc de Contrôle) et Président Directeur général de Prologue.

[13] En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.
[14] Dans la mesure où l'Initiateur contrôle la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, qui est effective avant le dépôt du projet d'Offre.
[15] Dans la mesure où :
- il est prévu, dans le cadre du projet d'Offre consécutif à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, que l'Initiateur propose la mise en place d'un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires d'actions de la Société attribuées gratuitement et en période de conservation, y compris à M. Olivier Balva, par la conclusion d'accords individuels consistant en des promesses d'achat et de vente ;
- des engagements d'apport, concernant des actions gratuites cessibles, ont été signés entre des cadres de la Société, y compris M. Olivier Balva, et l'Initiateur.

[16] Dans la mesure où :
- le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle a été signé entre l'Initiateur (en qualité d'acquéreur du Bloc de Contrôle), d'une part, et Prologue (en qualité de vendeur), d'autre part ;
- il est prévu qu'un mécanisme de liquidité soit mis en place par l'Initiateur en faveur des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement par la Société non disponibles à la clôture de l'Offre ; et
- des engagements d'apport, concernant des actions cessibles, ont été signés entre des cadres de la Société, y compris M. Olivier Balva, et l'Initiateur.

[17] Dans la mesure où l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions M2i si les conditions de détention de 90% du capital et des droits de vote de la Société étaient réunies à l'issue de l'Offre.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Société, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que des conseils juridiques de M2i, Prologue et Skolae[18] (les « **Conseils** »), et de l'établissement présentateur[19] de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »)[20].

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et répondons aux conditions fixées par l'article 261-4 du règlement général de l'AMF :

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 ;
- nous ne sommes jusqu'alors pas intervenus au sein du Groupe, et la fréquence de nos interventions avec l'Établissement Présentateur n'est pas susceptible d'affecter notre indépendance[21] ;
- nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains[22] et matériels[23] nécessaires à sa réalisation.

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08, une revue indépendante des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission[24].

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07 et n°2006-08, et de la recommandation AMF n°2006-15 (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 6**.

[18] Jeantet (conseil juridique de M2i et de Prologue) et Freshfields (conseil juridique de Skolae).
[19] Portzamparc, filiale du groupe BNP Paribas, qui, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.
[20] La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.
[21] Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.
[22] Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 5**.
[23] Nos ressources documentaires et bases de données sont mentionnées en **Annexe 6**.
[24] Les principes de la revue qualité sont exposés en **Annexe 12**.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de la Transaction et de l'Offre (l' « **Opération** »), des caractéristiques de l'Initiateur, des activités et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation, en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec la direction du Groupe[25] (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur, ont porté notamment sur :

- l'exploitation des informations publiques et réglementées et de la documentation complémentaire, de nature juridique, comptable et financière, concernant la Société et le Groupe, ainsi que Prologue en sa qualité d'ancien actionnaire de référence de M2i, utile à nos travaux ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration (2021 à 2025) et des décisions prises en assemblée générale (2021 à 2024) antérieurement au projet d'Offre ;
- la prise de connaissance de la stratégie du Groupe, de son positionnement et de son environnement concurrentiel, afin d'appréhender les opportunités et les menaces ainsi que les enjeux sectoriels auxquels il est confronté ;
- la prise de connaissance du processus de cession incluant des offres non engageantes ;
- l'analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de M2i et de Prologue permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'examen des notes les plus récentes des analystes en charge du suivi de l'Action ;
- l'analyse des performances et des investissements historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion disponibles ;
- l'analyse des tests de dépréciation d'actifs réalisés à fin 2022 et à fin 2023 aux bornes de Prologue ;
- la revue des travaux d'évaluation effectués dans le cadre de l'OPES 2021 et du projet d'Offre ;
- l'examen des dernières données budgétaires et des projections financières soumises au Conseil d'Administration, et la mise en perspective de ces prévisions avec les informations sectorielles, les performances historiques du Groupe, et à titre indicatif les informations prévisionnelles établies en 2021 dans le contexte de la prise de contrôle par Prologue de la société O2i et de sa filiale M2i par une offre publique d'échange simplifiée (l' « **OPES 2021** ») suivie d'une fusion avec O2i ;
- des extractions de nos bases de données financières et la mise en œuvre d'analyses comparatives permettant d'éclairer les modalités financières de l'Offre ;

[25] Dirigeants du Groupe avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle le 31 mars 2025, qui a entraîné le changement de direction générale, désormais exercée par M. Jonathan Azoulay, Président du Conseil d'Administration et Directeur Général de la Société, et par ailleurs Directeur Général de Société Parisienne de Management et d'Investissement, elle-même président d'Abilways.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- la valorisation multicritère de l'Action ;
- la mise en œuvre d'analyses de sensibilité aux paramètres de marché et aux hypothèses clés de la Direction ;
- l'appréciation des niveaux de primes extériorisées par le Prix de l'Offre sur les résultats de l'Évaluation Multicritère ;
- la comparaison des travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur avec l'Évaluation Multicritère ;
- l'étude des accords et opérations connexes à l'Offre, au sens du 2° et du 4° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF (les « **Accords et Opérations Connexes** ») ;
- l'examen du Projet de Note d'information et du Projet de Note d'Information en Réponse ;
- la prise en compte des observations formulées par un actionnaire de Prologue sur les termes de la Transaction et de l'Offre (l'« **Actionnaire de Prologue** »).

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'Avis Motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de sa réalisation (§ 2) ;
- l'environnement, les activités et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'Évaluation Multicritère (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- les observations formulées par l'Actionnaire de Prologue (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

2. Présentation de l'Offre

2.1. Parties à l'Offre

2.1.1. Société

M2i est une société anonyme sise Tour Aurore, 18-19 place des Reflets à Courbevoie (92400) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (« RCS ») de Nanterre sous le numéro 333 544 153. Son capital, qui s'établit à 576.998,50 €, se compose de 5.769.985 Actions d'une valeur nominale unitaire de 0,10 €, représentatives, à l'issue de la Transaction, de 6.226.858 droits de vote théoriques[26] (§ 2.3.1).

Les Actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris[27]. Depuis l'OPES 2021[28] et jusqu'à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le capital de M2i était détenu directement et majoritairement par la société Prologue[29], spécialisée dans les domaines du logiciel, des services informatiques et de la formation, à proportion de 3.458.673 Actions, soit 59,94% du capital de la Société. À l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, représentatif de l'ensemble des Actions détenues par Prologue, l'Initiateur détient désormais 59,94% du capital et 55,54% des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.3.1).

Créée en 1985, M2i est l'entité faîtière du groupe éponyme formé de la Société ainsi que de ses filiales et participations. Le périmètre de consolidation compte cinq entités, dont trois sont intégrées globalement (M2i, M2i Scribtel, M2i Skills), les deux autres étant mises en équivalence (M2i Certified Education Systems Espagne[30], DevUp).

Le Groupe est un acteur de référence en matière de formation professionnelle dans les domaines des technologies de l'information (IT), de l'intelligence artificielle (IA), du Management et des Soft Skills ; disposant d'un réseau de 35 agences sur l'ensemble de l'hexagone, il compte un portefeuille d'environ 4.200 clients et un effectif de plus de 250 salariés permanents. Ces moyens opérationnels et pédagogiques permettent au Groupe d'accompagner annuellement la montée en compétence de plus de 100.000 apprenants à l'appui de plus de 2.500 cursus pédagogiques proposés en présentiel, distanciel et hybride. Les activités du Groupe sont quasiment exclusivement réalisées en France.

2.1.2. Initiateur

Skolae, réseau d'établissements d'enseignement supérieur leader sur le marché français, délivre des diplômes de Bac à Bac+5[31], et dispense ses formations à plus de 21.000 étudiants répartis sur 25 campus et 11 villes en France. Son portefeuille compte plusieurs dizaines de titres recensés au Répertoire National des Compétences Professionnelles (RNCP) et diplômes visés par le ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche . Il bénéficie d'un large réseau de plus de 6.000 entreprises partenaires ainsi que 40.000 alumnis. Skolae forme

[26] Informations relatives au nombre total d'Actions et de droits de vote au 31 mars 2025.
[27] Code ISIN : FR0013270626, mnémonique : ALMII. Pour mémoire, les Actions M2i sont cotées depuis 2009 sur Alternext, devenu Euronext Growth.
[28] Pour mémoire, Prologue détenait avant l'OPE le contrôle de la société O2i, qui consolidait les activités de M2i. Les actionnaires de M2i se sont vu proposer d'apporter leurs titres à l'OPES 2021 initiée par Prologue, et suivie de la fusion-absorption d'O2i.
[29] Prologue est cotée sur le marché Euronext Growth (ISIN : FR0010380626, mnémonique : ALPRG).
[30] Pour mémoire, la société M2i Certified Education Systems Brésil a été liquidée en 2024.
[31] Diplômes en Management, Informatique et Numérique, Mode et Luxe, et Audiovisuel et Journalisme.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

également près de 60.000 salariés en formation continue *via* sa filiale Abilways[32]. L'Offre est initiée par Skolae au travers d'Abilways, filiale d'Eductive.

Abilways, société par actions simplifiée sise 18-24, rue Tiphaine à Paris (75015) et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 479 894 750, est l'entité faîtière d'un ensemble d'entités spécialisées dans la formation professionnelle, acquises par Eductive aux côtés du fonds d'investissement britannique Charterhouse Capital Partners en décembre 2023.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

L'Acquisition du Bloc de Contrôle, dont la réalisation est intervenue le 31 mars 2025 (§ 1), confère un caractère obligatoire à l'Offre du fait du franchissement par l'Initiateur des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société[33].

2.2.1. Objectifs de l'Opération

Comme mentionné dans le Projet de Note d'Information[34], l'acquisition de M2i par Skolae s'inscrit dans le prolongement de sa politique d'acquisition menée au cours des dernières années, et vise notamment à :

- élargir son offre dans le domaine de l'enseignement supérieur et de la formation continue ;
- étendre son marché adressable en renforçant la position de Skolae sur un marché adjacent à son activité historique ;
- créer une référence sur le marché de la formation continue par une couverture sectorielle et géographique complète et des marques de premier plan grâce aux expertises combinées de l'Initiateur et de M2i ;
- renforcer son équipe de direction grâce à l'expérience de l'équipe de M2i.

2.2.2. Termes de l'Offre

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire au Prix de l'Offre de 8,50 € par Action, correspondant au Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle stipule qu'en cas d'acquisition par l'Initiateur[35] d'Actions[36] à un prix supérieur au Prix de l'Offre au cours d'une période de douze mois à compter de la date de réalisation de la cession du Bloc de Contrôle, l'Initiateur paiera à Prologue et à chaque actionnaire ayant apporté ses titres à l'Offre[37], un complément de prix égal à la différence entre le prix des Actions le plus élevé payé par l'Initiateur sur cette période de douze mois et le Prix de l'Offre (le « **Complément de Prix** »)[38].

---

[32] Abilways a été cédée en décembre 2023 par Creadev, fonds d'investissement de la famille Mulliez, à GES-Eductive pour donner naissance à Skolae, qui regroupe désormais les réseaux GES-Eductive et Abilways ; l'acquisition d'Abilways a ancré Skolae sur le marché de la formation continue.
[33] Article L. 233-7 du Code de commerce.
[34] Projet de Note d'Information, § 1.2.3 « Motifs de l'Offre », p. 9.
[35] Ou l'un de ses affiliés.
[36] Dans le cadre de l'Offre, de la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire ou au travers des opérations sur le marché ou hors marché.
[37] Les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre n'auront pas droit au Complément de Prix.
[38] Projet de Note d'Information, § 2.2 « Complément de Prix », p. 14.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Le Projet de Note d'Information précise toutefois que l'Initiateur n'a pas l'intention d'acquérir d'Action à un prix supérieur au Prix de l'Offre au cours de cette période de douze mois et que, par conséquent, aucun Complément de Prix ne devrait être payé[39].

2.2.3. Intentions de l'Initiateur

L'Initiateur se réserve la possibilité de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire si les conditions[40] en sont réunies[41] (§ 1).

Il se réserve également le droit :

- d'examiner à l'issue de l'Offre la possibilité d'une fusion de la Société, ou d'autres entités du Groupe, avec l'Initiateur, ou d'un transfert d'actifs ou d'activités, y compris par voie d'apport ou de cession, entre la Société, ou d'autres entités du Groupe et l'Initiateur ou toute autre entité de ce type ;
- de procéder à toute autre réorganisation de la Société, ou d'autres entités du Groupe.

À ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été initiée concernant ces éventuelles opérations de fusion ou réorganisation[42].

En outre, l'Initiateur n'envisage pas d'acquérir d'Actions M2i à un prix supérieur au Prix de l'Offre sur une période de douze mois à compter de la date de réalisation de la cession du Bloc de Contrôle, de sorte que le Complément de Prix ne trouverait pas à s'appliquer (§ 2.2.2).

2.3. Périmètre de l'Offre

2.3.1. Répartition du capital et des droits de vote

Le Projet de Note d'Information[43] fait état de la répartition du capital et des droits de vote théoriques suivante, sur la base d'un capital de la Société composé de 5.769.985 Actions représentant 6.226.858 droits de vote théoriques[44].

Répartition du capital et des droits de vote théoriques

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Abilways (Initiateur)	3 458 673	59,9%	3 458 673	55,5%
M. Olivier Balva*	528 546	9,2%	707 879	11,4%
Autres*	1 761 510	30,5%	2 039 050	32,7%
Auto-détention	21 256	0,4%	21 256	0,3%
Total	**5 769 985**	**100,0%**	**6 226 858**	**100,0%**

* Y compris des Actions Gratuites en Période de Conservation

Source : Projet de Note d'Information

Il n'existe pas d'instrument dilutif.

[39] Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Contexte de l'Offre », p. 7.
[40] Détention par l'Initiateur de plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.
[41] Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre, à l'exclusion des Actions auto-détenues et des Actions Gratuites en période de conservation (§ 2.3.4), seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais.
[42] Projet de Note d'Information, § 1.3.5 « Fusion – Autres réorganisations », p. 13.
[43] Projet de Note d'Information, § 1.2.4 « Répartition du capital et des droits de vote de la Société », p. 9.
[44] Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques inchangé par rapport au 31 mars 2025. Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce comprises celles privées de droits de vote.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

2.3.2. Actions Gratuites en période de conservation

En date du 30 septembre 2022, le Conseil d'Administration a attribué des Actions dans le cadre d'un plan d'attribution d'Actions gratuites (le « **Plan d'AGA 2022** ») dont les principales caractéristiques sont présentées dans le Projet de Note d'Information[45] et résumées ci-après (les « **Actions Gratuites** »).

Suite à leur acquisition le 30 septembre 2024, 493.000 Actions Gratuites sont à ce jour en période de conservation (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** »).

Principales caractéristiques du Plan d'AGA 2022

Bénéficiaires	Salariés et mandataires de la Société ou de ses filiales
Date d'autorisation par l'assemblée générale	30-juin-22
Date d'attribution par le Conseil d'Administration	30-sept-22
Nombre d'actions acquises	493.000
Conditions d'attribution définitive des Actions Gratuites	Condition de présence (à l'exclusion du dirigeant mandataire social)
Période d'acquisition	2 ans
Date d'acquisition	30-sept-24
Période de conservation	1 an
Date de fin de période de conservation*	30-sept-25

** Période de conservation étendue pour les mandataires sociaux, à proportion d'une fraction égale à 10% des Actions attribuées, tant qu'ils restent dirigeants de la Société.*

2.3.3. Titres visés par l'Offre[46]

L'Offre porte sur les **1.797.056 Actions** non encore détenues par l'Initiateur, les Actions auto-détenues et les Actions Gratuites en Période de Conservation n'étant pas apportées à l'Offre (§ 2.3.4).

[45] Projet de Note d'Information, § 2.5 « Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites », p. 16-17.
[46] Projet de Note d'Information, § 2.4 « Nombre et nature des titres visés par l'Offre », p. 15-16.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

2.3.4. Titres non visés par l'Offre

L'Offre ne porte pas sur :

- les 3.458.673 Actions détenues par l'Initiateur ;
- les 493.000 Actions Gratuites en période de Conservation[47] ;
- les 21.256 Actions auto-détenues.

2.4. Financement de l'Opération[48]

Le montant total devant être payé par l'Initiateur, hors frais et commissions, s'établit à :

- 29,4 M€[49] au titre de la Transaction ;
- 15,3 M€[50] au titre de l'Offre.

L'Opération est financée sur les fonds propres de l'Initiateur et les lignes de financement d'Eductive.

2.5. Synergies[51]

Les synergies opérationnelles et économiques liées à l'Opération découleront de l'intégration de la Société au sein du réseau Skolae, en raison de complémentarités géographiques et sectorielles. La mutualisation d'infrastructures digitales et physiques, ainsi que le partage des portefeuilles clients viendraient renforcer cette dynamique.

Les bénéfices économiques de ces synergies n'ont toutefois pas pu être évalués à ce stade. Aux termes du Projet de Note d'Information, « *ils dépendront notamment de la capacité de matérialisation de ces synergies et du temps nécessaires à ces matérialisations, ainsi que de la traction commerciale notamment des formations Abilways en dehors d'Ile-de-France* » (§ 4.1.5).

2.6. Accords et Opérations Connexes

2.6.1. Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle[52]

Le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle conclu le 14 mars 2025 entre Abilways et Prologue détermine le prix du transfert du Bloc de Contrôle sur lequel le Prix de l'Offre est aligné (§ 6.1).

Il stipule en outre qu'en cas d'achat d'Actions par l'Initiateur ou ses affiliés à un prix supérieur au Prix de l'Offre dans les douze mois à compter de la date de réalisation de la cession du Bloc de Contrôle, le Complément de Prix, correspondant à la différence entre le prix le plus élevé payé par l'Initiateur sur cette période de douze mois et le Prix de l'Offre sera payé à Prologue et aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre (§ 2.2.2 et § 6.1). Au vu des intentions de l'Initiateur, le Complément de Prix ne devrait toutefois pas être payé (§ 2.2.3).

---

[47] Les Actions en période de conservation sont couvertes par les Contrats de Liquidité (§ 2.6.2).
[48] Projet de Note d'Information, 2.12 « Coûts et financement de l'Offre », p. 22.
[49] Nombre d'Actions acquises par la Transaction : 3.458.673 Actions (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre : 8,50 € (§ 2.2.2).
[50] Nombre d'Actions visées par l'Offre : 1.797.056 Actions (§ 2.3.3) x Prix de l'Offre : 8,50 € (§ 2.2.2).
[51] Projet de Note d'Information, 1.3.2 « Synergies – Bénéfices économiques », p. 12.
[52] Projet de Note d'Information, 1.2.1 « Contexte de l'Offre », p. 7.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

2.6.2. Contrats de liquidité[53]

Les 493 000 Actions Gratuites en Période de Conservation attribuées dans le cadre du Plan d'AGA 2022 actuellement sous engagement de conservation, ne peuvent pas être apportées à l'Offre avant l'expiration de cet engagement au 30 septembre 2025[54] (§ 2.3.2).

L'Initiateur s'est engagé à mettre en place des contrats de liquidité (les « **Contrats de Liquidité** ») permettant à leurs bénéficiaires de céder leurs Actions à l'issue de la période de conservation, étant précisé que ces Actions Gratuites en Période de Conservation ne pourront pas être visées par un éventuel retrait obligatoire (§ 1 et § 6.2).

2.6.3. Engagements d'apport

M. Olivier Balva et des cadres de la Société, détenant ensemble 643.593[55] Actions cessibles, se sont engagés à apporter leurs Actions à l'Offre conformément à des engagements d'apport conclus avec l'Initiateur (les « **Engagements d'Apport** »).

Il ne nous a été signalé aucun autre engagement d'apport.

2.6.4. Dispositions postérieures à l'Offre

Comme évoqué dans le Projet de Note d'Information[56] un mécanisme d'intéressement est envisagé par Skolae postérieurement à l'Offre au profit des managers en charge de l'activité de formation continue au sein d'Abilways et de M2i. L'objectif consisterait à leur faire bénéficier, « via *la souscription d'actions de préférence à leur valeur de marché, d'une quote-part de l'incrémentation de valeur du pôle formation continue* » depuis l'Acquisition du Bloc de Contrôle. À ce stade, aucune modalité n'a cependant été définie et les bénéficiaires de ce dispositif n'ont pas été recensés.

Il ne nous a été signalé aucune autre disposition postérieure à l'Offre.

2.7. Conditions suspensives

Les conditions requises pour l'Acquisition du Bloc de Contrôle ont été remplies (§ 1) :

- le communiqué conjoint de M2i, Prologue et Skolae du 14 mars 2025 confirme que les instances représentatives du personnel de Prologue et de M2i ont été dûment informées et consultées en amont de la conclusion du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle ;

- l'Acquisition du Bloc de Contrôle était contractuellement soumise à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en France qui est intervenue le 27 mars 2025. La réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc de Contrôle a donc pu intervenir le 31 mars 2025, comme indiqué dans le communiqué conjoint de Skolae, Prologue et M2i en date du 31 mars 2025[57].

[53] Projet de Note d'Information, 2.5 « Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites », p. 17-18.
[54] Sous réserve des cas de cessibilité anticipées prévus par les lois applicables
[55] 328.546 Actions concernant M. Olivier Balva et 315.047 Actions concernant les cadres de la Société.
[56] Projet de Note d'Information, § 1.4 « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue », p. 14.
[57] Skolae, Prologue, M2i, « *Acquisition effective par Abilways du bloc majoritaire d'actions M2i auprès de Prologue, préalablement au dépôt par Abilways d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions M2i suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire – Changements dans la gouvernance de M2i* », 31 mars 2025.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3. Présentation sectorielle et du Groupe[58]

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 3.1) et son environnement (§ 3.2), ainsi que ses performances historiques et sa structure bilancielle (§ 3.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

3.1. Présentation et positionnement de M2i

3.1.1. Historique du contrôle de M2i par Prologue

Fondé en 1986, Prologue est un acteur spécialisé dans l'édition de logiciels, les services IT et la transformation numérique. Cotée sur Euronext Growth depuis 1998, la société développe ses activités en France, en Espagne et en Amérique latine à travers ses différentes filiales.

En 2015, Prologue a pris le contrôle de la société O2i[59] et de sa filiale M2i, puis renforcé les liens capitalistiques avec ces dernières en réalisant l'OPES 2021 sur les titres M2i avant de fusionner avec O2i (§ 2.1.1).

Les activités opérationnelles de Prologue sont organisées autour de quatre principaux pôles :

- la formation[60] ;
- le *Cloud* ;
- les infrastructures[61] ; et
- les logiciels.

3.1.2. Facteurs historiques de croissance et de développement

Créé en 1985, le Groupe M2i est un acteur important de la formation continue en France. Spécialisé dans les formations en informatique, bureautique, digital et management, M2i exerce ses activités à travers un réseau de 350 collaborateurs et de 2.500 formateurs organisés autour de 35 centres détenus en propre répartis sur le territoire français[62].

Après l'entrée d'O2i, société d'ingénierie pour la production graphique numérique, au capital de M2i le 19 avril 2006[63], la Société a été introduite en bourse en juin 2009 sur le Marché Libre[64] de Paris, réalisant pour l'occasion une levée de fonds de 0,6 M€[65]. Le Groupe a procédé en septembre 2017 a un transfert de sa cotation vers Euronext Growth en levant 6,8 M€[66].

---

[58] Nos sources documentaires sectorielles figurent en **Annexe 6**.
[59] Prologue, « *Suite à la réalisation d'un apport par Financière Olano, Prologue détient désormais 39% du Capital d'O2i* », 21 juillet 2015.
[60] Par le biais de sa filiale M2i.
[61] Vente de matériels, logiciels associés et services de cyber sécurité.
[62] Site internet de la Société, mars 2025.
[63] Note d'information relatif à l'OPES initiée par Prologue sur les actions M2i, 6 juillet 2021.
[64] Devenu depuis lors Euronext Access.
[65] Boursier, « *O2i va faire coter sa filiale M2i sur le Marché Libre* », 11 juin 2009.
[66] Jeantet, « *Jeantet conseille M2i dans le cadre d'une levée de fonds de 6,8 M€ par placement privé et de son transfert de cotation sur Euronext Growth Paris* », septembre 2017.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Le Groupe a réalisé plusieurs opérations de croissance externe pour assurer son développement, avec notamment l'acquisition :

- en septembre 2013[67] de Bull Formation, spécialisée dans les systèmes numériques critiques ;
- en novembre 2017[68], de Formatic, organisme de formation basé à Bordeaux ;
- en octobre 2018[69], d'une prise de participation de 34% dans Ecsplicite, spécialiste de la formation distanciel en langues (cédée en février 2022[70]) ;
- en janvier 2019[71], d'une prise de participation de 34% dans DevUp, spécialiste de la formation en cyber sécurité.

M2i a obtenu la certification *QUALIOPI* en mars 2021[72], certification française attestant de la qualité des organismes de formation, instaurée dans le cadre de la loi *Avenir Professionnel* de 2018 et obligatoire depuis le 1er janvier 2022 pour tous les prestataires souhaitant bénéficier de financements publics ou mutualisés[73].

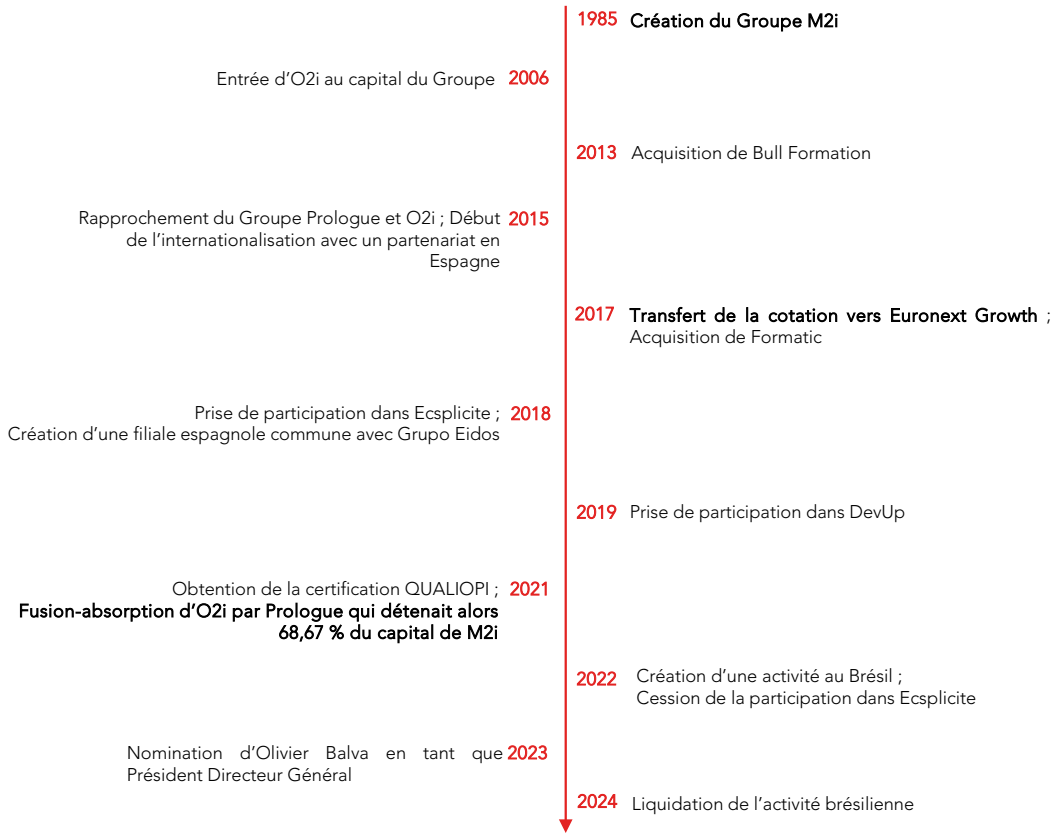
À la suite du rapprochement de Prologue et O2i intervenu en juin 2015[74] (§ 3.1.1), M2i a entamé un processus d'internationalisation de ses activités en signant tout d'abord un partenariat avec une filiale espagnole de Prologue en décembre 2015[75], puis en créant une filiale espagnole commune avec Grupo Eidos[76] en décembre 2018[77]. Une activité brésilienne a également été créée en 2022[78] avant d'être liquidée en mai 2024[79].

Après la réalisation définitive de la fusion-absorption d'O2i par Prologue en août 2021[80] (§ 2.1.1), entraînant la détention par Prologue de 68,67% du capital de M2i[81], M. Olivier Balva a été nommé Président Directeur Général du Groupe en juillet 2023[82].

[67] Formaguide, « *M2i acquiert Bull Formation* », septembre 2013.
[68] M2i, « *M2i Formation s'agrandit avec l'acquisition d'un centre à Bordeaux !* », 16 novembre 2017.
[69] M2i, Ecsplicite, « *Prise de participation stratégique dans le capital de la société de formation en langues Ecsplicite* », 15 octobre 2018.
[70] RFS 2022.
[71] M2i, « *Prise de participation stratégique dans la société DevUp spécialisée dans le conseil et la formation en cybersécurité* », 10 janvier 2019.
[72] M2i, « *Le Groupe M2i obtient la certification qualité pour ses prestations de formation* », 1er mars 2021.
[73] France Compétences, « *La loi avenir professionnel : l'exigence qualité* », 22 juillet 2019.
[74] Prologue, « *Prologue devient le premier actionnaire du Groupe O2i après avoir franchi le seuil de 25% du capital et des droits de vote de la société* », 5 juin 2015.
[75] Prologue, M2i, « *Mise en place des 1ères synergies entre Prologue et O2i. Création d'une entité M2i en Espagne* », 9 décembre 2015.
[76] Filiale du groupe Prologue.
[77] RA 2019.
[78] RA 2022.
[79] RFS 2024.
[80] Prologue, O2i, M2i, « *Succès de l'opération de renforcement capitalistique initiée par Prologue* », 12 août 2021.
[81] Source : RA 2021.
[82] M2i, « *Nomination de M. Olivier Balva au poste de Président Directeur Général du Groupe M2i* », 3 juillet 2023.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

La frise chronologique suivante retrace les étapes clés du développement du Groupe.



3.1.3. Positionnement sectoriel

M2i, en tant qu'acteur de la formation multimodale, propose des formations en présentiel, classes virtuelles, *e-learning*, et *blended-learning*[83].

Le Groupe opère quasi-exclusivement en France où il déploie un large choix de formations dans des domaines variés. Son catalogue de formation[84], regroupant 2.850 cursus[85], couvre notamment les domaines suivants :

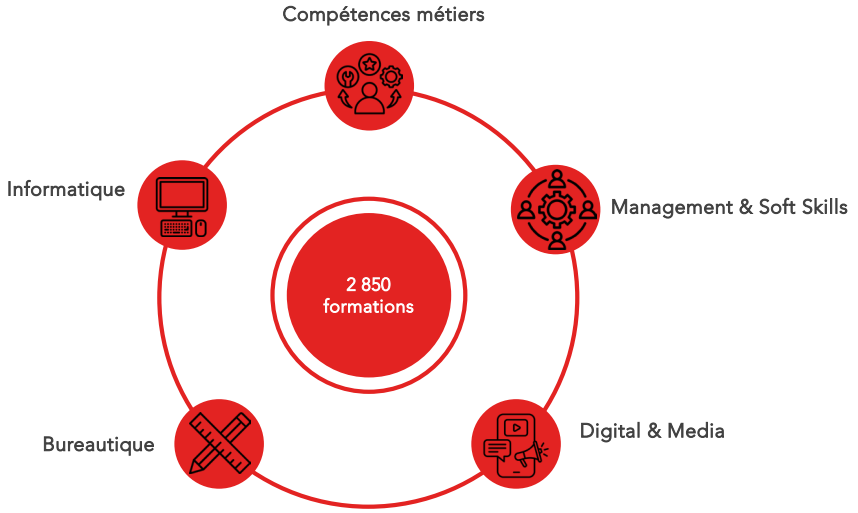
- **l'informatique** : à travers, entre autres, des formations sur les bases de données, le cloud, la cybersécurité, le développement, les réseaux et télécommunications, SAP[86] ;
- **la bureautique** : avec des formations à l'utilisation de logiciels bureautiques essentiels tels qu'*Excel*, *Word*, *PowerPoint*, ainsi que des formations sur *Office 365* et *Google Apps* ;

[83] Depuis de la crise sanitaire en 2020, M2i a fortement développé son offre à distance qui représente une partie importante de son chiffre d'affaires.
[84] Site internet du CPF, mars 2025.
[85] Site internet de la Société, mars 2025.
[86] Applications de systèmes et produits de traitement des données.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- **le digital et média** : par des programmes axés sur la culture digitale, les réseaux sociaux, la création ou la refonte de sites web, la PAO[87], les arts graphiques, la vidéo et le son ;
- **le management et les *soft skills*** : avec des formations dédiées au développement des compétences managériales, relationnelles et professionnelles, incluant l'efficacité personnelle, la gestion du stress, et la communication ;
- **les compétences métiers** : regroupant des formations spécifiques en gestion de projets, performance commerciale, marketing, achats, ressources humaines, droit du travail et relations sociales, et assistance administrative.

Face à l'essor de l'utilisation de l'intelligence artificielle dans les activités des entreprises, M2i dispense également des formations sur l'utilisation de ces nouveaux outils.



Source : Site internet de la Société

La clientèle du Groupe est composée d'environ 4.200 clients, parmi lesquels figurent non seulement des grands comptes (Covéa, ATOS, Sopra Steria), mais aussi des administrations (ministère de l'Intérieur, DGFIP[88]) et de nombreuses PME / ETI. M2i forme ainsi chaque année plus de 100.000 apprenants[89].

La clientèle du Groupe

Grands comptes	Administrations

[87] Publication Assistée par Ordinateur.
[88] Direction générale des Finances publiques.
[89] RFS 2024.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.2. Principales caractéristiques du secteur de la formation continue

3.2.1. Structure du marché et forces en présence

3.2.1.1. Le marché et ses acteurs

La dépense nationale en formation professionnelle[90] a atteint, en France, un montant estimé à environ 53 Md€[91] en 2024, marquant un repli de 4% par rapport à l'année précédente. Cette baisse s'explique principalement par la diminution des financements publics et par la stagnation des investissements directs des entreprises (§ 3.2.2.1.).

La contribution obligatoire des entreprises[92], directement indexée sur la masse salariale, a toutefois augmenté à la suite :

- des différentes revalorisations salariales actées en 2023[93] en ce qui concerne les agents publics, impliquant notamment l'augmentation générale du point d'indice[94] ; et
- des deux revalorisations du *Smic* appliquées par le gouvernement en 2024, tout d'abord augmenté de 1,13% au 1er janvier 2024[95] puis de 2,0% au 1er novembre 2024[96] pour s'établir, à ce jour, à 1.801,80 € brut mensuel.

L'activité du secteur est portée par 94.300 organismes de formation en 2023[97], organisés en deux grandes catégories :

- **les organismes privés** : pilier principal du marché, les organismes privés représentaient 98% de l'offre de formation en 2023[98]. L'offre privée est divisée en trois sous catégories :
  - **les organismes à but lucratif** : ces entreprises, telles que *Cegos*, *Orsys* ou *M2i*, représentent une part significative du marché (47% de l'offre globale et 51% des parts de marché en 2023) et se positionnent principalement sur la formation continue en entreprise et sur des formations à forte valeur ajoutée dans des domaines en croissance comme le numérique, la gestion ou la finance ;
  - **les organismes à but non lucratif :** regroupant des associations, des fondations ou des organismes sectoriels tels que l'*Aftral*[99] ou le *CESI*[100], ces structures ont souvent une mission d'intérêt général, sont particulièrement

[90] Xerfi, « *Les organismes de formation professionnelle* », février 2024 : « *La formation professionnelle désigne toute activité de formation pour les adultes, diplômante ou qualifiante, dispensée dans des établissements créés par des personnes physiques ou morales. Elle vise l'acquisition de connaissances et de compétences professionnelles en vue de l'exercice d'un métier ou de l'occupation, d'un emploi ainsi que l'adaptation des compétences aux évolutions du monde du travail* ».
[91] Xerfi, « *Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027* », février 2025.
[92] Le taux de la contribution légale à la formation professionnelle est de 1% de la masse salariale brute pour les entreprises de plus de 11 salariés.
[93] Gouvernement, « *Des mesures importantes de revalorisation des salaires pour les agents publics* », 13 juin 2023.
[94] La rémunération indiciaire des agents publics s'est ainsi vue augmentée en moyenne de 2,5%.
[95] Gouvernement, « *Revalorisation du Smic au 1er janvier 2024* », 9 janvier 2024.
[96] Gouvernement, « *Revalorisation du Smic au 1er novembre 2024* », 26 novembre 2024.
[97] Assemblée nationale, Annexe au projet de loi de finances pour 2025, « *Formation professionnelle* », 10 octobre 2024.
[98] Assemblée nationale, Annexe au projet de loi de finances pour 2025, « *Formation professionnelle* », 10 octobre 2024.
[99] Premier organisme de formation en transport et logistique en France.
[100] Groupe d'enseignement supérieur et de formation professionnelle proposant des formations en ingénierie, informatique, ressources humaines et management, principalement en alternance ou en formation continue.

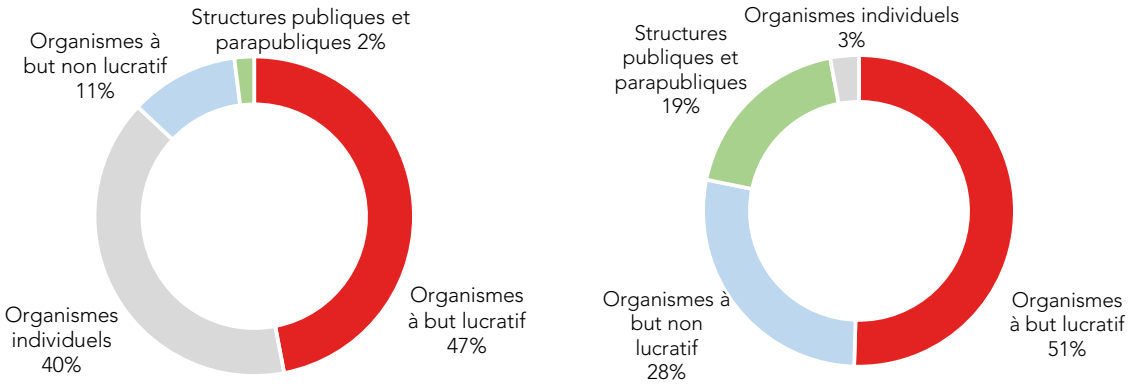
Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

présentes dans les formations techniques et professionnelles, et bénéficient fréquemment de financements publics ; elles représentent 11% de l'offre globale et 28% des parts de marché en 2023 ;

- **les organismes individuels :** constituant une part croissante du marché (40% de l'offre globale et 3% des parts de marché en 2023), les formateurs indépendants profitent d'une visibilité accrue favorisée par la digitalisation et par les plateformes de formation en ligne, mais limitée par leur capacité d'offre ;

- **les structures publiques et parapubliques :** ces organismes, tels que l'AFPA[101], le CNAM[102], le CNED[103] ou encore les Greta[104], jouent un rôle central dans la formation des demandeurs d'emploi et des agents de la fonction publique. Ils sont financés par l'État et les collectivités locales et offrent des formations accessibles à un large public. Ces structures représentent 2% de l'offre globale et 19% des parts de marché en 2023.

Segmentation de l'offre selon l'offre globale et la part de marché en France en 2023



Source : Assemblée nationale, Annexe au projet de loi de finances pour 2025

Le marché de la formation continue se caractérise par une concurrence accrue entre les acteurs historiques et de nouveaux entrants. Trois tendances majeures se dessinent :

- **l'offensive des établissements d'enseignement supérieur** : fortes de leurs ressources pédagogiques, les grandes écoles renforcent leur présence dans l'*Executive Education*[105], tandis que les universités développent des offres de formation continue à destination des salariés et demandeurs d'emplois ;

- **la diversification des acteurs offrant des services aux entreprises** : afin de compléter leurs gammes de services, certains acteurs du recrutement et du conseil intègrent désormais des offres de formation. Dans cet objectif, Proman, *leader* français et quatrième acteur européen sur le marché du travail temporaire et des ressources humaines, a par exemple fait l'acquisition en mars 2023 de la société Aksis Moovéus, spécialiste des évolutions et transitions professionnelles[106] ;

[101] Agence nationale pour la Formation Professionnelle des Adultes.
[102] Conservatoire National des Arts et Métiers.
[103] Centre National d'Enseignement à Distance.
[104] Groupements d'établissements publics locaux d'enseignement qui fédèrent leurs ressources humaines et matérielles pour organiser des actions de formation continue pour adultes. Les Greta font partie du ministère de l'Éducation nationale.
[105] Type de formation continue à destination des managers et dirigeants.
[106] Fusacq, « *PROMAN et AKSIS MOOVÉUS s'associent pour favoriser l'employabilité* », 30 mars 2023.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- **l'internalisation de la formation :** de nombreux grands groupes internalisent partiellement ou totalement le processus de formation de leurs collaborateurs afin d'en maîtriser le coût ; c'est par exemple le cas d'Airbus qui a ouvert en 2016 à Toulouse l'*Airbus Leadership University*, offrant des programmes de développement, des cours, des conférences et des ateliers à ses employés[107].

Les différents intervenants du secteur dispensent trois grandes catégories de formations[108] :

- **les formations qualifiantes** : elles permettent aux salariés, aux indépendants et aux demandeurs d'emploi d'acquérir des compétences immédiatement applicables, sans délivrer de diplôme ni de titre ; généralement de courte durée, elles s'achèvent par la délivrance d'une attestation de formation ;

- **les formations certifiantes** : conçues pour répondre aux besoins spécifiques des entreprises, elles délivrent un certificat de qualification reconnu par une branche professionnelle ;

- **les formations diplômantes :** classées par niveaux, elles aboutissent à l'obtention d'un diplôme reconnu par l'État, du CAP au master.

3.2.1.2. La clientèle et les financeurs du marché de la formation continue

Le marché de la formation professionnelle repose sur une diversité de clients aux besoins spécifiques, dont la segmentation se décline comme suit[109] :

- **les entreprises du secteur privé** : représentant une part prépondérante du marché, elles financent des formations pour le développement des compétences de leurs salariés, répondant aux enjeux de compétitivité, d'innovation et d'adaptation aux évolutions technologiques et réglementaires ;

- **les administrations publiques et parapubliques** : l'État et les collectivités locales investissent dans la formation continue pour leurs agents, notamment dans un objectif de modernisation des services et d'amélioration de l'efficacité administrative ;

- **les Organismes Gestionnaires des Fonds de la Formation (OGFF)** : ces entités, chargées de collecter, gérer et redistribuer les fonds dédiés au financement de la formation professionnelle, peuvent être publiques, à l'instar de l'administration du Compte Personnel de Formation (CPF)[110] (§ 3.2.2.1) et de *France Compétences*[111], ou privées (Opérateurs de Compétences (OPCO)[112] ;

[107] Airbus, « *Airbus Group Opens Leadership University In Toulouse* », 18 septembre 2016.
[108] Centre d'Information et de Documentation Jeunesse, « *Diplômante, qualifiante, certifiante ... Comment choisir sa formation ?* », 2 juillet 2014.
[109] Xerfi, « *Les organismes de formation professionnelle* », février 2024.
[110] Le CPF est un dispositif public, placé sous la tutelle du ministère du Travail, de la Santé, des Solidarités et des Familles, dont la gestion est assurée par la Caisse des Dépôts au titre d'une délégation de service public.
[111] France Compétences a une mission de répartition, de régulation et de pilotage stratégique des fonds de la formation.
[112] Organismes agréés par l'État, chargés de financer et d'accompagner la formation professionnelle. Il en existe onze, chacun couvrant des secteurs d'activités spécifiques.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- **les demandeurs d'emploi** : principalement pris en charge par France Travail et les Régions, les formations des demandeurs d'emploi visent à favoriser l'insertion professionnelle et à répondre aux besoins de main-d'œuvre des secteurs en tension ;

- **les autres organismes de formation** : ces organismes interviennent en sous-traitance des acteurs du marché ;

- **les particuliers** : représentant une part plus modeste du marché, cette clientèle est en progression grâce à des dispositifs tels que le CPF ; l'accessibilité accrue aux formations *via* les plateformes en ligne renforce cette tendance.

3.2.2. Perspectives du marché et stratégie des acteurs

3.2.2.1. La situation économique du secteur

Similairement aux dépenses globales en formation (§ 3.2.1.1.), le chiffre d'affaires des organismes de formation s'est contracté en 2024 (-5,0%) pour s'établir à 19,6 Md€[113]. Deux principaux facteurs expliquent ce recul :

- **Baisse du soutien gouvernemental** : dans un contexte de rationalisation des dépenses publiques, le budget alloué par l'État aux organismes de formation a diminué. Les principales mesures intervenues en 2024 et prévues par le Projet de Loi de Finances 2025, promulgué le 14 février 2025[114], sont les suivantes :

  - réduction de 505 M€ du budget 2024 de *France Compétences*, organisme public chargé de la régulation et du financement de la formation professionnelle et de l'apprentissage en France[115], et reconduite par le Projet de Loi de Finances 2025[116] ;

  - réforme du CPF intervenue par décret le 29 avril 2024[117], instaurant une participation financière obligatoire de 100 €[118] pour les participants, qui impacte directement la demande ;

- **Prudence des entreprises** : dans un contexte économique incertain, les entreprises cherchent à maîtriser leurs coûts de formation[119].

[113] Xerfi, « *Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027* », février 2025.
[114] Assemblée Nationale, « *Projet de loi de finances pour 2025* », 14 février 2025.
[115] Centre-Inffo, « *France compétences : un budget rectificatif en baisse de 505 millions* », 17 juin 2024.
[116] Sénat, « *Projet de loi de finances pour 2025 : Travail, emploi et administration des ministères sociaux* », 21 novembre 2024.
[117] Legifrance, « *Décret n° 2024-394 du 29 avril 2024 relatif à la participation obligatoire au financement des formations éligibles au compte personnel de formation* », 29 avril 2024.
[118] Le montant du reste à charge est revalorisé annuellement en fonction de l'indice mensuel des prix à la consommation.
[119] Le Monde, « *Embauches, investissements : les chefs d'entreprise dans le brouillard* », 14 novembre 2024.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.2.2.2. La mutation de l'offre

Face à l'intensification des mouvements de concentration, une régulation plus stricte et une baisse des investissements dans le secteur, les acteurs du secteur de la formation continue adaptent leur stratégie en activant plusieurs leviers :

- **Maximisation du coût horaire** : les organismes sont amenés à moduler le coût horaire en augmentant le prix des prestations ou en en diminuant la durée[120] ;
- **Diversification des formations** : les acteurs du secteur renouvellent notamment :
  - **le mix des formats (présentiel, distanciel ou mixte)** : le modèle distanciel affiche des coûts inférieurs à ceux du présentiel d'au moins 20%[121], grâce à plusieurs leviers d'optimisation des dépenses, dont la réduction des frais liés aux formateurs, moins nombreux dans un format digitalisé, la suppression des coûts logistiques et une diminution des dépenses matérielles. Outre ces réductions budgétaires, son déploiement permet également d'atteindre simultanément un grand nombre d'apprenants et de conférer aux formations un fort degré de personnalisation ;
  - **les technologies et méthodes pédagogiques utilisées** : des outils numériques avancés tels que l'intelligence artificielle, la réalité virtuelle et l'*adaptive learning*[122] permettent d'améliorer l'efficacité des formations et de mieux répondre aux besoins individualisés des apprenants[123]. L'essor du *mobile learning* et du *micro-learning*[124] favorise également une approche plus flexible, adaptée aux contraintes des entreprises et des particuliers. En parallèle, le développement de formations interactives, basées sur des simulations immersives et des *serious games*[125], renforce l'engagement des participants et optimise l'acquisition des compétences ;
  - **le catalogue de formations dispensées** : les acteurs du marché de la formation continue s'adaptent également à la demande en développant des programmes en lien avec les nouvelles compétences recherchées (intelligence artificielle, décarbonation, RSE,...).

[120] Xerfi, « *Les organismes de formation professionnelle* », février 2024.
[121] RH Matin, « *Quel est le coût du digital learning ?* », 29 juin 2017.
[122] Le Monde, « *L'adaptative learning, une révolution dans l'enseignement* ? », 20 mai 2021.
[123] Koïno, « *Adaptive Learning et Intelligence Artificielle : comment la personnalisation révolutionne l'éducation* », 30 octobre 2024.
[124] Newton Agence, « *Qu'est-ce que le mobile learning ?* », 28 février 2025.
[125] Newton Agence, « *Serious game : définition et applications dans la formation* », 5 février 2025.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.2.2.3. L'essor de l'intelligence artificielle

L'intelligence artificielle (l'« IA ») transforme en profondeur le paysage professionnel et redéfinit les besoins en compétences des entreprises. Jusqu'à 40% des tâches professionnelles pourraient en effet être automatisées d'ici 2027[126], plaçant la formation au centre des stratégies d'adaptation des entreprises.

L'offre de formation en intelligence artificielle commence à se structurer autour de partenariats stratégiques. En décembre 2024, Docaposte et Lefebvre Dalloz ont ainsi annoncé la création d'un catalogue dédié aux usages de l'IA dans le secteur public[127].

Parallèlement, l'IA générative transforme également les méthodes d'apprentissage et l'organisation des formations elles-mêmes. En septembre 2024, environ 60% des formateurs n'avaient pas encore intégré cette technologie dans leurs pratiques pédagogiques[128], malgré ses bénéfices en matière de productivité et de personnalisation des contenus. En automatisant la création de supports, en générant des exercices interactifs et en adaptant dynamiquement le parcours des apprenants, l'IA générative constitue un levier de différenciation majeur pour les organismes de formation.

Dans ce contexte, les organismes de formation qui sauront structurer une offre pertinente et accessible se positionneront comme des acteurs incontournables de cette transformation.

3.2.2.4. Les chiffres financiers clés du secteur

L'activité des organismes de formation privés à but lucratif se caractérise notamment par :

- des achats et charges externes élevés, s'expliquant par un recours accru à la sous-traitance et aux formateurs indépendants de la part des organismes de formation, notamment pour contrôler et alléger leur masse salariale ; en 2024 ce poste représentait environ 50% du chiffre d'affaires d'un panel de sociétés évoluant sur ce marché en France[129] ;

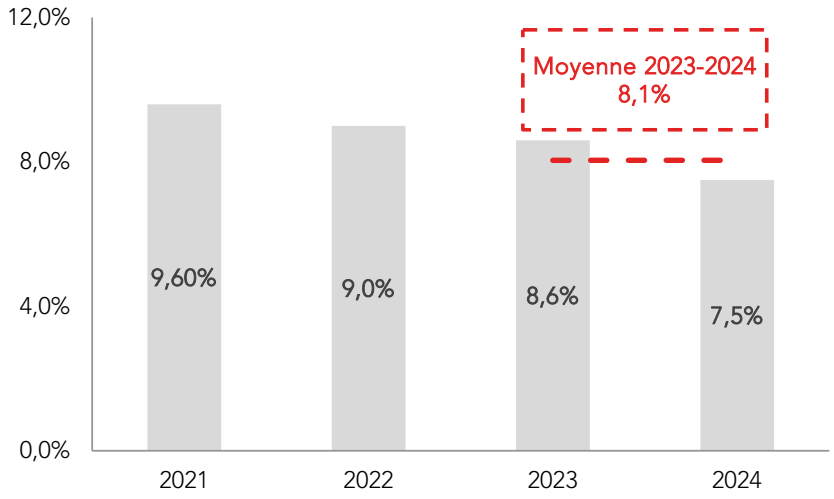
- des frais de personnel élevés, dans la mesure où la formation continue reste un métier mobilisant d'importantes ressources humaines ; ce poste de dépenses représentait 40% du chiffre d'affaires du panel susmentionné ;

- un taux d'excédent brut d'exploitation représentant 7,5% du chiffre d'affaires 2024 du panel susmentionné, en érosion depuis 2022 et principalement impacté par la politique de financement public restrictive et par la stagnation des investissements des entreprises dans la formation (§ 3.2.2.1).

[126] World Economic Forum, « *Future of Jobs Report 2025* », 7 janvier 2025.
[127] Lefebvre Dalloz, « Lefebvre Dalloz et Docaposte lancent une offre de formations en intelligence artificielle dédiée au secteur public », 18 novembre 2024.
[128] Xerfi, « *Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027* », février 2025.
[129] Xerfi, « *Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027* », février 2025.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Évolution du taux d'excédent brut d'exploitation du panel d'organismes de formation privés à but lucratif (%)



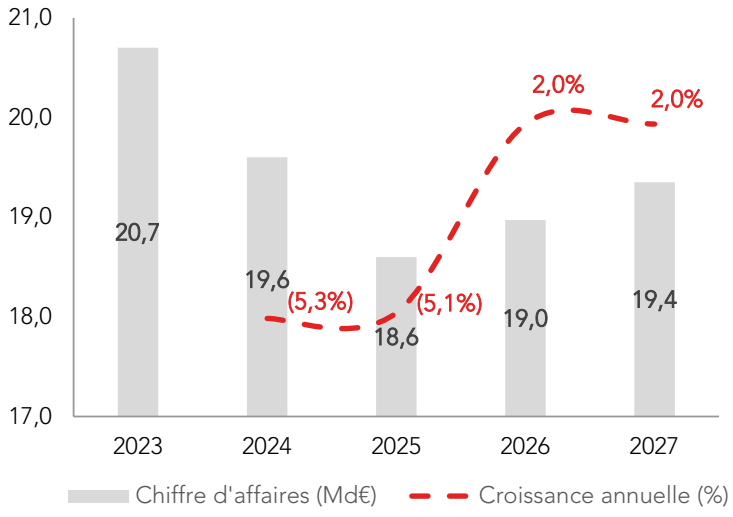
Source : Xerfi, « Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027 », février 2025

3.2.2.5. Les prévisions du marché

L'activité des acteurs de la formation continue devrait continuer à être impactée par la baisse du financement public et par la stagnation des investissements des sociétés alloués à la formation ; une contraction de 5% de leurs revenus est ainsi attendue en 2025.

Après 2025, une reprise devrait s'opérer sur le marché, portée par la hausse des montants alloués par les entreprises à la formation, pour répondre notamment au besoin croissant de formation aux nouveaux outils digitaux et d'intelligence artificielle (§ 3.2.2.3). Bien que limitée par le maintien des restrictions budgétaires publiques, cette reprise devrait permettre aux acteurs de la formation continue de voir leur chiffre d'affaires progresser en 2026 et 2027 de 2%.

Évolution prévisionnelle du chiffre d'affaires et de la croissance des organismes de formation en France

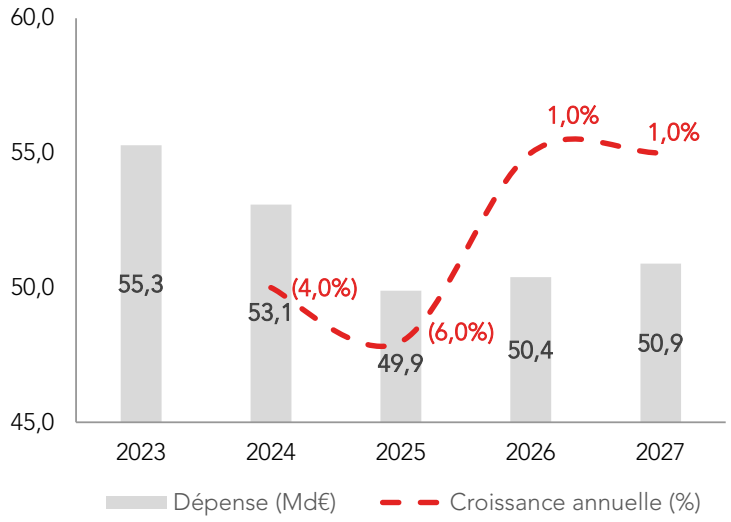


Source : Xerfi, « Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027 », février 2025

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

La dépense nationale en matière de formation devrait également légèrement croître en 2026 et 2027.

Évolution prévisionnelle de la dépense nationale et de la croissance en matière de formation professionnelle en France



Source : Xerfi, « Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027 », février 2025

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données ci-après sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec les dispositions du règlement ANC n° 2020-01 du 9 octobre 2020 relatif aux comptes consolidés applicable en France.

Les comptes du Groupe ayant été initialement établis selon le référentiel comptable international IFRS[130] jusqu'au 31 décembre 2021, nous présentons l'exercice 2021 *pro forma* afin d'en assurer la comparabilité avec les exercices ultérieurs. Pour des raisons d'homogénéité entre les normes comptables, nous limitons ainsi notre analyse à un historique de 4 ans.

Les performances du Groupe de 2021 à 2024, en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.3.1), ainsi que sa structure bilancielle du 31 décembre 2021 au 31 décembre 2024 (§ 3.3.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.3.3), sont présentés ci-après.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Le compte de résultat consolidé du Groupe sur les exercices 2021 à 2024 se présente comme suit.

[130] *International Financial Reporting Standards.*

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Compte de résultat

M€	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	**47,3**	**55,9**	**58,7**	**56,1**
% croissance	*n.a.*	*18,1%*	*5,0%*	*(4,4%)*
Autres produits d'exploitation	0,2	0,6	1,3	1,0
Revenus totaux	**47,5**	**56,5**	**60,0**	**57,1**
Achats consommés	(20,0)	(23,9)	(24,0)	(21,9)
Charges de personnel	(15,4)	(18,7)	(20,0)	(20,1)
Autres charges d'exploitation	(8,7)	(10,4)	(10,4)	(10,2)
Impôts et taxes	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)
Variations nettes des amortissements et des dépréciations	(1,2)	(0,7)	(1,9)	(1,1)
Résultat d'exploitation	**1,2**	**1,8**	**2,7**	**2,7**
% du chiffre d'affaires	*2,6%*	*3,3%*	*4,5%*	*4,8%*
Résultat financier	(0,2)	0,0	0,2	0,2
Résultat exceptionnel	(0,1)	0,3	(0,3)	(0,5)
Résultat avant impôts	**1,0**	**2,1**	**2,5**	**2,4**
% du chiffre d'affaires	*2,1%*	*3,8%*	*4,3%*	*4,2%*
Impôts sur les résultats	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,3)
Résultat net des entreprises intégrées	**1,0**	**2,1**	**2,3**	**2,1**
% du chiffre d'affaires	*2,2%*	*3,7%*	*4,0%*	*3,8%*
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
Résultat net de l'ensemble consolidé	*1,1*	*2,1*	*2,3*	*2,1*
% du chiffre d'affaires	*2,3%*	*3,7%*	*3,9%*	*3,7%*

Source : Société

3.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires et des autres produits d'exploitation

Après une progression soutenue de ses revenus en 2022 (+18%), traduisant un retour à la normale de l'activité à la suite de la crise sanitaire[131], le Groupe a connu une croissance de son chiffre d'affaires plus modérée en 2023 (+5%).

En 2024, le chiffre d'affaires du Groupe ressort à un montant de 56,1 M€, en retrait de 4,4%, principalement en raison de la diminution de l'investissement dans les formations des entreprises françaises, prudentes face à des conditions économiques incertaines. Le chiffre d'affaires réalisé au premier trimestre 2025 confirme cette tendance baissière, avec un recul de 20% par rapport au premier trimestre 2024 (10,35 M€ contre 12,97 M€)[132].

Le chiffre d'affaires du Groupe, réalisé à plus de 98% en France, provient principalement des prestations de formation, comptabilisées à leur réalisation, après prise en compte des éventuelles réductions commerciales accordées aux clients[133], ainsi que de refacturations de frais annexes.

Les autres produits d'exploitation, constitués en grande majorité de subventions d'exploitation, et accessoirement d'autres produits et de transferts de charges d'exploitation, sont en forte progression entre 2021 et 2023 en raison de la hausse des subventions[134] reçues par le Groupe.

[131] M2i, « *Poursuite d'une croissance soutenue au 1er trimestre 2022 avec une activité en hausse de +8,6%* », 12 mai 2022.
[132] M2i, « *Résultats annuels 2024 : Baisse de -17% de l'EBITDA et de -9,4% du résultat net – Chiffre d'affaires en recul de -20,20% au 1er trimestre 2025* », 25 avril 2025.
[133] Escomptes, rabais ou ristournes.
[134] Le Groupe a notamment reçu en 2024 une subvention de l'AFPA pour un montant de 200 K€ dans le cadre du développement d'un parcours complet pour l'emploi et, en 2023, une subvention Atlas d'un montant de 800 K€ liée à un projet de digitalisation, dont 560 K€ ont été perçus en 2023, le solde devant être réglé *in fine*, *i.e.* postérieurement à 2024.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.3.1.2. Évolution de la rentabilité opérationnelle

Nous présentons, ci-après, le passage du résultat d'exploitation à l'EBITDA[135], ainsi que l'évolution de l'EBITDA en valeur et rapporté au chiffre d'affaires consolidé.

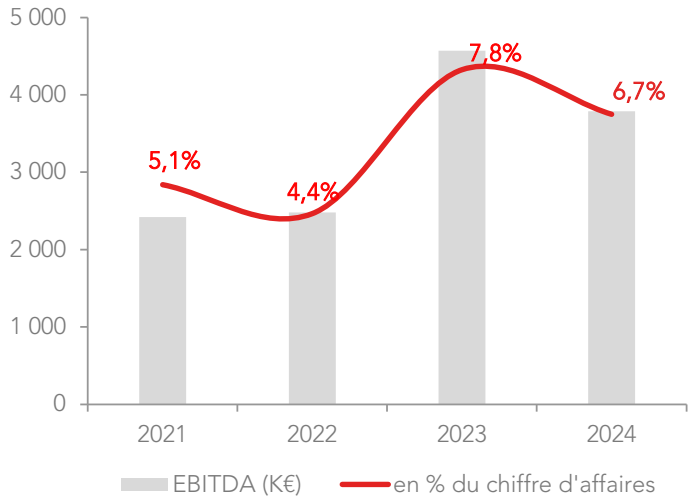
Détermination de l'EBITDA

M€	2021	2022	2023	2024
Résultat d'exploitation	1,2	1,8	2,7	2,7
Réintégration des D&A	1,2	0,7	1,9	1,1
EBITDA	2,4	2,5	4,6	3,8
% du chiffre d'affaires	*5,1%*	*4,4%*	*7,8%*	*6,7%*

Source : Société, analyses Ledouble

La baisse des dotations aux amortissements et dépréciations (D&A) en 2022 s'explique par un défaut de prise en compte des dotations et reprises de provisions sur les créances clients, qui a fait l'objet d'une correction en 2023.

Évolution de l'EBITDA du Groupe



Source : Société

En 2021, le Groupe a vu sa rentabilité opérationnelle dégradée par la crise sanitaire, avec une croissance du chiffre d'affaires qui s'est limitée à +3,1% par rapport au niveau d'avant crise, et une progression importante des charges d'exploitation (+29,4%) concernant plus particulièrement les achats consommés[136] et les charges de personnel.

La marge d'EBITDA constatée en 2022 (4,4%) s'avère plus faible qu'en 2021 (5,1%), dans la mesure où la progression du chiffre d'affaires n'a pas suffi à couvrir l'augmentation des charges opérationnelles[137].

[135] *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization.*
[136] Hausse notamment des achats d'études (+4,1 M€) et des charges liées à la rémunération des intermédiaires et honoraires (+0,5 M€).
[137] Hausse des achats d'études (+3,8 M€) et des charges de personnel (+2,3 M€).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

En 2023, le Groupe atteint un EBITDA de 4,6 M€, en hausse de 84% par rapport à 2022. Cette amélioration est portée par le niveau d'activité combiné à une bonne maîtrise des coûts[138], notamment des frais des formateurs externes, et l'obtention de la subvention Atlas[139] (§ 3.3.1.1).

La baisse de l'activité de l'exercice 2024 (-4,4%) (§ 3.3.1.1) n'a été que partiellement compensée par la diminution des charges opérationnelles[140] (-3,7%) faisant apparaître un EBITDA en régression de 17,1%, s'établissant à 3,8 M€ (6,7% du chiffre d'affaires).

3.3.2. Structure bilancielle

L'évolution de la structure bilancielle du Groupe au titre des quatre derniers exercices clos se résume comme suit :

Bilan simplifié

M€	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Ecarts d'acquisition	6,9	6,9	6,9	6,9
Immobilisations incorporelles	0,2	0,3	0,3	0,5
Immobilisations corporelles	1,9	2,8	2,9	2,6
Immobilisations financières	0,5	0,7	1,1	1,2
BFR	(1,3)	(1,5)	(2,8)	(1,3)
Impôts différés nets	0,5	0,4	0,4	0,4
Actif économique	***8,6***	***9,5***	***8,8***	***10,3***
Emprunts et dettes financières	(9,1)	(8,5)	(8,9)	(9,2)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	10,2	6,6	7,6	8,0
Endettement net comptable	***1,0***	***(1,9)***	***(1,2)***	***(1,2)***
Compte courant Prologue	10,4	14,4	17,1	17,8
Mises en équivalence	0,6	0,0	0,0	0,0
Provisions	(1,3)	(0,7)	(1,1)	(1,2)
Ajustement de l'endettement net comptable	***9,7***	***13,7***	***16,0***	***16,6***
Actif net - part du Groupe	19,4	21,3	23,6	25,7

Source : Société, analyses Ledouble

3.3.2.1. Écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles

Les écarts d'acquisition, d'un montant de 6,9 M€ au 31 décembre 2024, se rapportent aux différentes acquisitions réalisées par le Groupe, qui s'est structuré par croissance externe (§ 3.1.2). En l'absence d'indice de perte de valeur, aucun test de dépréciation d'actif par rapport à l'exercice précédent n'a été réalisé par le Groupe.

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 0,5 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 0,3 M€ au 31 décembre 2023, correspondent principalement à des logiciels informatiques.

3.3.2.2. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 2,6 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 2,9 M€ au 31 décembre 2023, comprennent des aménagements, des équipements techniques ainsi que du matériel de bureau et informatique. Le Groupe n'est pas propriétaire de ses actifs immobiliers.

[138] Le seul poste en progression significative en 2023 est celui des charges du personnel (+6,9%).
[139] Opérateur de compétences chargé de financer et d'accompagner la formation professionnelle dans les secteurs du numérique, de l'ingénierie, de la banque, de l'assurance et du conseil.
[140] Les charges de personnel ont notamment augmenté de 0,7% sur l'exercice 2024 malgré la baisse de l'activité.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.3.2.3. *Immobilisations financières*

Les immobilisations financières, d'un montant net de 1,2 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 1,1 M€ au 31 décembre 2023, représentent les dépôts de garantie liés aux contrats de location.

3.3.2.4. *Besoin en fonds de roulement*

Besoin en fonds de roulement

M€	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Clients	9,1	12,1	10,2	9,5
Fournisseurs	(7,9)	(9,8)	(8,9)	(6,4)
Créances et dettes fiscales et sociales	(4,0)	(4,6)	(5,9)	(6,2)
Autres créances et dettes	1,3	0,8	1,8	1,8
BFR	*(1,3)*	*(1,5)*	*(2,8)*	*(1,3)*
% du chiffre d'affaires	*(2,8%)*	*(2,7%)*	*(4,8%)*	*(2,4%)*

Source : Société, analyses Ledouble

Le BFR du Groupe est négatif notamment sous l'effet de la mise en place du programme d'affacturage sans recours. Il s'établit à 1,3 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 2,8 M€ au 31 décembre 2023, traduisant une amélioration de la gestion du poste clients et une optimisation des délais de paiement fournisseurs :

- les créances clients s'élèvent à 9,5 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 10,2 M€ au 31 décembre 2023, soit une diminution de 0,7 M€ reflétant une réduction des délais de paiement et une amélioration du recouvrement ;
- les dettes fournisseurs s'établissent à 6,4 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 8,9 M€ au 31 décembre 2023, du fait de la réduction des délais de paiement mentionnée *supra* ;
- les créances et dettes fiscales et sociales, d'un montant net de 6,2 M€ au 31 décembre 2024, s'élèvent respectivement à 1,9 M€ (dettes fiscales) et 4,3 M€ (dettes sociales).

Au 31 décembre 2024, l'encours des créances clients cédées à l'organisme d'affacturage s'élève à de 7,6 M€.

3.3.2.5. *Impôts différés nets*

Les impôts différés nets, qui présentent un solde actif à concurrence de 0,5 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 0,4 M€ au 31 décembre 2023, se rattachent aux reports fiscaux déficitaires à hauteur de 0,3 M€ et aux différences temporaires pour 0,2 M€.

3.3.2.6. *Endettement net comptable*

Les dettes financières, d'un montant de 9,2 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 8,9 M€ au 31 décembre 2023, correspondent aux emprunts bancaires (8,7 M€ *versus* 8,0 M€ au 31 décembre 2023) et au financement en crédit-bail (0,5 M€ *versus* 0,9 M€ au 31 décembre 2023).

Après prise en compte de la trésorerie (8,0 M€ *versus* 7,6 M€ au 31 décembre 2023), la trésorerie nette comptable s'élève à 1,2 M€ au 31 décembre 2024. Nous précisons que cette dernière n'intègre pas le compte courant débiteur vis-à-vis de Prologue (§ 3.3.2.7).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.3.2.7. Compte courant Prologue

Le Groupe possède un compte courant débiteur vis-à-vis de sa société mère Prologue d'un montant de 17,8 M€ au 31 décembre 2024.

Depuis 2011 la position de ce compte courant n'a cessé de croître, la Société participant, au travers de ce compte courant, au financement de Prologue.

Dans le cadre de l'Opération, Prologue s'est engagé à mettre un terme à l'ensemble des conventions de trésorerie avec le Groupe M2i, de sorte que l'intégralité du compte courant dû par Prologue à M2i a été remboursé à la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

À titre d'information, à la date de signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle, le compte courant s'établissait à 17,9 M€[141].

3.3.2.8. Titres mis en équivalence

Les titres mis en équivalence, d'un montant de 49 K€ au 31 décembre 2024 *versus* 30 K€ au 31 décembre 2023, correspondent aux participations dans DevUp et M2i CES Espagne, filiales du Groupe, à hauteur de 34% dans chacune d'elles (§ 2.1.1).

3.3.2.9. Provisions

Les provisions, d'un montant de 1,2 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 1,1 M€ au 31 décembre 2023, regroupent :

- les provisions pour pensions et retraites (0,7 M€ *versus* 0,6 M€ au 31 décembre 2023) ;
- les provisions pour risques et charges (0,5 M€ *versus* 0,4 M€ au 31 décembre 2023).

3.3.2.10. Engagements hors bilan

Les engagements hors bilan donnés, d'un montant de 19,2 M€ au 31 décembre 2024 *versus* 11,6 M€ au 31 décembre 2023, concernent :

- les locations immobilières (10,1 M€ *versus* 11,2 M€) ;
- le contrat de *LLD*[142] sur les véhicules (0,5 M€ *versus* 0,4 M€) ;
- les créances cédées non encaissées par Factofrance[143] (7,6 M€) ; et
- une caution sur un emprunt (0,9 M€).

[141] 7,6 M€ pour M2i et 10,3 M€ pour Scribtel, filiale consolidée de M2i.
[142] Location Longue Durée.
[143] Société d'affacturage.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

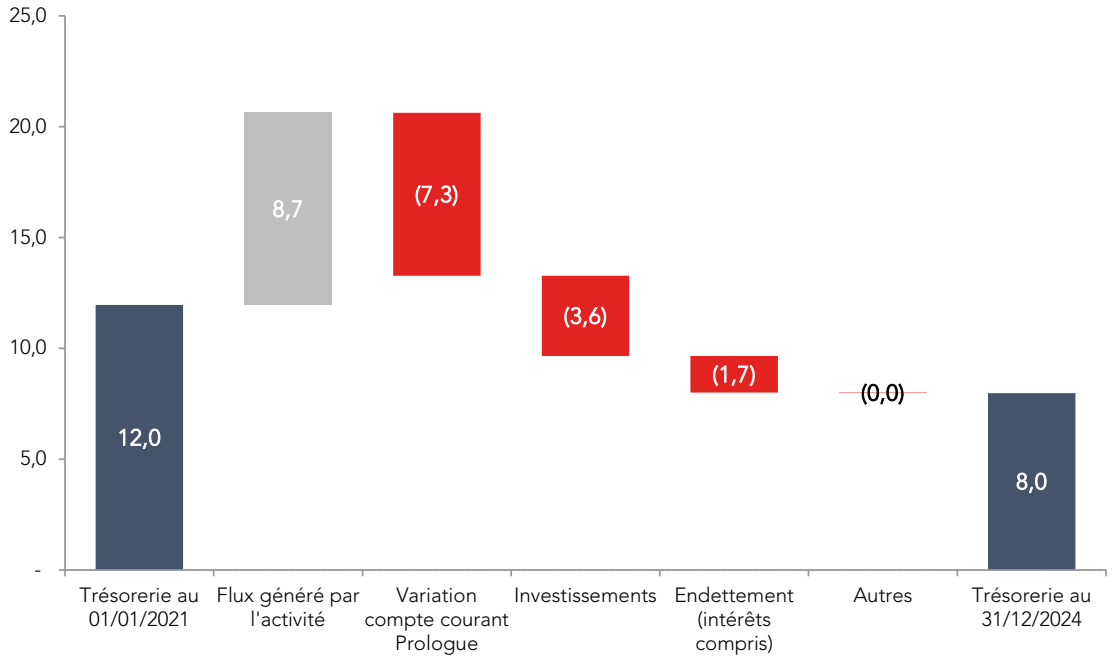
Les engagements hors bilan reçus, d'un montant de 4,9 M€ au 31 décembre 2024, identiques au 31 décembre 2023, correspondent à :

- la caution solidaire accordée par Prologue à M2i dans le cadre d'un bail commercial portant sur les locaux du Groupe situés à Courbevoie (4,8 M€) ; et
- la caution reçue de Prologue au profit de Immobilière Graham Bell dans le cadre d'un bail commercial entre M2i (preneur) et Immobilière Graham Bell (bailleur), portant sur des locaux dédiés à la formation situés à Metz (0,1 M€).

3.3.3. Flux de trésorerie

L'analyse des flux de trésorerie sur les quatre derniers exercices clos révèle que les flux générés par l'activité viennent principalement alimenter le compte courant du Groupe vis-à-vis de Prologue (§ 3.3.2.7).

Analyse des flux de trésorerie de 2021 à 2024 (M€)



Source : Société, analyses Ledouble

Depuis 2021, la Société a généré 8,7 M€ de trésorerie liée à son activité. Les ressources de trésorerie disponibles ont été allouées sur cette période :

- à hauteur de 58% au financement de Prologue (7,3 M€) ;
- à hauteur de 28% au financement des investissements (3,6 M€) ;
- à hauteur de 14% au service de la dette (1,7 M€).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe que nous avons relevés ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces

- Présence sur de nombreux domaines de formation, dont la formation en IA, moteur de croissance du marché
- Pluralité des canaux proposés (présentiel et virtuel)
- Implantation solide du réseau en France (35 centres)
- Clientèle diversifiée (grands comptes, administrations, PME/ETI)
- Plusieurs certifications, dont QUALIOPI, utiles à l'obtention de fonds publics
- Amélioration de la gestion des coûts, favorisant une progression des marges du Groupe

Faiblesses

- Activité exercée principalement à l'échelle nationale, limitant le potentiel de développement du Groupe
- Sensibilité importante aux investissements des entreprises alloués à la formation
- Dépendance à l'affacturage pour optimiser le financement du cycle d'exploitation
- Forte présence sur l'offre de formations en présentiel, plus coûteuse que l'alternative en classes virtuelles
- Dépendance importante aux formateurs externes

Opportunités

- Expansion du format digital afin de toucher un plus large public
- Développement de l'offre sur l'Intelligence Artificielle et de nouvelles méthodes de formation telles que le Blended Learning
- Mise à profit de l'Intelligence Artificielle générative afin d'améliorer la productivité du Groupe et la personnalisation des formations
- Opportunités de croissance externe et partenariats internationaux
- Possibilité d'expansion hors hexagone

Menaces

- Concurrence accrue avec l'entrée sur le marché des grandes écoles, des acteurs RH diversifiant leurs activités et montée des plateformes de formation en ligne
- Risque d'évolution réglementaire avec de nouvelles contraintes légales sur la certification et sur le financement des formations
- Volatilité économique face à la prudence des entreprises dans leurs dépenses de formation en période d'incertitude économique
- Réduction des financements publics (diminution du budget de France Compétences et réformes du CPF)

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.4) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère (§ 4.5).

4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

La Société établit ses comptes annuels et consolidés[144] selon les règles et principes comptables français.

Nous nous sommes référés aux comptes annuels[145] et aux comptes consolidés[146] au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024.

Bien que les notions d'EBITDA et d'EBITDAaL ne soient pas définies dans les référentiels comptables, nous les introduisons à titre indicatif afin de faciliter les comparaisons sectorielles.

L'EBITDA correspond généralement au résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements, provisions et autres éléments non courants, hors loyers.

L'EBITDAaL, quant à lui, intègre les loyers. Cet agrégat facilite la comparaison de la rentabilité opérationnelle en fonction des différents référentiels comptables[147], et s'avère utile pour l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.3).

Au cas d'espèce, l'EBITDAaL est équivalent à l'EBITDA en ce qui concerne le Groupe[148].

4.1.2. Date et paramètres d'évaluation

L'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Les données de marché ont été arrêtées au 15 avril 2025[149] ; nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que leur évolution n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

[144] Règlement ANC n° 2020-01 du 9 octobre 2020 relatif aux comptes consolidés.
[145] États comptables et fiscaux 2024.
[146] Comptes consolidés 2024.
[147] ANC 2020-01, IFRS, US Gaap.
[148] À la différence des normes IFRS, le référentiel comptable français n'impose pas de retraitement des loyers.
[149] À l'exception du rendement de marché et de la prime de taille qui ont été arrêtés au 31 mars 2025 dans la mesure où leur actualisation est mensuelle.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le 31 janvier 2025[150], dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur[151] (la « **Date de Référence** »).

Nous nous référons, pour le calcul de la Dette Nette Ajustée, à la date du dernier exercice clos le 31 décembre 2024 (§ 4.1.4).

4.1.3. Nombre d'Actions

En l'absence d'instrument dilutif émis par la Société, nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués sur la base du nombre total de titres en circulation (5.769.985 Actions), minoré de l'auto-détention (21.256 Actions), soit au total 5.748.729 Actions (§ 2.3.1).

4.1.4. Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres

L'Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur des activités opérationnelles (la « **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») à la valeur des fonds propres (la « **Valeur des Capitaux Propres** » ou « **VCP** ») du Groupe, la dette nette comptable ajustée de certains actifs et passifs ayant une incidence sur la valeur de l'Action, dont le compte courant débiteur envers Prologue, qui conduit à un volant de trésorerie nette (la « **Trésorerie Nette Ajustée** »).

La Trésorerie Nette Ajustée se compose au 31 décembre 2024 des éléments suivants :

- l'endettement net comptable (- 1,2 M€) (§ 3.3.2.6) ;
- la créance de compte courant intragroupe envers Prologue (+ 17,8 M€) (§ 3.3.2.7) ;
- l'affacturage (- 7,6 M€) (§ 3.3.2.4) ;
- les provisions pour risques et charges (- 1,0 M€)[152] (§ 3.3.2.9) ;
- les titres mis en équivalence pour leur valeur comptable (pour mémoire) (§ 3.3.2.8) ;

Trésorerie Nette Ajustée

M€	déc.-24
Emprunts et dettes financières	(9,2)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,0
Endettement net comptable	**(1,2)**
Compte courant Prologue	17,8
Affacturage	(7,6)
Provisions	(1,0)
Mises en équivalence	0,0
Ajustement de l'endettement net comptable	**9,2**
Trésorerie Nette Ajustée	**8,0**

Source : Société, analyses Ledouble

La Trésorerie Nette Ajustée s'établit ainsi à **8,0 M€** au 31 décembre 2024.

[150] La cotation de l'Action a été suspendue le 3 février 2025.
[151] « Projet d'acquisition de M2i par Skolae », 3 février 2025.
[152] Les provisions pour retraites ont été ajustées de l'économie d'impôts afférente.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.1.5. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

Nous avons obtenu le détail de la charge annuelle supportée par le Groupe du fait de la cotation de l'Action, et en avons déduit la valeur actuelle des gains économiques qui pourraient être réalisés dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et de la radiation des Actions ; cette économie de coûts s'avère peu significative.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres éléments chiffrés au titre des synergies et gains économiques liés à l'Opération, et il ne nous en a pas été communiqué, étant précisé que le Projet de Note d'Information[153] comporte la mention selon laquelle les bénéfices économiques que pourrait générer l'Opération, « *principalement sous la forme de synergies de complémentarité géographique et sectorielle qui permettraient d'élargir l'offre de formation et d'améliorer son efficacité* » et le renforcement de l'offre par « *la mutualisation de certaines infrastructures digitales ou physiques, ainsi que le partage de portefeuilles clients* », ne peuvent être estimés avec précision à ce stade ; « *il dépendront notamment de la capacité de matérialisation de ces synergies et du temps nécessaire à ces matérialisations, ainsi que de la traction commerciale notamment des formations Abilways en dehors d'Ile-de-France* » (§ 2.5).

Il nous a été confirmé par nos interlocuteurs que les différences entre l'Initiateur et M2i en termes d'implantation et de nature de formations ne permettent pas à ce stade de chiffrer les synergies potentielles liées au regroupement des deux entités.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable

Nous n'avons pas retenu la valorisation de l'Action par l'actif net comptable consolidé (« ANC »), qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe[154].

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 4,5 €[155] au 31 décembre 2024.

4.2.2. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (« ANR ») consisterait à corriger l'actif net comptable consolidé de l'ensemble des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. En l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4.2).

4.2.3. Actualisation des dividendes

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes (« DDM ») n'a pu être mise en œuvre.

[153] Projet de Note d'Information, § 1.3.2. « Synergies – Bénéfices économiques », p. 12.
[154] Le catalogue de formations, qui constitue l'un des actifs principaux du Groupe, n'est pas reconnu au bilan de la Société.
[155] Part des capitaux propres revenant au Groupe : 25,7 M€ (§ 3.3.2) rapportée au nombre d'Actions : 5.748.729 (§ 4.1.3).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Nous avons toutefois appliqué à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme (§ 4.4.2).

4.2.4. Références aux tests de dépréciation des actifs de Prologue

Conformément à la réglementation comptable, Prologue réalise annuellement des tests de dépréciation sur :

- les titres M2i Formation pour l'élaboration de ses comptes individuels ;
- l'UGT Formation[156] pour l'élaboration de ses comptes consolidés.

Dans ce contexte, Prologue réalise une évaluation multicritère du Groupe[157], dont nous avons obtenu la documentation au titre des exercices clos le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023[158].

Compte tenu notamment de l'antériorité de ces tests de dépréciation, l'évaluation multicritère sous-jacente ne peut, selon nous, être considérée comme représentative à ce jour d'une valeur fondamentale de l'Action.

Pour information, l'ajout de la Trésorerie Nette Ajustée (§ 4.1.4)[159] à la Valeur d'Entreprise déterminée dans le cadre des tests de dépréciation des actifs de Prologue au 31 décembre 2023 et au 31 décembre 2022[160] conduirait à une valeur de l'Action de respectivement **6,14 €** et **7,00 €**.

4.3. Références boursières

4.3.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le marché Euronext Growth Paris[161].

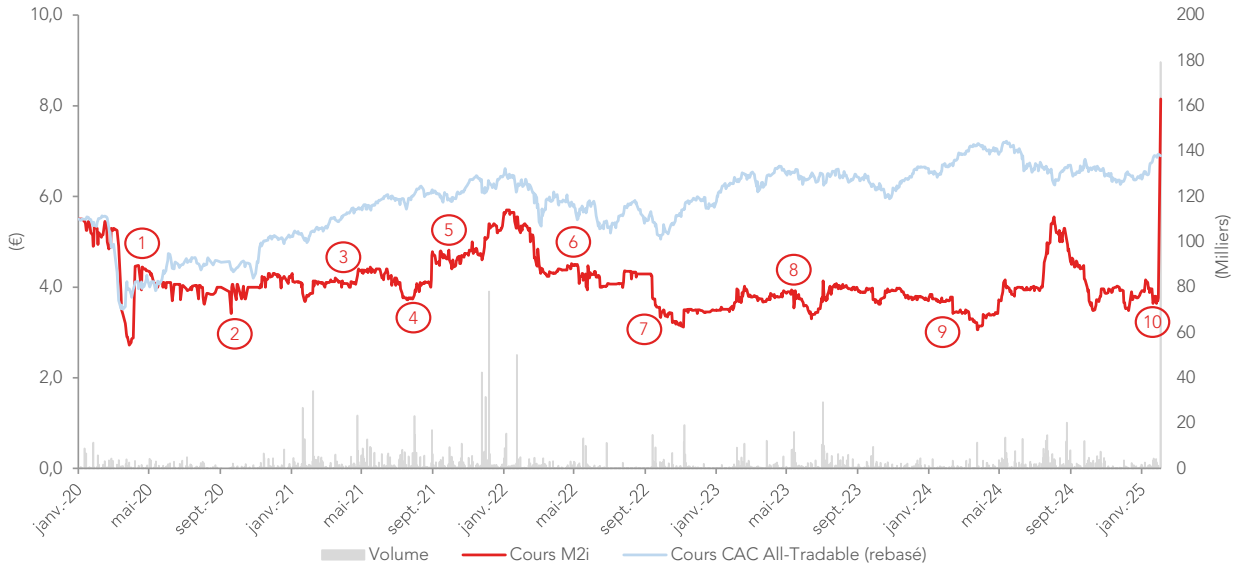
Nous nous référons, dans notre analyse du cours de bourse de l'Action, à la Date de Référence du 31 janvier 2025, dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur (§ 4.1.2).

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action parallèlement à celle de l'indice boursier français CAC All-Tradable (l' « **Indice de Référence** ») :

[156] M2i est assimilable à l'UGT Formation de Prologue.
[157] Sur le fondement d'une méthode d'évaluation intrinsèque et par référence au cours de bourse.
[158] Dans le contexte de la Transaction, la valeur des titres M2i Formation et de l'UGT Formation peut au titre de l'exercice 2024 être assimilée au Prix de l'Offre.
[159] Les tests de dépréciation et la Trésorerie Nette Ajustée se réfèrent à des dates différentes ; du fait, notamment, de cette approximation méthodologique, ces valeurs de l'Action ne sont qu'indicatives.
[160] Au travers de la méthode d'évaluation intrinsèque.
[161] Sous le code ISIN FR0013270626 ; mnémonique : ALMII (§ 2.1.1).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Analyse du cours de bourse de l'Action



Source : Bloomberg

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action durant cette période d'observation font ressortir :

- une performance du cours de l'Action inférieure à celle de l'Indice de Référence à partir de mai 2020 et jusqu'à l'annonce de l'Offre ;
- une montée progressive du cours de bourse après la publication en septembre 2021 des résultats semestriels 2021 marquant un rebond de l'activité, jusqu'à atteindre un pic en janvier 2022 ;
- un point bas en mars 2024, à la suite de la publication des résultats annuels 2023 et d'un chiffre d'affaires du quatrième trimestre 2023 inférieur aux attentes ;
- un cours de l'Action convergeant vers le Prix de l'Offre à la suite de l'annonce de l'Opération.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe et les avons positionnés ci-avant sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action :

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Évènements marquants

N°	Date	Évènements
1.	30-avr.-20	Publication des résultats annuels 2019 : chiffre d'affaires en hausse de 5 %, rentabilité impactée par une fin d'année difficile.
2.	30-sept.-20	Publication des résultats semestriels 2020 : activité impactée par la crise sanitaire, recul du chiffre d'affaires, adaptation à la formation en ligne.
3.	23-avr.-21	Publication des résultats annuels 2020 : retour progressif à la normale, forte progression des formations à distance ; Annonce de la reprise du projet d'OPE de Prologue sur M2i.
4.	28-juil.-21	Clôture de l'OPE simplifiée de Prologue sur M2i.
5.	30-sept.-21	Publication des résultats semestriels 2021 : rebond de l'activité avec +52,1 % de croissance du CA au S1.
6.	29-avr.-22	Publication des résultats annuels 2021 : croissance du chiffre d'affaires de +10 %, amélioration de la rentabilité.
7.	30-sept.-22	Publication des résultats semestriels 2022 : croissance constante de l'activité avec +14,9 % de croissance du CA au S1.
8.	27-avr.-23	Publication des résultats annuels 2022 : progression de la rentabilité (+50 % du résultat d'exploitation).
9.	12-févr.-24	Publication des résultats annuels 2023 : recul du chiffre d'affaires (-4,4 %).
10.	3-févr.-25	Annonce du projet d'acquisition par Skolae au prix de 8,50 €/action

Source : Société

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») de l'Action à la Date de Référence :

CMPV de l'Action

€	Date de Référence
	31-janv.-25
Spot (clôture)	3,76
20 séances	3,83
60 séances	3,83
120 séances	4,25
180 séances	4,36
250 séances	4,20
12 mois	4,20
Plus bas 12 mois	3,06
Plus haut 12 mois	5,55

Source : Bloomberg

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

En synthèse :

- l'Action a évolué dans une fourchette de **3,06 €** à **5,55 €** au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence, avec des CMPV compris entre **3,83 €** et **4,36 €** ;
- le cours de bourse s'est ajusté à un prix légèrement inférieur à celui de l'Offre (**8,18 €**) au lendemain de l'annonce de l'Offre ;
- le cours de bourse s'échange désormais autour de **8,40 €** ;
- aucun titre n'a été échangé à un prix supérieur ou égal au Prix de l'Offre durant cette période[162].

À titre informatif, nous présentons, ci-après, la rotation de l'Action sur les douze derniers mois précédant la Date de Référence, qui ressort approximativement à 28,9% par rapport au flottant :

Rotation de l'Action

	Date de Référence
	31-janv.-25
Volume échangé 12 mois	424 576
Flottant*	1 468 510
Rotation du flottant (%)	**28,9%**

** 1.761.510 Actions (§ 2.3.1) sous déduction des 293.000 Actions Gratuites en Période de Conservation (§ 2.3.2) non détenues par M. Balva*

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

4.3.2. Analyse des objectifs de cours

La référence aux cours de bourse cible est présentée à titre informatif, dans une fourchette de **5,83 €** à **7,80 €**[163] correspondant aux objectifs de cours, avant l'annonce de l'Opération[164], des deux analystes en charge du suivi du titre[165].

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

4.4.1. Transactions récentes sur le capital de la Société

M2i, Prologue et Skolae, par un communiqué de presse conjoint[166] (§ 1), ont annoncé la signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle intervenue le 14 mars 2025, portant sur l'achat, au prix de 8,50 € de l'intégralité des 3.458.673 Actions détenues par Prologue (§ 2.2.2 et § 2.6.1).

Cette référence transactionnelle, qui porte sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle, nous paraît devoir être prise en considération en tant qu'opération récente et fait générateur de l'Offre.

[162] L'Action a atteint son niveau maximum de 7,3 € en 2017.
[163] Avec une recommandation à l'achat.
[164] Les objectifs de cours des deux analystes ont depuis lors été ajustés sur le Prix de l'Offre.
[165] TP ICAP Midcap et Greensome Finance, auxquels la Société a recours dans le cadre d'une recherche sponsorisée.
[166] Skolae, Prologue, M2i, « *Signature du contrat d'acquisition d'un bloc majoritaire d'actions M2i entre Prologue et Skolae* », 14 mars 2025.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.4.2. Valorisation intrinsèque (« DCF »)

4.4.2.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flow* (DCF) repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles[167] générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles, ou Valeur d'Entreprise, est majorée, en l'espèce, de la Trésorerie Nette Ajustée (§ 4.1.4).

4.4.2.2. Plan d'Affaires

Nous avons exploité le Plan d'Affaires de la Société (le « **Plan d'Affaires** ») dont les projections couvrent la période 2025 à 2029 (la « **Période Explicite** »), approuvé par le Conseil d'Administration de la Société le 3 février 2025, avant d'être transmis à l'Initiateur[168].

Le Plan d'Affaires :

- a été établi fin janvier-début février 2025 par la Direction uniquement pour les besoins de l'Opération[169] ;
- se fonde sur les performances historiques[170] du Groupe, et n'exprime donc pas de stratégie à moyen terme prédéfinie et/ou préexistante à l'Opération ;
- s'appuie sur une vision *standalone*, à périmètre constant, *i.e.* sans intégrer d'éventuelles synergies liées au rapprochement avec Skolae.

Au vu de la conjoncture à fin janvier 2025 et du contexte macro-économique caractérisant l'année 2024, le Plan d'Affaires prolonge par conséquent les tendances historiques, alors même qu'en matière législative les dernières mesures et projets de réforme concernant la formation, d'une part, les incertitudes sur la situation économique en France, d'autre part (§ 3.2.2.5), sont susceptibles d'impacter l'activité.

Pour autant, le Plan d'Affaires anticipe une reprise progressive de l'activité en 2025, suivie d'une accélération pour renouer avec la croissance historique du Groupe en 2026 et 2027. L'EBITDAaL a été projeté en taux de marge sur la base de la performance historique du Groupe, en progression de 0,2% en 2029 par rapport à 2025.

---

[167] Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).
[168] Compte tenu du financement de l'Opération sur les fonds propres d'Eductive, l'Initiateur n'a pas été tenu de présenter des prévisions concernant M2i à un établissement financier (§ 2.4).
[169] L'établissement d'un plan d'affaires n'entre pas dans le cadre des procédures habituelles de la Société, qui se limitent à l'établissement d'un budget annuel.
[170] Dans la mesure où les prévisions se fondent sur les réalisations historiques, des subventions ont été implicitement modélisées dans le Plan d'Affaires, en ce compris le reliquat de la subvention Atlas (§ 3.3.1.1).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

i. Période Explicite

Les hypothèses de la Direction sous-jacentes à la Période Explicite sont les suivantes :

- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 3,7% ;
- un taux de marge d'EBITDAaL[171] de l'ordre de 8% du chiffre d'affaires ;
- un niveau d'investissement estimé à 2,5% du chiffre d'affaires ;
- un niveau de BFR, incluant la créance de compte courant Prologue correspondant à 24,4% du chiffre d'affaires ;
- un taux d'impôt sur les sociétés de 25,0%[172].

Les hypothèses ci-dessus ne reposant pas sur une stratégie à moyen terme prédéfinie, l'examen critique du Plan d'Affaires a notamment été effectué sur la base d'une comparaison avec les projections :

- telles que présentées dans le contexte de l'OPES 2021 ;
- sous tendant les tests de dépréciation des actifs aux bornes de Prologue ;
- établies par les analystes en charge du suivi du cours de l'Action.

Nous avons également rapproché le Plan d'Affaires avec, d'une part, les données sectorielles (§ 3.2.2.5) et, d'autre part, les réalisations historiques du Groupe commentées par la Direction (§ 3.3.1).

À l'issue de cette analyse, nous relevons que :

- les prévisions du Plan d'Affaires :
  - en termes de chiffre d'affaires, sont en retrait avec celles sous-tendant les tests de dépréciation des actifs de Prologue les plus récents au 31 décembre 2023 ; ce constat est à considérer au regard de la décroissance constatée en 2024 et sur le premier trimestre 2025 (§ 3.3.1.1) ;
  - en termes de profitabilité (EBITDA), sont plus optimistes que celles sous-tendant les tests de dépréciation des actifs de Prologue les plus récents au 31 décembre 2023, malgré la dégradation de la profitabilité observée en 2024 (§ 3.3.1.2) ;
  - tant en termes de chiffre d'affaires que de profitabilité, pour les années 2025 et 2026 sont supérieures aux anticipations des deux analystes en charge du suivi du cours de l'Action ;

[171] *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and amortization After Lease* – L'EBITDAaL correspond à l'EBITDA incluant les loyers ; cet agrégat facilite la comparaison de la rentabilité opérationnelle en fonction des différentes normes comptables (ANC 2020-01, IFRS, US Gaap), et s'avère utile pour l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.3). Au cas d'espèce, l'EBITDAaL est équivalent à l'EBITDA en ce qui concerne le Groupe (§ 4.1.1).

[172] L'écart entre le taux d'imposition de 25% sur la Période Explicite et le taux d'impôt en vigueur en France incluant la contribution additionnelle retenue en valeur terminale (cf. *infra* iii) couvre selon nous les déficits fiscaux, d'un montant peu significatif, subsistant au 31 décembre 2024 (§ 3.3.2.5).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- le Plan d'Affaires postule la poursuite des financements de l'État à la formation continue, alors que les anticipations du marché tablent sur une réduction des financements (§ 3.2.2.5), et sur une situation économique stable sans réduction notable du budget des entreprises alloué à la formation continue ;

- la croissance du chiffre d'affaires projetée dans le Plan d'Affaires est ambitieuse en comparaison à la fois de la croissance historique depuis 2022 (§ 3.3.1) et des perspectives de marché (§ 3.2.2.5), et table sur des gains de parts de marché ;

- le taux de marge d'EBITDAaL correspond à un niveau jamais atteint au cours des quatre dernières années (§ 3.3.1) ; il est supérieur à la marge sectorielle française en 2024 (§ 3.2.2.4), mais est en retrait par rapport à la moyenne de notre panel de Comparables Boursiers (Annexe 10), compte tenu de leurs caractéristiques (§ 4.4.3.1).

En synthèse, bien que ne reposant pas sur une stratégie préexistante à l'Opération, les trajectoires du Plan d'Affaires apparaissent raisonnables en comparaison des performances historiques, et ambitieuses au regard du marché et du contexte économique.

ii. Retraitement sur le BFR opéré par Ledouble

Sur la base du Plan d'Affaires, nous avons :

- retraité le compte courant Prologue du niveau de BFR sur l'ensemble de la Période Explicite ; cet ajustement n'a pas d'incidence sur la trésorerie disponible, hormis un impact à la hausse sur le flux de trésorerie en valeur terminale, dans la mesure où le montant du compte courant Prologue retraité est constant sur toute la période ;

- ajusté la variation de BFR de l'exercice 2025 afin de la rendre cohérente avec le niveau de BFR retraité au 31 décembre 2024 (§ 3.3.2.4) et celui anticipé au 31 décembre 2025 dans le Plan d'Affaires.

iii. Construction de la valeur terminale

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle de 2,0% ;

- un taux de marge d'EBITDAaL égal à 8,1% en ligne avec la dernière année de la Période Explicite ;

- un montant de D&A égal à celui des investissements à hauteur de 2,5% du chiffre d'affaires ;

- une variation du BFR en phase avec la croissance perpétuelle ;

- un taux d'impôt sur les sociétés en ligne avec le taux d'imposition actuellement en vigueur en France incluant la contribution additionnelle.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.4.2.3. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF), en privilégiant la méthode directe[173] qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a été déterminé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **3,3%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des Obligations assimilables du Trésor (« **OAT** ») 10 ans[174] ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **1,14**[175] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **5,7%**[176] ;
- une prime de taille, estimée à **2,0%**, afin de tenir compte du différentiel de taille existant entre M2i et l'échantillon de sociétés comparables retenu pour déterminer les coefficients beta[177].

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie ressort ainsi à **11,8%** :

Taux d'actualisation

Composants	
Taux sans risque	3,3%
Beta de l'actif économique	1,14
Rendement de marché	9,0%
Prime de risque	5,7%
Prime de taille	2,0%
Taux d'actualisation	**11,8%**

Source : Bloomberg, investing, analyses Ledouble

4.4.2.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **2,0%**, en ligne avec les perspectives d'inflation à long terme sur la France[178] et l'hypothèse retenue pour l'estimation du rendement de marché français selon notre modèle interne.

---

[173] La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du taux d'actualisation conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.
[174] Source : Investing.
[175] Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.3.1).
[176] Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Le rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** à fin mars 2025, sous déduction d'un taux sans risque de 3,3%, induit une prime de risque de **5,7%**.
[177] Sur la base du différentiel de rendement attendu sur les indices CAC *All Tradable* et *Euronext Growth* entre sociétés de capitalisations boursières différentes. Nous constatons en effet, au sein de ces indices, que le rendement implicite des grandes capitalisations boursières est, en moyenne, sensiblement inférieur à celui des sociétés cotées présentant une plus faible capitalisation boursière (source : Ledouble, mars 2025).
[178] Prévisions d'inflation publiées par le Fonds Monétaire International (« **FMI** ») pour la dernière année disponible, soit 2029.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.4.2.5. *Synthèse de la valorisation DCF*

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation (+/- 0,5%[179]) par rapport au taux d'actualisation de 11,8%) et du taux de croissance perpétuelle (+/- 0,25 % par rapport au taux de croissance normative de 2,0%) :

Analyse de la sensibilité de la valeur de l'Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation					*-0,25%*	*+0,25%*
	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%		
1,5%	6,61	6,36	6,13	5,93	5,74	*6,24*	*6,03*
1,8%	6,72	**6,46**	**6,22**	**6,00**	5,81	*6,33*	*6,11*
2,0%	6,83	**6,55**	**6,31**	**6,08**	5,88	*6,43*	*6,19*
2,3%	6,95	**6,66**	**6,40**	**6,16**	5,95	*6,53*	*6,28*
2,5%	7,08	6,77	6,50	6,25	6,03	*6,63*	*6,37*

- du taux d'actualisation (+/- 0,5% par rapport au taux d'actualisation de 11,8%) et du taux de marge d'EBITDAaL du flux normatif (« **VT** ») (+/- 0,5% par rapport au taux de marge d'EBITDA de 8,1%) :

Analyse de la sensibilité de la valeur de l'Action (€)

Taux de marge d'EBITDAaL VT	Taux d'actualisation					*-0,25%*	*+0,25%*
	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%		
7,1%	6,20	5,97	5,76	5,57	5,40	*5,86*	*5,66*
7,6%	6,52	**6,26**	**6,03**	**5,83**	5,64	*6,14*	*5,93*
8,1%	6,83	**6,55**	**6,31**	**6,08**	5,88	*6,43*	*6,19*
8,6%	7,15	**6,85**	**6,58**	**6,33**	6,11	*6,71*	*6,45*
9,1%	7,46	7,14	6,85	6,59	6,35	*6,99*	*6,72*

La valeur de l'Action s'inscrit dans une fourchette de **5,83 €** à **6,85 €**, autour d'une valeur centrale de **6,31 €**.

4.4.3. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples observés sur un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »), que nous présentons à titre seulement indicatif, compte tenu des disparités, notamment de taille, de marges et de perspectives de croissance, pour bon nombre d'entre eux, par rapport aux caractéristiques du Groupe et à son positionnement sur le marché français *stricto sensu* (§ 4.4.3.1).

4.4.3.1. *Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à M2i réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille et de zones d'implantation.

[179] À titre indicatif, nous avons également variabilisé le taux d'actualisation sur un pas de +/- 0,25%, qui illustre la sensibilité relativement limitée de la valeur de l'Action aux paramètres d'actualisation, compte tenu du poids de la trésorerie financière nette dans la valeur des capitaux propres du Groupe.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Nous avons étudié les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, et constitué un panel composé de plusieurs sociétés cotées européennes et américaines évoluant dans le secteur de la formation continue, dans son acception la plus large.

Les caractéristiques des Comparables Boursiers figurent en **Annexes 8 à 10**.

Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières[180]:

Capitalisation Boursière

Société	Pays	Cap. Boursière (M€)
Adtalem	États-Unis	3 537
Strategic Education	États-Unis	2 073
Universal Technical Institute	États-Unis	1 384
Coursera	États-Unis	1 146
Udemy	États-Unis	1 133
Lincoln Educational	États-Unis	487
American Public Education	États-Unis	370
Lumi	Norvège	70
Northcoders	Royaume-Uni	13
Moyenne		**1 135**

Source : Bloomberg

L'examen du profil et des multiples de Valeur d'Entreprise des Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- bien qu'acteurs du secteur de l'éducation, les Comparables Boursiers ne sont pas des *pure player* de la formation continue et, pour certains, opèrent sur des segments distincts (tels que l'enseignement académique[181], la formation technique diplômante[182] ou les plateformes d'apprentissage en ligne grand public[183]), avec un mix formation à distance/présentiel pouvant différer de celui de M2i ;

- les marges opérationnelles prévisionnelles des sociétés de notre panel, notamment celles des entités américaines, apparaissent sensiblement plus élevées que celles de M2i[184]. Les sociétés américaines bénéficient notamment :
  - d'un positionnement premium[185] leur permettant de pratiquer des tarifs élevés ;
  - d'un cadre réglementaire plus souple que celui des sociétés françaises, limitant les contraintes administratives et sociales pesant sur leur rentabilité ;
  - d'une dépendance moindre au financement public, autorisant une plus grande flexibilité tarifaire.

[180] En moyenne 3 mois.
[181] Adtalem, Strategic Education, American Public Education.
[182] Universal Technical Institute, Lincoln Educational.
[183] Coursera, Udemy.
[184] La moyenne des marges d'EBITDA prévisionnelles des sociétés américaines de notre panel apparaît deux fois plus élevée que la marge prévisionnelle de M2i sur la période 2025-2026.
[185] Aux États-Unis, la formation continue est souvent perçue comme un investissement personnel ou professionnel essentiel, ce qui permet aux entreprises de pratiquer des prix élevés.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- les perspectives de croissance des Comparables Boursiers sont majoritairement plus élevées que celles du Groupe[186], au regard d'un marché plus large et d'une demande plus soutenue, ainsi que d'une adoption plus avancée des formations digitales.

Ces différences de positionnement, de croissance et de marge constatées entre M2i et le panel de Comparables Boursiers limitent, en l'espèce, la pertinence du recours à la méthode des Comparables Boursiers que nous présentons en conséquence seulement à titre d'information.

4.4.3.2. Modalités de calcul des multiples de Valeur d'Entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe en fonction du seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ; nous avons toutefois procédé à une analyse de régression entre les multiples de chiffre d'affaires et les niveaux de marge d'EBITDAaL (§ 4.4.3.3) ;

- de résultat net (« **PER** »), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples d'EBITDAaL et d'EBIT pour les années 2026 à 2027, qui ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires.

S'agissant de l'année 2025, la pertinence des multiples nous paraît limitée, dans la mesure où le taux de croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur cette année est en net retrait par rapport à celui du panel de Comparables Boursiers ; ce constat tend mécaniquement à biaiser la valeur de l'Action. En conséquence, nous affichons, ci-après, les résultats obtenus au titre de l'exercice 2025 sans toutefois les retenir dans nos fourchettes de valorisation[187].

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples de chacun des Comparables Boursiers :

- à la capitalisation boursière moyenne des 3 derniers mois précédant le 15 avril 2025 ajustée de l'endettement financier net[188] ;

- aux estimations d'EBITDAaL et d'EBIT[189] issues des consensus d'analystes.

---

[186] La moyenne des marges prévisionnelles des sociétés de notre échantillon est deux à trois fois supérieure à celle de M2i sur la période 2025-2026.

[187] Nous avons à titre d'information ajusté les multiples boursiers 2025 afin de tenir compte du différentiel de croissance de l'exercice 2025 attendue entre les Comparables Boursiers et la Société.
L'ajustement a été réalisé sur la base du modèle H, extension du modèle de Gordon-Shapiro, conçu pour mieux refléter la valeur des entreprises en transition entre une phase de croissance forte et une phase de croissance stable. Les multiples ainsi ajustés extériorisent une décote comprise entre (10%) et (15%) des multiples médians issus de nos bases de données.

[188] L'endettement net des Comparables Boursiers a été corrigé de l'impact de la norme IFRS 16 « Contrats de location » (sociétés européennes) et des dettes de crédit-bail (sociétés américaines) afin d'obtenir, dans la détermination des multiples, une valeur d'entreprise au numérateur en cohérence avec les agrégats retenus au dénominateur.

[189] Les estimations d'EBITDA des sociétés européennes de notre panel ont été corrigées de l'impact de la norme IFRS 16. Nous ajustons ainsi les agrégats d'EBITDA estimés par les analystes de la dotation aux amortissements et de la charge financière afférentes aux redevances de crédit-bail et aux loyers afin d'obtenir un EBITDAaL qui puisse être rapproché de l'EBITDA du Groupe.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Par symétrie avec la prime de taille retenue dans le taux d'actualisation en DCF (§ 4.4.2.3), nous tenons compte en valorisation analogique d'une prime de taille[190] (20%)[191] représentative du différentiel de taille important entre le Groupe et la plupart des Comparables Boursiers.

4.4.3.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

En synthèse, nous présentons ci-dessous, seulement à titre information, la valeur de l'Action par l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers :

Comparables Boursiers - Valeur par Action

M€	EBITDAaL			EBIT		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Multiple médian	10,1x	7,3x	6,0x	12,7x	9,8x	8,2x
Décote de taille	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Agrégat	5	5	5	3	3	3
Valeur d'Entreprise	**37**	**28**	**24**	**32**	**26**	**23**
Trésorerie Nette Ajustée	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)
Valeur des Capitaux Propres	**45**	**36**	**32**	**40**	**34**	**31**
Nombre d'Actions (M)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Valeur par Action	**7,81 €**	**6,21 €**	**5,61 €**	**6,99 €**	**5,84 €**	**5,38 €**

La valeur de l'Action par la méthode des Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de **5,38 €** à **6,21 €**.

À titre indicatif et afin de prendre en considération le volume d'affaires tout en tenant compte du différentiel de rentabilité entre le Groupe et les Comparables Boursiers, nous avons mené une analyse de régression entre le multiple de chiffre d'affaires des Comparables Boursiers et leur taux de marge d'EBITDA 2026. Nous observons à cet égard une corrélation entre ces deux variables[192] :

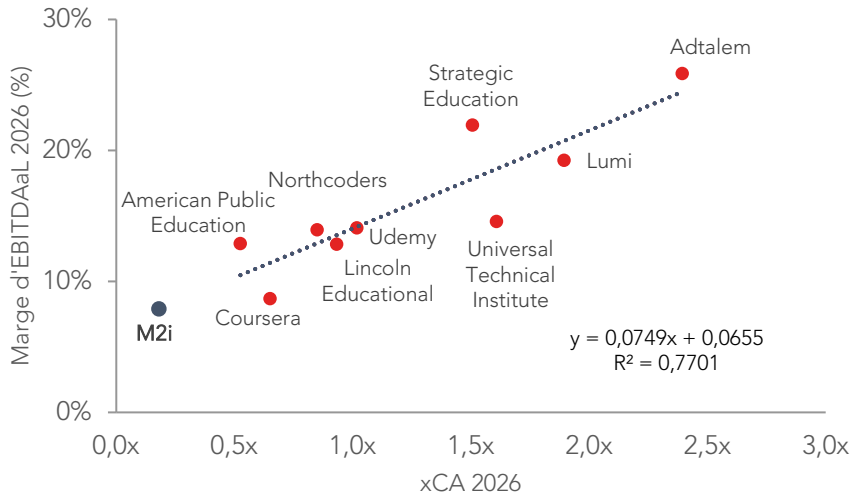
[190] La taille d'une entreprise a une incidence directe sur ses multiples, en lien avec les bénéfices et/ou les facteurs de risques induits. Une taille restreinte est notamment susceptible d'impliquer :
- une plus forte exposition à l'environnement concurrentiel, aux aléas conjoncturels et aux incidents opérationnels ;
- un rapport de forces vis-à-vis des tiers défavorable ;
- une moindre diversification (portefeuille clients, activités, zones géographiques…) ;
- une plus grande difficulté à saisir certaines opportunités de croissance externe ;
- une structure managériale concentrée ;
- une structure de coûts fixes obérant la rentabilité opérationnelle ;
- une moindre liquidité du titre.

L'incidence de la taille doit toutefois être examinée au cas par cas, une entreprise de taille petite ou intermédiaire étant susceptible de bénéficier par exemple d'un positionnement sur un marché de niche ou d'une capacité d'innovation reconnue lui permettant de bénéficier de meilleures perspectives de croissance.

[191] Le quantum de cette prime nous paraît :
- justifié au regard du différentiel de taille notable entre M2i et les Comparables Boursiers ; et
- cohérent par rapport à la décote induite par la prime de taille de 2% dans le taux d'actualisation (§ 4.4.2.3).

[192] Au vu du coefficient de détermination (0,7701).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF



En en relativisant la précision, la valeur de l'Action par la méthode du multiple implicite, par l'application de la formule de régression[193], tenant compte du différentiel de rentabilité, s'établirait entre **2,91 € et 3,29 €** en fonction de l'application ou non de la prime de taille[194].

4.4.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues en Europe et aux États-Unis dans le secteur de l'éducation (les « **Transactions Comparables** ») qui sont présentées en **Annexe 11**[195].

L'examen de notre panel de Transactions Comparables appelle les mêmes commentaires que celui du profil des Comparables Boursiers concernant les facteurs d'hétérogénéité par rapport aux caractéristiques du Groupe (§ 4.4.3.1). De plus, l'information publique sur ces opérations étant limitée, nous n'avons pas été en mesure de procéder aux retraitements d'éventuels écarts de normes comptables, notamment en ce qui concerne les loyers et la dette y afférente. Pour ces raisons cette approche est présentée à titre seulement informatif.

Nous avons retenu les multiples VE/EBITDA[196] issus de notre échantillon de Transactions Comparables, que nous présentons avant et après retraitement des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs[197] :

- le multiple médian non retraité des primes de contrôle ressort à **7,6x** ;
- le multiple médian retraité des primes de contrôle ressort à **6,0x.**

En appliquant les multiples médians à l'agrégat historique 2024, et après ajout de la Trésorerie Nette Ajustée au 31 décembre 2024 (§ 4.1.4), la valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de **5,31 €** à **6,36 €**.

---

[193] x = (y - 0,0655) / 0,0749
où :
x= multiple implicite ;
y = taux de marge d'EBITDAaL du Plan d'Affaires en 2026.

[194] Nous présentons une fourchette de valeurs avec en borne basse la prime de taille de 20% et en borne haute l'absence de prime de taille.

[195] Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, Société, communiqués de presse.

[196] Les bornes des fourchettes de valeurs résultent du retraitement ou non des primes de contrôle.

[197] Le retraitement des primes de contrôle a été effectué par référence aux résultats de l'étude « Primes de contrôle » de PwC publiée en mai 2023.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.4.5. Transaction récente réalisée par Skolae

En décembre 2023, le groupe Skolae[198] a acquis la société Abilways, qui intervient présentement en qualité d'Initiateur. Dans la mesure où l'acquisition de la Société, en *sus* de l'acquisition d'Abilways, a vocation à consolider le pôle de formation continue de Skolae (§ 2.2.1), la comparaison entre les multiples d'acquisition des deux actifs Abilways et M2i, qui constituent désormais ce pôle, nous apparaît pertinente, étant toutefois précisé que chaque actif et chaque transaction présentent leurs caractéristiques propres.

Nous avons obtenu des informations non publiques concernant cette transaction sous couvert d'un accord de confidentialité que nous avons conclu avec l'Initiateur.

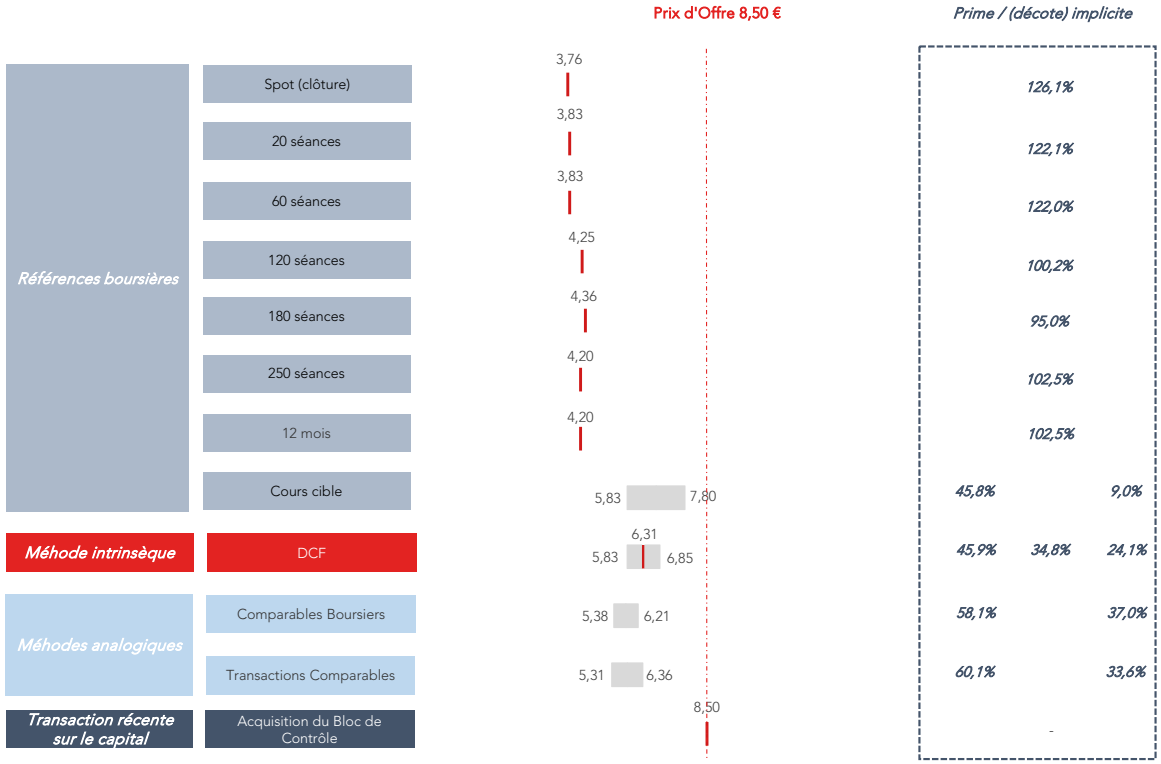
Sur la base de ces informations, les multiples retenus pour l'acquisition d'Abilways par Eductive au sein du réseau Skolae ne sont pas supérieurs à ceux induits par le Prix de l'Offre.

[198] Au travers de la société Eductive et avec le fonds d'investissement Charterhouse Capital Partners (§ 2.1.2).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

4.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **8,50 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous constatons que le Prix de l'Offre extériorise :

- une prime sur les différents critères (références boursières) et méthodes (approches intrinsèque et analogique[199]) d'évaluation de l'Action ;
- plus particulièrement une prime de 35% sur notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF retenue à titre principal, étant rappelé le caractère volontariste du Plan d'Affaires au regard des perspectives sectorielles et du contexte économique (§ 4.4.2.2.i).

[199] Les résultats de notre valorisation analogique par les Comparables Boursiers réalisée au 31 mars 2025, *i.e.* antérieurement à la baisse des cours consécutive aux différentes annonces de l'administration américaine au début du mois d'avril 2025, conduisaient à une appréciation identique concernant l'existence d'une prime.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Portzamparc en qualité d'Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information au chapitre des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre. En comparaison de l'Évaluation Multicritère, les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des références et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

5.1. Références et méthodes d'évaluation écartées

Au même titre que l'Établissement Présentateur, nous avons écarté :

- la méthode d'évaluation patrimoniale de l'actif net réévalué (ANR) (§ 4.2.2) ;
- la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de dividendes (§ 4.2.3).

À la différence de l'Établissement Présentateur, nous ne retenons pas l'évaluation patrimoniale par l'actif net comptable (ANC), dans la mesure où nous estimons que les actifs créateurs de valeur ne sont pas intégralement reconnus comptablement. Nous avons toutefois calculé l'ANC par Action (§ 4.2.1).

5.2. Références et méthodes d'évaluation retenues

À l'exception de l'ANC (§ 5.1), les références examinées et les méthodes d'évaluation mises en œuvre par Portzamparc et par Ledouble se recoupent :

- la valeur de l'Action retenue dans le cadre du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle a été considérée comme une référence de valorisation pertinente[200] ;
- les références boursières ont été mises en œuvre, l'Établissement Présentateur retenant toutefois seulement à titre indicatif la référence aux objectifs de cours des analystes ;
- la méthode d'évaluation intrinsèque (DCF) a été mise en œuvre de part et d'autre à partir du Plan d'Affaires ;
- les méthodes d'évaluation analogique fondées sur des multiples boursiers et transactionnels ont également été mises en œuvre par Portzamparc et par Ledouble, et présentées à titre indicatif.

5.3. Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres

Portzamparc retient une trésorerie financière nette de 9,3 M€ *versus* 8,0 M€ pour Ledouble. Les éléments intégrés de part et d'autre dans la trésorerie financière nette se recoupent, à l'exception :

- des dépôts et garanties liés aux contrats de location : à la différence de Portzamparc, Ledouble ne les a pas inclus dans la trésorerie financière nette, estimant qu'il s'agissait de dépôts de long terme rattachés à des actifs nécessaires à l'exploitation (d'où un écart de 1,2 M€ entre Portzamparc et Ledouble) ;

[200] Portzamparc évoque la connaissance approfondie de M2i et de son secteur par Prologue, en tant qu'actionnaire de référence de la Société et de sa représentation au Conseil d'Administration, lui ayant permis d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par Abilways pour l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- des provisions : l'Établissement Présentateur a tenu compte d'une économie d'impôt sur leur montant total ; nous n'avons calculé une économie d'impôt que sur les provisions pour retraites, considérant que les autres provisions pourraient ne pas être fiscalement déductibles (d'où un écart de 0,1 M€ entre Portzamparc et Ledouble).

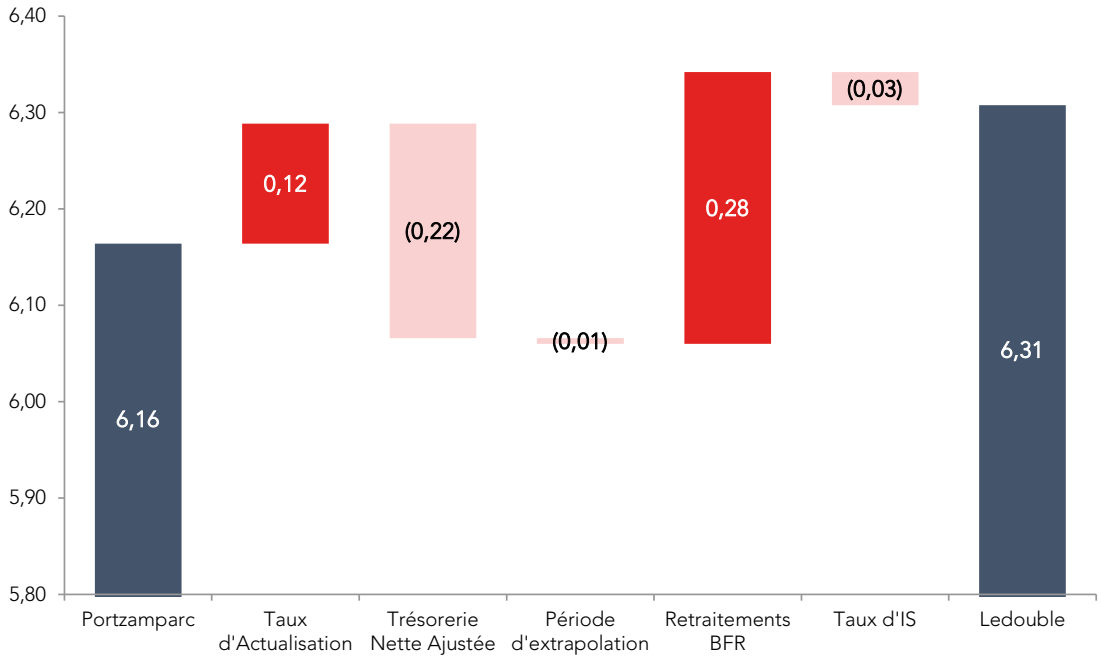
5.4. Comparaison des références et méthodes d'évaluation

5.4.1. Références boursières

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les cours moyens pondérés par les volumes résultent principalement des décalages dans les périodes d'observation[201].

5.4.2. Valorisation intrinsèque (DCF)

La valeur centrale de l'Action en évaluation intrinsèque s'établit à 6,16 € pour Portzamparc et à 6,31 € pour Ledouble, soit un écart de 0,15 € qui se décompose comme suit (en €)[202] :



L'écart de 0,15 € relevé sur les estimations de la valeur centrale de l'Action résulte :

- du choix du taux d'actualisation[203] (+0,12 €) ;
- des ajustements effectués sur la trésorerie nette comptable (-0,22 €) (§ 5.3.2) ;
- de la période d'extrapolation (-0,01 €)[204] ;
- des retraitements sur le BFR effectués par Ledouble (0,28 €) (§ 4.4.2.2 ii) ;
- du taux d'imposition en valeur terminale (-0,03€)[205].

[201] De manière plus marginale, les écarts peuvent résulter des ajustements opérés par certaines bases de données.
[202] La décomposition de l'écart résulte de nos estimations, et est par conséquent mentionnée à titre indicatif.
[203] Le coût moyen pondéré du capital a été estimé à 12,1% par Portzamparc et à 11,8% par Ledouble.
[204] Ledouble n'a pas prolongé la Période Explicite ; Portzamparc a extrapolé le Plan d'Affaires d'une année.
[205] L'Établissement Présentateur a retenu pour la construction de la valeur terminale le taux d'imposition de 25% modélisé dans le Plan d'Affaires ; nous avons retenu le taux d'imposition en vigueur en France en incluant la contribution additionnelle.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

5.4.3. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

L'Établissement Présentateur a estimé la valeur de l'Action selon cette méthode entre **6,31€** et **6,98 €**, soit un niveau supérieur à notre fourchette de valeurs comprises entre **5,38 €** et **6,21€**.

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- l'Établissement Présentateur intègre, dans sa fourchette de valeur analogique de l'Action, l'incidence de l'année 2025, alors que nous l'excluons en raison de la différence de croissance attendue entre le Groupe et notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.3.2) ;

- Portzamparc a arrêté ses calculs de multiples boursiers au 31 janvier 2025 ; nous retenons la date du 15 avril 2025[206], en considérant que la date d'annonce de l'Opération, au-delà de laquelle le cours de l'Action a été affecté, devait être dissociée de l'évolution du cours des Comparables Boursiers ;

- l'Établissement Présentateur applique une décote de taille de 34%[207] ; nous retenons un niveau de décote de 20%[208].

- nous prenons en compte des multiples d'EBITDAaL en sus des multiples d'EBIT ; l'Établissement Présentateur présente seulement les multiples d'EBIT ;

- les échantillons de comparables boursiers se recoupent partiellement ; nous avons exclu de notre panel 6 sociétés[209] figurant dans celui de l'Établissement Présentateur, et avons en outre intégré 5 sociétés[210] qui n'ont pas été retenues par Portzamparc.

[206] Entre mars et début avril 2025, les marchés américains ont reculé dans un contexte de forte volatilité, alimentée par les annonces en matière économique de Donald Trump, qui ont renforcé l'incertitude des investisseurs. À ce titre, bien qu'ayant retenu la date du 31 janvier 2025 pour appréhender la capitalisation boursière des comparables boursiers sous-tendant le calcul des multiples d'EBIT, Portzamparc relève également, dans les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre du Projet de Note d'Information (p. 46), que depuis lors « *les titres des sociétés comparables ont nettement reculé (-16% en médiane en médiane, -12% en moyenne). Le Prix de l'Offre extérioriserait une prime comprise entre 31% et 48% par rapport aux valeurs par action obtenues par la méthode des comparables boursiers à la date du 18 avril 2025* » *versus* 22% et 35% au 31 janvier 2025.

[207] Par référence à l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena.

[208] Par cohérence avec la prise en compte de la prime de taille de 2% dans le taux d'actualisation.

[209] **Pearson** (principalement positionné sur l'édition de contenus éducatifs, avec une activité de formation marginale), **Stride** (spécialisée dans l'éducation en ligne du primaire au secondaire, sans offre de formation professionnelle), **Grand Canyon Education** (université privée délivrant des diplômes académiques, avec un positionnement plus universitaire que professionnel), **AcadeMedia** (acteur nordique spécialisé dans l'éducation pré-universitaire), **Franklin Covey** (focalisé sur les soft skills et le leadership, avec un modèle davantage centré sur la vente de contenus et de licences que sur la formation délivrée en propre) et **Graham Holdings** (groupe très diversifié, dont seule une filiale opère dans le domaine de la formation).

[210] **Universal Technical Institute** (acteur américain de la formation technique et professionnelle, avec une forte orientation métier), **Udemy** (plateforme de formation en ligne à large spectre, représentative des *pure players* EdTech), **American Public Education** (groupe d'éducation en ligne destiné aux adultes, avec un fort ancrage dans l'employabilité), **Lumi** (acteur britannique de la formation professionnelle numérique) et **Northcoders** (organisme spécialisé dans les bootcamps de programmation, illustrant une tendance actuelle du marché vers des formations courtes et intensives orientées compétences).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

En synthèse, le décalage des fourchettes de valorisation entre Portzamparc et Ledouble provient principalement de l'intégration par l'Établissement Présentateur de l'année 2025 dans la valorisation analogique par les comparables boursiers. L'application de la décote de 20% au multiple d'EBIT médian 2026 de notre échantillon fait ressortir un multiple proche de celui induit par l'application de la décote de 34% au multiple d'EBIT 2026 retenu par l'Établissement Présentateur.

5.4.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'Établissement Présentateur a estimé la valeur de l'Action selon cette méthode entre **4,53 €** et **5,21 €**, soit un niveau inférieur à notre fourchette de valeurs comprises entre **5,31 €** et **6,36 €**.

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- l'Établissement Présentateur ne retient qu'une seule transaction[211] ; nous retenons un panel de 6 transactions, étant précisé que l'opération sélectionnée par l'Établissement Présentateur n'y figure pas[212] ;

- Portzamparc présente les multiples d'EBIT et d'EBITDA ; nous ne retenons que les multiples d'EBITDA ;

- l'Établissement Présentateur applique une décote de 26%[213] calculée sur une base méthodologique identique à celle de sa valorisation analogique par les comparables boursiers ; nous retenons, en borne basse de la fourchette de valeurs, une décote liée à la prime de contrôle[214] à son niveau médian de 22%[215].

En synthèse, le décalage des fourchettes de valorisation entre Portzamparc et Ledouble provient principalement de l'application de la décote de 26% aux bornes de la fourchette par Portzamparc, alors que nous ne retenons pas de décote liée à la taille ou au contrôle dans la borne haute de la fourchette.

[211] Acquisition par General Atlantic en septembre 2024 de Learning technologies Group.
[212] Les informations dont nous disposons sur cette transaction ne nous permettent pas d'établir un multiple suffisamment fiable ; Portzamparc précise, dans les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre du Projet de Note d'Information (p. 47), qu'il s'agit d'une « *société dont la taille, l'empreinte géographique et le niveau de rentabilité sont supérieurs à ceux de M2i* ».
[213] Décote fondée sur l'abaque d'Éric-Eugène Grena (§ 5.4.3).
[214] Par référence aux résultats de l'étude « Primes de contrôle » de PwC publiée en mai 2023 (§ 4.4.4).
[215] Résultant implicitement de l'application de la prime de contrôle à chaque transaction.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

5.5. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

€/Action	Ledouble			Prime/(Décote)			Portzamparc			Prime/(Décote)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Acquisition du Bloc		8,50 €						8,50 €				
Références boursières												
Spot au 31 janvier 2025		3,76 €			126,1%			3,76 €			126,1%	
20 séances		3,83 €			122,1%			3,83 €			122,1%	
60 séances		3,83 €			122,0%			3,83 €			122,0%	
120 séances		4,25 €			100,2%			4,24 €			100,5%	
180 séances		4,36 €			95,0%			4,36 €			95,0%	
240 jours					n.a.			4,21 €			101,9%	
250 séances		4,20 €			102,5%						n.a.	
12 mois		4,20 €			102,5%						n.a.	
Cours cible	5,83 €		7,80 €	45,8%		9,0%		6,82 €			24,6%	
Référence Comptable												
ANC					n.a.			4,47 €			90,2%	
Approche intrinsèque												
DCF	5,83 €	6,31 €	6,85 €	45,9%	34,8%	24,1%	5,95 €	6,16 €	6,39 €	42,9%	38,0%	33,0%
Approches analogiques												
Comparables Boursiers	5,38 €		6,21 €	58,1%		37,0%	6,31 €		6,98 €	34,7%		21,8%
Transactions Comparables	5,31 €		6,36 €	60,1%		33,6%	4,53 €		5,21 €	87,6%		63,1%
Transactions récentes sur le capital												
Acquisition du Bloc de Contrôle		8,50 €			-			8,50 €			-	

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

6. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Sur la base du Projet de Note d'information et des informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié au titre des Accords et Opérations Connexes :

- le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle (§ 6.1) ;
- les Contrats de Liquidité (§ 6.2) ;
- les Engagements d'Apport (§ 6.3).

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres accords et opérations connexes à l'Offre ; il ne nous en a pas été signalé et nos travaux n'en ont pas révélé.

6.1. Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle

Les conditions dans lesquelles l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée sont détaillées dans le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle signé le 14 mars 2025.

Après examen de ce contrat, nous n'avons pas relevé de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires, dans la mesure où :

- l'acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée à un prix égal au Prix de l'Offre, de sorte que les Actionnaires Minoritaires bénéficient du même prix que celui de l'Acquisition du Bloc de Contrôle ;
- Prologue bénéficierait de l'éventuel Complément de Prix dans les mêmes conditions que les Actionnaires Minoritaires ayant apporté leurs titres à l'Offre (§ 2.2.2), étant cependant précisé que l'Initiateur n'a pas l'intention d'acquérir d'Action à un prix supérieur au Prix de l'Offre au cours de la période de douze mois à compter de la date de réalisation de la cession du Bloc de Contrôle, et que, par conséquent, le Complément de Prix ne devrait pas trouver à s'appliquer (§ 2.2.3).

6.2. Contrats de Liquidité

L'Opération ne vise pas les 493 000 Actions Gratuites en Période de Conservation (§ 2.3.4) dans la mesure où leur acquisition définitive au terme de la période de conservation interviendra postérieurement à la réalisation de l'Opération (§ 2.3.2). Afin d'offrir la liquidité aux détenteurs de ces Actions, un mécanisme de liquidité reposant sur des promesses unilatérales croisées d'achat et de vente (les « **Promesses** ») a été mis en place.

Ce mécanisme de liquidité consiste à protéger les droits des bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation en leur assurant une liquidité, dans le contexte de l'Offre qui comporte une perspective de retrait obligatoire, de nature à restreindre significativement la liquidité du titre.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Les Promesses sont exerçables dans un délai de :

- 30 jours calendaires à compter du 30 septembre 2025, correspondant à la date d'expiration de la période de conservation des Actions Gratuites en Période de Conservation (§ 2.3.2), pour les options d'achat ;

- 90 jours calendaires à compter de la fin de la période d'exercice des options d'achat pour les options de vente.

Le prix des Actions en cas d'exercice des Promesses a été fixé sur la base d'une formule appliquant le multiple implicite de l'Opération au dernier EBITDA consolidé de la Société sur une période de douze mois et en retranchant de la Valeur d'Entreprise ainsi obtenue la dette financière nette consolidée.

Le prix d'exercice des Promesses est borné en fonction de deux intervalles temporels :

- 98% à 100% du Prix de l'Offre jusqu'au 31 mars 2026 inclus ;

- 95% à 105% du Prix de l'Offre à compter du 1er avril 2026.

Après examen des Contrats de Liquidité, nous relevons que :

- à l'exception des mandataires sociaux dirigeants tenus de conserver leurs titres jusqu'à la fin de leur fonction (§ 2.3.2), le calendrier est apparemment davantage compatible avec le premier intervalle temporel[216] qu'avec le second ;

- le premier intervalle temporel, capé à 100% en borne haute, ne confère pas d'avantage financier aux détenteurs d'Actions Gratuites en Période de Conservation par rapport aux Actionnaires Minoritaires ;

- l'application de la formule aux prévisions du Plan d'Affaires à la date d'ouverture du second intervalle temporel conduirait à une valeur de l'Action entrant dans le champ d'application du seuil de 105%, dans la mesure où l'EBITDA 2025 du Plan d'Affaires apparaît très supérieur à l'EBITDA 2024[217], ayant servi de base au calcul du multiple ;

- le deuxième intervalle temporel, malgré une borne haute supérieure de 5% au Prix de l'Offre, ne confère pas un avantage financier aux détenteurs d'Actions Gratuites en Période de Conservation par rapport aux Actionnaires Minoritaires, dans la mesure où :
  - à la date d'ouverture du second intervalle temporel, le taux de rendement maximum induit par la borne haute de 105% resterait inférieur au taux de rendement attendu par les investisseurs sur le marché français ;
  - la borne basse et la borne haute de ce deuxième intervalle temporel sont symétriques et resserrées (plus ou moins 5% par rapport au Prix de l'Offre), de sorte que les détenteurs d'Actions Gratuites en Période de Conservation sont exposés de manière équivalente et, dans des proportions limitées, à la hausse comme à la baisse.

[216] L'application du calendrier des Contrats de Liquidité à la date de fin de période de conservation du 30 septembre 2025 (§ 2.3.2) renverrait à une date incluse dans le premier intervalle temporel.
[217] L'EBITDA 2025 table sur un taux de marge en progression de plus de 1%, couplé à une croissance du chiffre d'affaires.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Notre examen des Contrats de Liquidité n'a ainsi pas mis en évidence de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires ou de porter atteinte à l'égalité de traitement entre actionnaires.

6.3. Engagements d'Apport

En application des Engagements d'Apport (§ 2.6.3), M. Olivier Balva et des cadres de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre leurs Actions, non soumises à des engagements de conservation.

Nous n'avons pas relevé dans les Engagements d'Apport de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires. Les Actions apportées dans le cadre des Engagements d'Apport seront soumises aux mêmes dispositions que l'ensemble des Actions apportées par des Actionnaires Minoritaires non signataires de ces engagements, en ce compris le Prix de l'Offre.

6.4. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes

Au terme de notre analyse des Accords et Opérations Connexes, nous considérons que ces derniers n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

7. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Par le communiqué de presse du 25 février 2025, la Société a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant (§ 1).

Nous avons relayé cette information sur notre site internet dès le 28 février 2025.

Nous n'avons pas reçu d'observations de la part d'Actionnaires Minoritaires de M2i.

Des observations nous ont toutefois été adressées oralement[218], par courriels[219] et par courrier[220], par l'Actionnaire de Prologue, qui a souhaité préserver son anonymat. En considérant les circonstances de l'Opération, nous avons estimé opportun d'examiner et d'apprécier, au regard des conditions financières[221] de l'Offre, les arguments d'ordre financier qu'il a portés à notre connaissance.

Nous ne retenons ci-après que les arguments que nous considérons comme relevant de notre mission et, en conséquence, ne retranscrivons pas les observations de l'Actionnaire de Prologue relatives :

- à la gouvernance et aux décisions historiques, notamment en ce qui concerne les plans d'attribution d'actions gratuites, tant aux bornes de la Société qu'aux bornes de Prologue ;
- à la pertinence de l'Opération pour l'intérêt social de Prologue.

[218] Contacts en date du 5 mars 2025 et du 18 mars 2025.
[219] Courriels en dates du 27 février 2025, 3 mars 2025, 7 mars 2025, 14 mars 2025, 17 mars 2025, 25 mars 2025, 29 mars 2025, 2 avril 2025.
[220] Courrier en date du 25 mars 2025.
[221] Aux termes de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, *« l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. […]. »*

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Les sujets évoqués par l'Actionnaire de Prologue qui concernent la Mission et sont susceptibles d'avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre, sont repris ci-après, regroupés par thématiques, avec les réponses que nous y apportons.

7.1. Concernant le mécanisme d'ajustement du prix de cession du Bloc de Contrôle au Prix de l'Offre

L'Actionnaire de Prologue exprime le souhait que le prix de cession du Bloc de Contrôle soit, *in fine*, aligné sur le Prix de l'Offre. Nous indiquons qu'au titre du Complément de Prix (§ 2.2.2), le Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle serait ajusté, en cas d'acquisition d'Actions par l'Initiateur[222], à un prix supérieur au Prix de l'Offre au cours d'une période de douze mois.

Nous précisons toutefois que l'Initiateur n'a pas l'intention d'acquérir des Actions M2i à un prix supérieur au Prix de l'Offre sur une période de douze mois à compter de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, de sorte que le Complément de Prix ne trouverait pas à s'appliquer (§ 2.2.3)

7.2. Concernant un potentiel conflit d'intérêt de M. Olivier Balva

L'Actionnaire de Prologue évoque un potentiel conflit d'intérêt de M. Olivier Balva avec les actionnaires de Prologue, dans la mesure où M. Olivier Balva, en plus de sa fonction de Président Directeur Général de Prologue, est également actionnaire de la Société.

Il n'entre pas dans le champ de notre mission de nous prononcer sur les éventuels conflits d'intérêts au niveau de Prologue, au regard de la présente Opération et des opérations antérieures.

À l'issue de nos diligences menées conformément à l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, nous considérons que, sur le plan financier, la situation de M. Olivier Balva ne remet pas en cause notre appréciation des termes de l'Offre.

7.3. Concernant l'évaluation de la Société dans le cadre de l'Offre

L'Actionnaire de Prologue constate que la cession du Bloc de Contrôle valorise la Société sur la base d'une Valeur d'Entreprise de 32 M€. Cette valorisation lui apparaît « *très en dessous de ce que l'on peut raisonnablement consentir* » à l'appui des éléments suivants :

- un catalogue de formations de l'ordre de 2.850 formations et l'existence de 35 centres de formation ;
- un niveau de chiffre d'affaires de l'ordre de 55 M€ couplé à une rentabilité opérationnelle actuellement de 4% qui devrait atteindre 8% à l'horizon 2027 ;
- des multiples de chiffre d'affaires du secteur EdTech Européen compris entre 1,5x et 3x[223] obtenus « *sur internet en questionnant une Intelligence Artificielle publique* » ;
- des rapports générés par intelligence artificielle, spécialisés dans l'évaluation d'entreprise.

[222] Dans le cadre de l'Offre, de la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire ou *via* des opérations sur le marché ou hors marché.
[223] Pouvant atteindre dans certains cas 5x.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

7.3.1. Concernant le catalogue de formations et les centres de formation

Le catalogue de formations constitue un actif non reconnu au bilan de la Société (§ 4.2.1). Cet actif, générateur de flux, a été pris en compte dans l'Évaluation Multicritère au travers de l'exploitation du Plan d'Affaires, tant pour l'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4.2), que pour les évaluations analogiques par les Comparables Boursiers et les Transactions Comparables au travers de l'EBITDA mobilisé pour déterminer la Valeur d'Entreprise (§ 4.4.3 et § 4.4.4).

Nous n'avons pas mis en œuvre de multiples sur des bases opérationnelles telles que le nombre de formations en catalogue, dans la mesure où la valeur individuelle d'une formation est très variable et dépend de nombreux facteurs tels qu'entre autres :

- son ancienneté ;
- l'identité du créateur et du formateur ;
- la matière ou le sujet sous-jacent ;
- la possibilité d'un financement de l'État.

Les centres de formations, quant à eux, ne peuvent être considérés comme des actifs dans la mesure où ils sont loués (§ 3.3.2.10). Les flux correspondant aux loyers ont également été intégrés dans l'Évaluation Multicritère au travers du Plan d'Affaires.

7.3.2. Concernant le niveau de chiffre d'affaires et de rentabilité

À travers le Plan d'Affaires sous-tendant les valorisations intrinsèque (DCF) et analogique (Comparables Boursiers), le niveau de chiffre d'affaires auquel est appliqué un taux de rentabilité est, par construction, déjà pris en compte. La rentabilité de 8% avancée par l'Actionnaire de Prologue est en ligne avec le niveau de rentabilité du Plan d'Affaires (§ 4.4.2.2i).

Nous avons intégré en valorisation analogique par les Comparables Boursiers le niveau de rentabilité au travers d'un multiple de rentabilité (EBTDAaL) et d'un multiple de chiffre d'affaires ajusté du niveau de rentabilité (§ 4.4.3.3).

7.3.3. Concernant les multiples sectoriels

L'Actionnaire de Prologue avance des multiples compris entre 1,5 et 3 fois le chiffre d'affaires en « *questionnant une Intelligence Artificielle publique* » et sur la base « *de rapports comme ceux de HolonIQ ou Dealroom (2023-2024)* ».

Nous précisons que nous n'avons pas accès à ces rapports, tout en soulignant que :

- nous avons mis en œuvre nos propres méthodes d'évaluation analogique afin d'extérioriser des multiples de Comparables Boursiers ou de Transactions Comparables ;
- les multiples de chiffre d'affaires à eux seuls ne prennent pas en compte le critère de rentabilité qui est un élément déterminant du secteur ;

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

- les sociétés dites de l'« EdTech[224] » sont des sociétés technologiques, innovantes et actives dans le développement d'outils numériques dans le secteur de l'éducation ; généralement *asset light* et possédant une structure de coûts limitée, elles peuvent bénéficier d'une prime sur leur valorisation boursière par rapport aux sociétés traditionnelles plus capitalistiques ;

- notre panel de Comparables Boursiers comprend des sociétés réputées « EdTech »[225].

7.3.4. Concernant les rapports d'intelligence artificielle

L'Actionnaire de Prologue indique avoir obtenu des valorisations de l'Action supérieures au Prix de l'Offre issues de rapports d'intelligence artificielle.

Nous avons obtenu des informations seulement très partielles sur ces rapports. Par ailleurs, il convient de souligner entre autres que, par construction, les évaluations effectuées par des outils d'intelligence artificielle :

- ne mobilisent pas les données du Plan d'Affaires ;

- ne reposent pas sur une revue critique des prévisions au regard des performances historiques et des perspectives du marché, encore moins sur les entretiens entre l'expert indépendant et les parties prenantes à l'opération ;

- ne corrèlent pas le taux d'actualisation retenu avec la taille de la société cible ni avec les risques que recèlent les prévisions.

7.3.5. Synthèse sur l'évaluation de la Société

En synthèse, et en complément des réponses apportées ci-dessus, nous avons effectué une Évaluation Multicritère de l'Action fondée sur :

- les références d'évaluation que constituent le cours de bourse de l'Action et les objectifs de cours des analystes (§ 4.3) ;

- des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogiques (§ 4.4), à l'appui :
  - d'une étude sectorielle (§ 3.2) ;
  - d'une analyse des performances historiques du Groupe (§ 3.3) ; et
  - des entretiens avec la Direction, qui nous ont permis de procéder à un examen critique du Plan d'Affaires (§ 4.4.2.2), lequel constitue le socle de l'Évaluation Multicritère.

En complément de l'Évaluation Multicritère, nous avons analysé les Accords et Opérations Connexes pouvant avoir une incidence sur notre appréciation du Prix de l'Offre (§ 6).

La conclusion de ce Rapport (§ 9) s'appuie sur l'ensemble de ces analyses.

[224] *Educational Technology*.
[225] Principalement Coursera, Udemy, Lumi et Northcoders (§ 4.4.3.1).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

7.4. Concernant la cohérence entre le multiple implicite de l'Opération et celui de l'acquisition d'Abilways par GES Eductive

L'Actionnaire de Prologue, qui ne peut se référer qu'à des informations publiques, avance des multiples de chiffre d'affaires[226] et de résultat net[227] en se reportant :

- à la liasse fiscale de la société cessionnaire Creadev International[228] au 31 décembre 2023[229] concernant le prix de cession d'Abilways estimé à 52 M€, au numérateur.

- aux comptes consolidés publiés par Abilways au titre de l'exercice 2023[230] pour ce qui concerne les agrégats, au dénominateur.

Nous relevons que le montant identifié par l'Actionnaire de Prologue comme étant le prix de cession d'Abilways correspond à la rubrique « *diminution des titres de participations* » sur l'exercice 2023. Ce montant correspond à une sortie globale d'immobilisations financières à leurs valeurs comptables, et non à la seule sortie de la participation Abilways pour sa valeur transactionnelle. Dès lors, il ne permet pas d'isoler le prix de cession d'Abilways.

Par référence aux informations qui nous ont été communiquées sous couvert d'un accord de confidentialité par Skolae (§ 4.4.5), les multiples retenus pour l'acquisition d'Abilways par Eductive au sein du réseau Skolae ne sont pas supérieurs à ceux induits par le Prix de l'Offre.

[226] x1,6.
[227] x 20.
[228] Société ayant cédé Abilways.
[229] Liasse fiscale de Creadev International accessible sur le site Pappers (état des immobilisations, p. 12), https://www.pappers.fr/entreprise/creadev-international-493504302
[230] Comptes consolidés d'Abilways accessibles sur le site Pappers (chiffre d'affaires, résultat net, trésorerie nette), https://www.pappers.fr/entreprise/abilways-479894750

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire, au regard de la valeur de l'Action issue de l'évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

En synthèse nous rappelons les points clés ci-dessous.

8.1. Plan d'Affaires

Le Plan d'Affaires a été élaboré pour les besoins de l'Offre à partir des performances historiques de la Société et ne repose donc pas sur une stratégie à moyen terme prédéfinie et/ou préexistante à l'Offre.

Le caractère contextuel du Plan d'Affaires nous a conduits à en renforcer l'examen critique par :

- une analyse de prévisions alternatives (§ 4.4.2.2) au travers :
  - des plans d'affaires sous-tendant les tests de dépréciation d'actifs aux bornes de Prologue ;
  - des prévisions budgétaires des analystes en charge du suivi de l'Action ;
  - des projections en date de l'OPES 2021 ;
- une comparaison avec les réalisations historiques de la Société (§ 3.3.1) et les perspectives sectorielles (§ 3.2.2).

À l'issue de notre examen critique, nous sommes d'avis que les trajectoires du Plan d'Affaires peuvent être raisonnablement exploitées pour les besoins de l'Évaluation Multicritère et apparaissent volontaristes.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

8.2. Prix de l'Offre

Le Prix de l'Offre a été fixé par transparence avec le Prix de l'Acquisition du Bloc de Contrôle ; nous comprenons de nos entretiens que ce dernier a été déterminé sur la base d'une valorisation par un multiple d'acquisition, qui s'avère :

- supérieur aux multiples médians de nos approches d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.3) et les Transactions Comparables (§ 4.4.4) ;
- compatible avec le multiple d'acquisition d'Abilways, société acquise par Eductive en 2023, étant rappelé que l'acquisition de M2i, aux côtés d'Abilways, permettra au réseau Skolae de consolider son pôle d'activité en formation continue (§ 4.4.5).

Le Prix de l'Offre extériorise des primes conséquentes sur l'ensemble des références (références boursières) et méthodes (approches intrinsèque et analogique) d'évaluation mises en œuvre dans l'Évaluation Multicritère (§ 4.5).

Au vu du caractère ambitieux du Plan d'Affaires, établi dans une configuration du Groupe *standalone*, à périmètre constant (§ 4.4.2.2), l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les Actionnaires Minoritaires, à un Prix de l'Offre :

- très supérieur à l'historique boursier de la Société (§ 4.3.1) ;
- n'intégrant pas la contraction attendue du marché en 2025 (§ 3.2.2.5) et la tendance baissière de l'activité constatée au premier trimestre 2025 (§ 3.3.1.1) ;
- reflétant des perspectives de croissance supérieures au marché en 2026 et 2027 (§ 3.2.2.5) ;
- tablant sur un accroissement de la rentabilité opérationnelle de la Société (§ 4.4.2.2 (i)).

En définitive, le Prix de l'Offre comporte la prime de contrôle offerte par l'Initiateur à Prologue, dont bénéficieront également les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre. Le niveau de cette prime présage de l'existence de synergies attendues de l'Opération, toutefois non chiffrables à ce stade, dans le cadre de l'intégration de M2i, aux côtés d'Abilways, au sein du pôle de formation professionnelle de Skolae (§ 2.5 et § 4.1.5).

8.3. Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 6).

8.4. Observations formulées par l'Actionnaire de Prologue

Nous avons répondu aux observations qui nous ont été adressées par un actionnaire de Prologue (§ 7).

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 8,50 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de M2i apportant leurs titres à l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas relevé d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre au sens de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF.

Paris, le 29 avril 2025

LEDOUBLE SAS

Signé par :
Olivier Cretté
1905170DE7C34B0...

Olivier CRETTÉ

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXES

- Lettre de mission — Annexe 1
- Programme de travail et rémunération de Ledouble — Annexe 2
- Principales étapes de l'expertise — Annexe 3
- Principaux interlocuteurs de Ledouble — Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble — Annexe 5
- Principales sources d'information exploitées — Annexe 6
- Expertises financières récentes réalisées par Ledouble — Annexe 7
- Présentation des Comparables Boursiers — Annexe 8
- Sélection des Comparables Boursiers — Annexe 9
- Profil opérationnel des Comparables Bousiers — Annexe 10
- Présentation des Transactions Comparables — Annexe 11
- Principes de la revue qualité — Annexe 12

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

Ledouble SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

A l'attention de M. Olivier Cretté

Courbevoie, le 4 mars 2025

Objet : Lettre de mission (Instruction AMF n°2006-08, article 1)

Monsieur,

Le conseil d'administration de la société M2i (la « **Société** »), lors de sa réunion du 25 février 2025, sur recommandation du comité *ad hoc* constitué conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), a désigné Ledouble SAS en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée dont les termes sont rappelés ci-après.

La présente lettre de mission vous est communiquée en application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

1. Fondement réglementaire de la mission d'expertise indépendante

Le 3 février 2025, le réseau d'établissements d'enseignement supérieur Skolae, Prologue et M2i ont annoncé conjointement la signature entre Eductive SAS, appartenant à Skolae, et Prologue d'une promesse d'achat en vue de l'acquisition par Eductive SAS ou par toute autre filiale détenue à 100% constituée par Eductive SAS (l' « **Initiateur** »), de l'intégralité des 3.458.673 actions M2i détenues par Prologue, représentant 59,94% du capital de la Société (le « **Bloc de Contrôle** »), au prix de 8,50 € par action (sous réserve de toute distribution), valorisant le Groupe à environ 49 M€.

Le transfert du Bloc de Contrôle interviendrait sous réserve, d'une part, de la consultation des instances représentatives du personnel respectives de Prologue et de M2i et, d'autre part, de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en France ; soumis à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence, il conduirait au dépôt auprès de l'AMF d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur l'ensemble des actions M2i existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues (l' « **OPAS** »), au prix correspondant à 8,50 € par action. Dans l'hypothèse où l'Initiateur franchirait, à l'issue de l'Offre, le seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société, il solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

Aux termes d'un communiqué de M2i en date du 25 février 2025 :

- a été constitué au sein du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») un comité *ad hoc* composé de trois administrateurs dont deux membres indépendants, en l'occurrence M. Emmanuel Cennelier, administrateur indépendant, M. Philippe Brun, administrateur indépendant, et M. Olivier Balva, signataire de la présente en sa qualité de Président Directeur Général de M2i (le « **Comité Ad Hoc** ») ;

- Ledouble SAS a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration sur recommandation du Comité Ad Hoc, et interviendra sur le fondement de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, dans les conditions visées par l'instruction AMF DOC-2006-08 et la recommandation AMF DOC-2006-15.

Le contenu de votre rapport répondra aux dispositions de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF, et à ce titre inclura en conclusion l'attestation d'équité sur les conditions financières du projet d'OPAS ; après en avoir pris connaissance, le Conseil d'Administration émettra un avis motivé sur le projet d'OPAS et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les modalités de votre mission sont celles que vous avez soumises au Comité Ad Hoc dans votre réponse en date du 14 février 2025 en réponse à l'appel d'offres de la Société.

Calendrier de l'OPAS

Comme indiqué dans le communiqué conjoint de Skolae, Prologue et M2i du 3 février 2025, le dépôt du projet d'OPAS devrait intervenir au début du deuxième trimestre 2025 et la finalisation de l'opération est envisagée d'ici la fin du deuxième trimestre 2025.

Restant à votre disposition pour toute précision sur le contenu de la présente,

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération la meilleure,

Olivier Balva
Président Directeur Général

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Examen des informations publiques relatives à M2i, Prologue et Skolae
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Lecture des communiqués de presse de M2i et Prologue
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
- Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action
- Étude de marché et du positionnement de M2i, Prologue et Skolae

Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants de M2i au cours des derniers exercices
- Requêtes documentaires et exploitation des réponses
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Analyse des comptes consolidés pluriannuels de M2i et Prologue
- Examen des Accords et Opérations Connexes
- Exploitation du Plan d'Affaires
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Analyse des Transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe
- Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec la valorisation du Groupe par l'Établissement présentateur

Restitution des travaux et administration

- Rédaction de la lettre de Mission
- Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble, qui s'établit à 70.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, est indépendant du dénouement de l'Offre, et correspond à une enveloppe d'environ 290 heures.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- Février - Mars 2025
  - Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant
  - Présentation de notre proposition de mission
  - Confirmation de la décision de désignation, par le Conseil d'Administration, de Ledouble en qualité d'expert indépendant
  - Exploitation des informations publiques relatives M2i, Prologue et Skolae
  - Requêtes documentaires
  - Réunions et entretiens avec la Direction et les Conseils
  - Contacts avec le Président du Comité Ad Hoc[231]
  - Contacts avec l'Actionnaire de Prologue
  - Réunion avec l'Établissement Présentateur[232]
  - Lettres de mission de la Société et de Ledouble
  - Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales
  - Sessions Q&A avec la Direction sur les informations comptables historiques et le Plan d'Affaires
  - Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
  - Constitution d'un panel de Comparables boursiers
  - Recherche de références transactionnelles
  - Étude des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
  - Analyse du cours de bourse de l'Action
  - Exploitation des comptes consolidés pluriannuels de M2i et Prologue
  - Examen des derniers tests de dépréciation des actifs réalisés aux bornes de Prologue
  - Analyse et modélisation du Plan d'Affaires
  - Examen du projet de rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur
  - Lecture du Projet de Note d'Information
  - Élaboration du projet de Rapport

[231] Entretiens en date du 12 février 2025, du 25 février 2025, et du 21 mars 2025 sur le contexte et l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et l'approche envisagée par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère.
[232] Réunion en date du 19 mars 2025 sur la méthodologie de l'évaluation de l'Action par Portzamparc.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

- Avril 2025
  - Contacts avec la Direction et les Conseils
  - Réunions avec le Comité Ad Hoc sur les travaux d'évaluation[233]
  - Réunion avec les représentants de l'Initiateur[234]
  - Réunions avec les représentants de l'Établissement Présentateur[235]
  - Exploitation des comptes consolidés de M2i au 31 décembre 2024 et mise à jour de l'analyse des résultats historiques et de la structure financière du Groupe
  - Finalisation de l'Évaluation Multicritère
  - Examen du rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur
  - Lecture du Projet de Note d'Information en Réponse
  - Finalisation du projet de Rapport
  - Revue qualité
  - Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc[236]
  - Lettre de représentation de la Société et confirmations de l'Initiateur

[233] Réunions en date du 2 avril 2025 sur la méthodologie d'évaluation et les premiers constats, et du 23 avril 2025 sur les résultats de l'Évaluation Multicritère et la présentation du projet de Rapport.
[234] Réunion du 15 avril 2025 sur le contexte, les modalités et la finalité de l'Opération, ainsi que sur les conditions financières de l'acquisition d'Abilways par Eductive.
[235] Réunion en date du 10 avril 2025 sur les résultats de l'évaluation de l'Action par Portzamparc.
[236] Réunion en date du 29 avril 2025 sur la présentation du Rapport en vue de la proposition par le Comité Ad Hoc d'un avis motivé au Conseil d'Administration.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

- Comité Ad Hoc
  - Olivier BALVA — Président Directeur Général[237]
  - Philippe BRUN — Administrateur indépendant
  - Emmanuel CENNELIER — Administrateur indépendant
- Société
  - Olivier BALVA — Président Directeur Général
  - Benjamin ARRAGON — Directeur Général Adjoint
- Conseil juridique de la Société

  Jeantet
  - Cyril DENIAUD — Associé
  - Benjamin COHU — Counsel
- Établissement présentateur

  Portzamparc
  - Loïc BONNEVILLE — Managing Director Corporate Finance
  - Nicolas ROYOT — Co-Responsable Analyse Financière
  - Gino GOGO — Associate Corporate Finance
- Initiateur
  - Mathieu HEURTEL — Directeur des Opérations de Skolae
  - Simon PUYBOUFFAT — Censeur du comité de surveillance d'Eduinvest
- Conseil juridique de l'Initiateur

  Freshfields
  - Yann GOZAL — Partner
  - Arnaud MOUTON — Counsel

[237] Jusqu'au 31 mars 2025.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2020 à 2025) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr

L'équipe Ledouble affectée à la Mission est la suivante :

- **Olivier CRETTÉ, Associé signataire**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - EM Lyon, docteur en sciences de gestion
  - Expert près la Cour d'Appel de Paris
  - Membre de l'APEI et de la SFEV
  - Vice-président du Comité des normes professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)
- **Thomas WOESTELANDT, Directeur**
  - Université Paris-Cité – Master 2 Droit Économie Gestion mention CCA
  - Membre de la SFEV
- **Bastien CANOVAS, Responsable de mission**
  - KEDGE Business School – Master PGE en Corporate Finance
- **Romain DELAFONT, Associé, Revue Indépendante**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris Dauphine-PSL
  - Membre de l'APEI et de la SFEV

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 6 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

- Documentation relative à l'Offre
  - Procès-verbal de désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
  - Lettre de mission de la Société à l'Expert Indépendant
  - Supports de présentation de l'Opération au Conseil d'Administration et à l'AMF
  - Projet de Buy-*Side Due Diligence* (dernière version au 14 janvier 2025)
  - Lettre d'Offre de Skolae en date du 20 janvier 2025
  - Contrat d'acquisition d'actions M2i conclu entre Abiways et Prologue le 14 mars 2025
  - Projet de promesses unilatérales d'achat et de vente entre Abilways et les détenteurs d'Action(s) Gratuite(s)
  - Engagements d'Apport
  - Projet de Note d'Information
  - Projet de Note d'Information en Réponse
  - Accords et Opérations Connexes à l'Offre
  - Rapport d'évaluation de Portzamparc
- Documentation relative à M2i

Informations juridiques

  - Statuts
  - Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2021 à 2025)
  - Procès-verbaux de l'Assemblée Générale (2019 à 2024)
  - Procès-verbal du conseil d'administration d'Eduinvest du 31 janvier 2025 approuvant l'Opération
  - Répartition du capital et des droits de vote (avant et après l'Acquisition du Bloc de Contrôle)
  - Principaux litiges en cours et passifs éventuels
  - Convention de prestations de services entre O2i et M2i conclu le 12 décembre 2019
  - Convention de prestations de services entre Prologue et M2i conclu le 30 avril 2024
  - Convention de mise en commun de trésorerie entre Prologue et ses filiales conclu le 30 septembre 2021 et avenant signé le 12 mars 2024
  - Contrat de sous-location de locaux entre Prologue et M2i conclu le 15 novembre 2021 et avenants signés le 3 janvier 2022 et le 27 avril 2023
  - Note d'information et note d'information en réponse relatives à l'OPES 2021

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 6 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations comptables et financières (suite)

- Comptes consolidés annuels de M2i et de Prologue (2019 à 2024[238])
- Rapports financiers semestriels de M2i et de Prologue (2019 à 2024)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires de M2i (2019 à 2024)
- Tests de dépréciation des actifs réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés et sociaux aux bornes de Prologue (2022 et 2023)
- Plan d'affaires en date de l'OPES 2021
- Détail des contrats de souscription d'emprunts de M2i au 31 décembre 2024
- Rapport de gestion de M2i (2023 et 2024)
- Rapports des commissaires aux comptes de M2i (2022 et 2023)
- Plan d'Affaires approuvé par le Conseil d'Administration

Documentation sectorielle

- Xerfi, « Les organismes de formation professionnelle », février 2024
- Xerfi, « Le marché de la formation professionnelle à l'horizon 2027 », février 2025

Sites d'information

Entités concernées par l'Opération

- Abilways, https://www.abilways.com/
- Eductive, https://www.eductive.fr/
- M2i, https://www.m2iformation.fr/
- Prologue, https://prologue.fr/
- Skolae, https://www.skolae.fr/

Comparables Boursiers

- Adtalem, https://www.adtalem.com/
- American Public Education, https://www.apei.com/
- Coursera, https://www.coursera.org/
- Lincoln Educational, https://investors.lincolneducationalservices.com/
- Lumi, https://lumiinvestor.com/
- Northcoders, https://northcoders.com/
- Strategic Education, https://www.strategiceducation.com/
- Udemy, https://www.udemy.com/
- Universal Technical Institute, https://www.uti.edu/

[238] En projet pour Prologue.

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 6 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites d'informations

- AMF, http://www.amf-france.org/
- ASAMIS, https://regroupement-actionnaires.com/
- Assemblée Nationale, https://www2.assemblee-nationale.fr/
- Boursier, https://www.boursier.com/
- Centre d'Information et de Documentation Jeunesse, https://www.cidj.com/
- Centre Inffo, https://www.centre-inffo.fr/
- Compte personnel de formation, https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/R46472
- FMI, https://www.imf.org/
- Formaguide, https://www.formaguide.com/
- France Compétences, https://www.francecompetences.fr/
- Fusacq, https://www.fusacq.com/
- Gouvernement, https://www.info.gouv.fr/
- Investing, https://fr.investing.com/
- Jeantet, https://www.jeantet.fr/
- Koïno, https://www.koino.fr/
- Legifrance, https://www.legifrance.gouv.fr/
- Le Monde, https://www.lemonde.fr/
- Mon CPF, https://www.moncompteformation.gouv.fr/espace-prive/html/#/
- Newton Agence, https://www.newtonagence.com/
- Pappers, https://www.pappers.fr/
- PwC, https://www.pwc.fr/fr/
- RH Matin, https://www.rhmatin.com/
- Sénat, https://www.senat.fr/
- World Economic Forum, https://www.weforum.org/

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE DEPUIS 2020

Expertises indépendantes

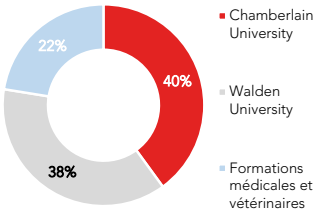
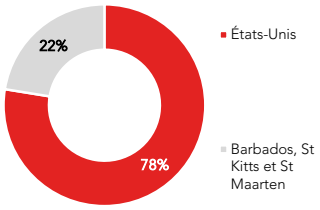
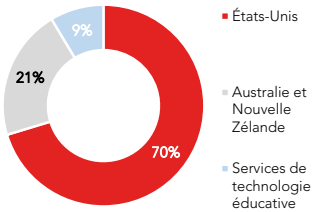
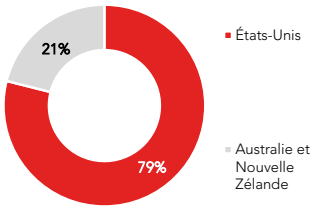
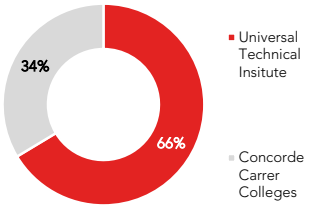
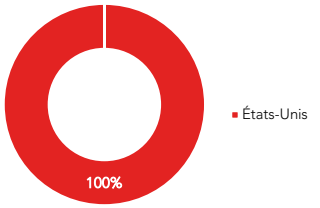
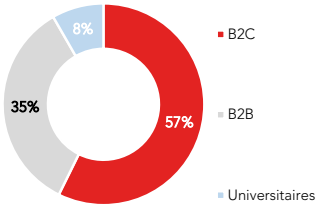
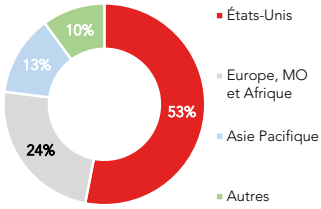
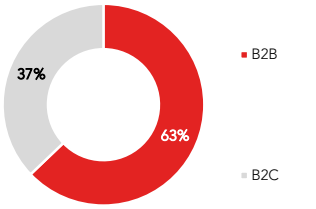
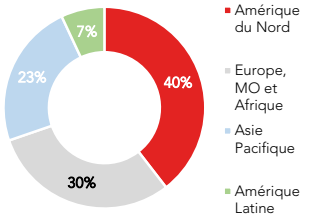
Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	MRM	Natixis CIB
2024	NHOA	CA-CIB
2024	Eurobio-Scientific	CIC, Degroof Petercam
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale

** : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée*

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

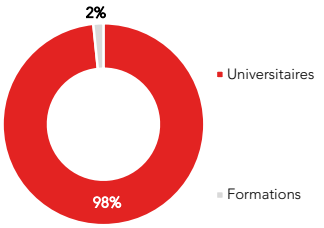
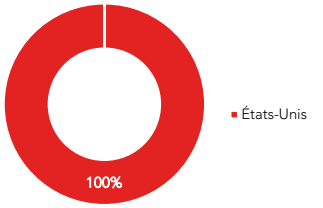
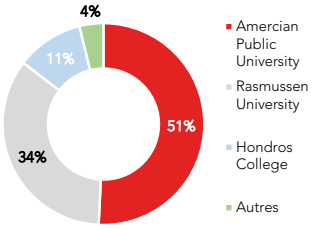
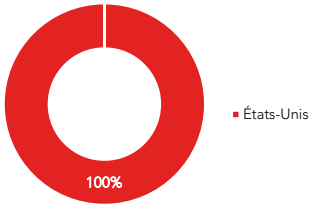
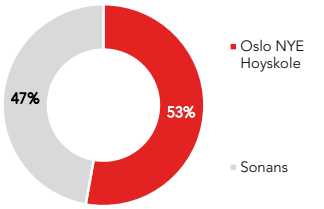
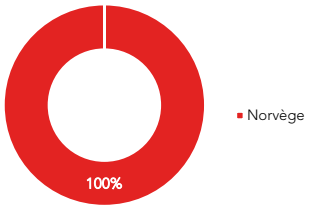
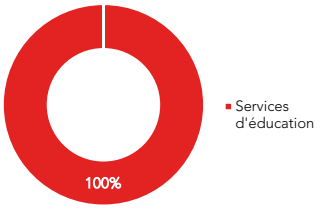
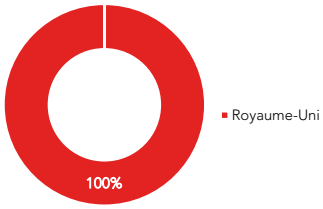
Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	Chiffre d'affaires 2024 par activité	Chiffre d'affaires 2024 par secteur géographique
Adtalem		3 537		
Strategic Education		2 073		
Universal Technical Institute		1 384		
Coursera		1 146		
Udemy		1 133		

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	Chiffre d'affaires 2024 par activité	Chiffre d'affaires 2024 par secteur géographique
Lincoln Educational		487		
American Public Education		370		
Lumi*		70		
Northcoders*		13		

** Chiffre d'affaires 2023*

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 9 : SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Sociétés	Pays	Activités	Implantation géographique	Taille	Suivi des analystes
Adtalem					
Strategic Education					
Universal Tech. Institute					
Coursera					
Udemy					
Lincoln Educational					
American Public Educ.					
Lumi					
Northcoders					

Source : Analyses Ledouble

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 10 : PROFIL OPÉRATIONNEL DES COMPARABLES BOURSIERS

Profil Opérationnel

Société	Croissance CA			Marge EBITDAaL			Marge EBIT		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Adtalem	11%	6%	4%	25%	26%	26%	20%	21%	22%
Strategic Education	4%	5%	6%	20%	22%	23%	14%	16%	18%
Universal Technical Institute	11%	8%	6%	15%	15%	16%	9%	9%	10%
Coursera	4%	5%	9%	7%	9%	10%	5%	6%	9%
Udemy	1%	5%	13%	10%	14%	17%	7%	11%	11%
Lincoln Educational	10%	8%	n.a.	12%	13%	n.a.	4%	6%	n.a.
American Public Education	5%	3%	n.a.	12%	13%	n.a.	7%	8%	n.a.
Lumi	7%	10%	8%	17%	19%	20%	19%	20%	21%
Northcoders	8%	26%	24%	10%	14%	17%	8%	n.a.	n.a.
Moyenne	**7%**	**9%**	**10%**	**14%**	**16%**	**18%**	**10%**	**12%**	**15%**
Médiane	**7%**	**6%**	**8%**	**12%**	**14%**	**17%**	**8%**	**10%**	**14%**

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 11 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	Description	Pays	xEBITDA (avec prime de contrôle)	xEBITDA (hors prime de contrôle)
avr.-23	Hanover Investors	Lumi Gruppen	Groupe éducatif	Norvège	9,1x	7,8x
mai-22	Universal Technical Institute	Concorde Career Colleges	Formation aux métiers de la santé	États-Unis	3,8x	2,8x
juil.-21	Learning Technologies Group	GP Strategies Corporation	Conseil et formation professionnelle	États-Unis	11,0x	7,9x
juin-21	Bittnet	DataScript	Formation aux métiers de l'IT	République Tchèque	7,6x	6,5x
nov.-20	Openjobmetis SpA	Lyve	Formations en assurances et services financiers	Italie	5,4x	4,2x
oct.-20	American Public Education	Rasmussen College Inc	Université privée	États-Unis	7,5x	5,4x
Médiane					**7,6x**	**6,0x**
Moyenne					**7,4x**	**5,8x**

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, analyses Ledouble

Docusign Envelope ID: CD19F69D-9292-4308-85F8-3711E766BFAF

ANNEXE 12 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3 II.12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en Annexe 1 ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte spécifique de la Mission, de la prise en compte des dispositions réglementaires et des recommandations de l'AMF ;
  - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - questionner le signataire du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère, la teneur des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse des échanges avec nos interlocuteurs ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec le signataire, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et sa conclusion.