NOTE D'INFORMATION
ETABLIE PAR LA SOCIETE

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

New GO

Agissant de concert avec Montefiore Investment V S.L.P., Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani, Madame Valérie Benvenuto, SC Double Impact Investissement, Gadax Conseil, Avya Partners, Madame Léa Sebag, Madame Allison Sebag, Monsieur Zacharie Sebag, Monsieur Axel Mamou-Mani, Monsieur Gary Sadoun, Monsieur Michaël Sadoun et D&A

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n° 20-546 en date du 10 novembre 2020 sur la présente note d'information en réponse. Cette note en réponse (la « **Note en Réponse** ») a été établie par Groupe Open 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.

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

La Note de Réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Groupe Open (https://www.open.global/fr) et peut être obtenue sans frais au siège social de Groupe Open, 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champerret - 92300 LEVALLOIS-PERRET.

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

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

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE……..4
1.1. Présentation de l'Offre……4
1.2. Contexte et motifs de l'Offre……5
1.2.1. Contexte de l'Offre ……5
1.2.2. Motifs de l'Offre ……7
1.3. Caractéristiques de l'Offre……7
1.3.1. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre ……7
1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre……8
1.3.3. Procédure de présentation des actions à l'Offre ……9
1.3.4. Centralisation des ordres……9
1.3.5. Publication des résultats et règlement livraison de l'Offre……9
1.3.6. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre……10
1.3.7. Conditions de l'Offre……10
1.3.8. Possibilité de renonciation à l'Offre……10
1.3.9. Calendrier indicatif de l'Offre……10
1.3.10. Restriction concernant l'Offre à l'étranger……12
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE……13
2.1. Composition du Conseil d'administration……13
2.2. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration……13
2.3. Avis motivé du Conseil d'administration……13
3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE……20
4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE……20
5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES……21
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT……21
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE……21
7.1. Protocole d'Investissement……22
7.2. Pacte d'associés relatif à l'Initiateur……28
7.3. Promesses……33
8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE……34
8.1. Structure du capital de la Société……34
8.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres……35
8.3. Restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice du droit de vote……35
8.4. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote……36
8.5. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société……36
8.6. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci……36
8.7. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier ……36
8.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts……36
8.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration ……36
8.8.2. Modification des statuts……37
8.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions...37
8.10. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société ……39

8.11. Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique……39
8.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre……40
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE……40
10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE……40
ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT……41
ANNEXE 2 – AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE……124

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, New GO, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 28 rue Bayard, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 885 055 608 (« **New GO** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec (i) Montefiore Investment V S.L.P, société de libre partenariat dont le siège social est situé 28, rue Bayard, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 881 387 583 (« **Montefiore** »), (ii) Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani, et Madame Valérie Benvenuto, managers fondateurs de Groupe Open (les « **Fondateurs** »), (iii) les sociétés Double Impact Investissement, Gadax conseil et Avya Partners (les « **Holdings Fondateurs** »), (iv) Madame Léa Sebag, Madame Allison Sebag, Monsieur Zacharie Sebag, Monsieur Axel Mamou-Mani (les « **Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani** ») et Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun (les « **Membres du Groupe Familial Sadoun** » et, ensemble avec les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, les « **Membres des Groupes Familiaux Fondateurs** ») et (v) la société D&A (« **D&A** ») (ensemble, le « **Concert** »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de Groupe Open, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 24-32 rue Jacques Ibert, 92300 Levallois Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 348 975 087, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Compartiment C) (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004050300 et le mnémonique OPN (« **Groupe Open »** ou la « **Société** »), d'acquérir leurs actions de la Société au prix de 15,0 euros par action (le « **Prix d'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l' « **Offre** »).

L'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature du Protocole d'Investissement (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la Note en Réponse).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas (l'« **Établissement Présentateur** » ou « **Portzamparc** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre. L'Établissement Présentateur est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient 502.698 actions représentant autant de droits de vote de la Société, représentant 6,22% du capital social et 4,65% des droits de vote de la Société[1], à la suite de l'Acquisition du Bloc Minoritaire (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la Note en Réponse) et le Concert détient 3.595.746 actions et 6.129.747 droits de vote de la Société, représentant 44,50% du capital social et 56,73% des droits de vote de la Société[2].

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises, non encore détenues par l'Initiateur, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 7.577.125 actions de la Société, à l'exclusion (i) des 2.370.408 actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Initiateur dans le cadre des Apports (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la Note en Réponse), et (ii) des 622.640 Actions Fondateurs Cédées et des 100.000 Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées (tel que ces termes sont définis à la section 1.2.1 de la Note en Réponse).

L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 4.484.077 actions de la Société, représentant 55,50% du capital et 41,51% des droits de vote de Groupe Open (sur la base d'un nombre total de 8.079.823 actions et de 10.803.057 droits de vote exerçables au 31 octobre 2020).

Le Prix d'Offre est de 15,0 euros par action Groupe Open, soit un prix identique à celui versé par l'Initiateur au titre de l'Acquisition du Bloc Minoritaire (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la Note en Réponse).

[1] *Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 10.804.192, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 octobre2020.*

[2] *Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 10.804.192, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 octobre2020.*

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF tel que précisé à la section 1.3.7 de la Note en Réponse, étant précisé qu'il est d'ores et déjà acquis que ce seuil de caducité sera atteint à la clôture de l'Offre du fait de la détention actuelle par le Concert de 44,50% du capital et 56,73% des droits de vote de la Société.

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

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. **Contexte de l'Offre**

Des représentants de Montefiore ont approché les Fondateurs il y a quelques mois pour les informer qu'ils partageaient leur vision de l'entreprise et pour proposer à la Société un accompagnement financier mais également industriel, dans le respect d'une gouvernance équilibrée. Cette approche a suscité l'intérêt des Fondateurs et des discussions ont été entamées avec Montefiore.

New GO a été constituée le 6 juillet 2020 par Montefiore, détenant, à la date de la Note en Réponse, l'intégralité de son capital social et de ses droits de vote.

Le projet des Fondateurs et de Montefiore a été présenté au Conseil d'administration de la Société, réuni le 17 juillet 2020, qui a accueilli favorablement le principe de l'Offre.

Les Fondateurs et Montefiore ont conclu le 22 juillet 2020 un accord de négociations exclusives (un *memorandum of understanding*) (le « **MoU** ») dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée, la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société, et de déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO qui serait réalisé par les membres du Concert.

La signature de cet accord a fait l'objet d'un communiqué de presse le 22 juillet 2020.

Le 23 juillet 2020, New GO a procédé à l'acquisition de blocs d'actions de la Société en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 auprès de certains investisseurs institutionnels (les « **Investisseurs Institutionnels Cédants** ») portant sur un total de 502.698 actions représentant 6,22 % du capital et 4,65 % des droits de vote de la Société, au Prix d'Offre, soit 15,0 euros par action de la Société (l' « **Acquisition du Bloc Minoritaire** »), selon la répartition suivante :

- 194.543 actions de la Société détenues par une société de gestion, représentant environ 2,4% du capital social et 1,8% des droits de vote de la Société au moment de leur acquisition ;
- 150.000 actions de la Société détenues par Sycomore AM, représentant environ 1,9% du capital social et 1,4% des droits de vote de la Société au moment de leur acquisition ;
- 128.155 actions de la Société détenues par une société de gestion, représentant environ 1,6% du capital social et 1,2% des droits de vote de la Société au moment de leur acquisition ; et
- 30.000 actions de la Société détenues par Amiral Gestion, représentant environ 0,4% du capital et 0,3% des droits de vote de la Société au moment de leur acquisition.

Au titre des contrats d'acquisition relatifs à l'Acquisition du Bloc Minoritaire, les Investisseurs Institutionnels Cédants sont en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à 15,0 euros par action, d'un montant égal à (i) la différence positive entre le prix d'achat unitaire de l'offre publique d'achat et le prix d'achat unitaire des titres de la Société dans le cadre de l'Acquisition du Bloc Minoritaire (ii) multiplié par le nombre d'actions objet de l'Acquisition du Bloc Minoritaire, avant le 31 décembre 2020 inclus. Il n'existe aucun autre mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre de l'Acquisition du Bloc Minoritaire. L'Initiateur s'engage jusqu'au 31 décembre 2020 (date d'expiration de l'engagement de complément de prix au bénéfice des Investisseurs Institutionnels Cédants) à ne pas déposer une

nouvelle offre publique d'achat visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre à un prix supérieur au Prix d'Offre.

L'Acquisition du Bloc Minoritaire a été financée par le biais d'un prêt d'actionnaire d'un montant en principal de 7.600.000 euros et portant intérêt à un taux annuel de 2% consenti par Montefiore à New GO le 22 juillet 2020.

À la suite de la signature du MoU, le processus d'information-consultation du comité social et économique central de Groupe Open a été initié le 23 juillet 2020 et s'est achevé le 21 août 2020.

Les membres du Concert ont conclu le 2 octobre 2020 un protocole d'investissement (le « **Protocole d'Investissement** ») afin d'organiser leurs investissements respectifs au sein de New GO ainsi que leurs engagements respectifs dans le cadre de l'Offre.

Aux termes du Protocole d'Investissement, Montefiore s'est engagé à réaliser des apports en numéraire sous la forme d'avances en compte courant afin de financer :

(a) le prix d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre (en ce compris, le cas échéant, dans le cadre de l'Offre Réouverte) ;

(b) le cas échéant, le prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées qui seraient cédées, à la « **Date de Réalisation** » (à savoir (x) à la plus tardive des dates à intervenir entre (a) l'expiration d'une période de trente-cinq (35) jours calendaires suivant la date du règlement-livraison de l'Offre Réouverte, soit le 24 février 2021 selon le calendrier indicatif modifié présenté ci-dessus et (b) le 29 janvier 2021 ou (y) à toute autre date convenue d'un commun accord entre les parties au Protocole d'Investissement), dans le cadre d'une opération hors marché en cas de Succès de l'Opération ; et

(c) les frais relatifs à l'acquisition des actions de la Société excédant la partie des frais financée (i) par l'apport en numéraire de D&A et (ii) par l'apport en numéraire de Manco (la « **Quote-Part de Frais Montefiore** »).

Les apports en numéraire susvisés seront réalisés au moyen d'avances en comptes courant d'associés effectuées selon les mêmes termes que le Prêt d'Actionnaire Initial (ensemble avec le Prêt d'Actionnaire Initial, les « **Avances en Compte Courant** »).

En cas d'atteinte par le Concert du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, en tenant compte de la perte des droits de vote double qui résulterait de la réalisation des Apports et du transfert des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées (le « **Succès de l'Opération** »)[3], ces Avances en Compte Courant seront converties à la Date de Réalisation comme suit :

(i) dans la limite d'un montant égal à 60.000.000 euros (à l'exclusion du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées), à hauteur d'environ 49,08%[4] en actions ordinaires de New GO et à hauteur d'environ 50,92%[2] en OC T1 (tel que ce terme est défini ci-après) ; et

(ii) à concurrence d'un montant égal à la somme du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées et le cas échéant, du montant excédant le seuil de 60.000.000 euros, en OC T2 (tel que ce terme est défini ci-après).

Par ailleurs, le Protocole d'Investissement prévoit qu'à la Date de Réalisation, et sous réserve du Succès de l'Opération, (i) une partie des titres de Groupe Open détenus par les Fondateurs et les Holdings

[3] L'atteinte de ce seuil implique qu'un minimum de 539.599 actions de Groupe Open soit apporté, représentant 6,68% du capital de Groupe Open

[4] A noter que cette répartition entre actions ordinaires et OC T1 résulte d'une valorisation des titres de New GO telle qu'effectuée par un expert financier préalablement à la signature du Protocole d'Investissement sur la base d'une hypothèse centrale de résultats de l'Offre s'élevant à 44,70% du capital de Groupe Open et d'un prix d'Offre de 15 euros par action. La valorisation des titres à émettre par New GO à la Date de Réalisation devra être ajustée sur la base des résultats de l'Offre pouvant donc entraîner un ajustement de la table de capitalisation de New Go telle que présentée dans la Note d'Information.

Fondateurs, soit 622.640 actions de Groupe Open (les « **Actions Fondateurs Cédées** ») ainsi que la totalité des actions de Groupe Open qui seront détenues par les Membres du Groupe Familial Sadoun à la Date de Réalisation, soit 100.000 actions de Groupe Open (les « **Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées** »)[5], seraient cédées en numéraire à New GO au Prix de l'Offre, soit 15,0 euros par action Groupe Open et (ii) le solde des titres de Groupe Open détenus par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, soit 2.370.408 actions de Groupe Open, serait apporté en nature à New GO sur la base du Prix de l'Offre (respectivement, les « **Apports des Fondateurs** » (en ce qui concerne les apports réalisés par les Fondateurs et les Holdings Fondateurs) et les « **Apports des Membres des Groupes Familiaux Fondateurs** » (en ce qui concerne les apports réalisés par les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani), et, ensemble, les « **Apports** »).

Les parties au Protocole d'Investissement ont déclaré agir de concert aux termes du Protocole d'Investissement. Cette mise en concert entraine ainsi le franchissement du seuil de 30% entrainant l'obligation de lancer une offre publique.

Un projet de pacte d'associés, plus amplement décrit à la section 7.2 de la Note en Réponse, est annexé au Protocole d'Investissement et sera conclu à la Date de Réalisation, sous réserve du Succès de l'Opération.

La signature du Protocole d'Investissement a fait l'objet d'un communiqué de presse le 2 octobre 2020.

L'Initiateur et chacun des membres du Concert n'ont procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition de titres de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre au cours des douze derniers mois précédant la signature du Protocole d'Investissement.

Le Conseil d'administration de Groupe Open s'est réuni le 31 août 2020 pour (i) constituer un comité ad hoc et (ii) nommer, sur proposition du comité ad hoc, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions des articles 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre du contrôle des concentrations résultant du rapprochement envisagé, un projet de formulaire de notification a été adressé en pré-notification le 29 juillet 2020 auprès de l'Autorité de la Concurrence française et une notification formelle a été déposée le 10 août 2020. L'autorisation de l'Autorité de la Concurrence française au titre du contrôle des concentrations a été obtenue le 7 septembre 2020.

1.2.2. **Motifs de l'Offre**

L'Offre vise à accélérer la transformation de Groupe Open et réinscrire le groupe dans une dynamique de croissance, en lui permettant de disposer des moyens pour financer les investissements nécessaires à cette transformation. Ces moyens financiers devraient permettre à Groupe Open de financer des acquisitions, qui seront dans un premier temps dilutives, avec un objectif de création de valeur dans un horizon de 4 à 5 ans.

L'Offre vise également à associer l'équipe dirigeante (hors Fondateurs) au projet de développement de la Société.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. **Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre**

[5] *A noter que des donations portant sur un total de 100.000 actions de Groupe Open (à droit de vote double) au bénéfice de Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun seront effectuées par Monsieur Laurent Sadoun entre la date d'ouverture de l'Offre et la date de clôture de l'Offre Réouverte, lesdites actions ayant vocation à être cédées à New GO à la Date de Réalisation en tant qu'Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées.*

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient 502.698 actions représentant autant de droits de vote, représentant 6,22 % du capital social et 4,65 % des droits de vote de la Société[6], à la suite de l'Acquisition du Bloc Minoritaire, et le Concert détient 3.595.746 actions et 6.129.747 droits de vote de la Société, représentant 44,50% du capital social et 56,73% des droits de vote de la Société[7].

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises, non encore détenues par l'Initiateur, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 7.577.125 actions de la Société, à l'exclusion (i) des 2.370.408 actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Initiateur dans le cadre des Apports et (ii) des 622.640 Actions Fondateurs Cédées et des 100.000 Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées. L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 4.484.077 actions de la Société, représentant 55,50% du capital et 41,51% des droits de vote de Groupe Open (sur la base d'un nombre total de 8.079.823 actions et de 10.803.075 droits de vote exerçables au 31 octobre 2020).

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

Le prix de l'Offre est de 15,0 euros par action Groupe Open, soit un prix identique à celui versé par l'Initiateur au titre de l'Acquisition du Bloc Minoritaire.

1.3.2. **Principales autres caractéristiques de l'Offre**

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants (relatifs à la procédure normale) et 234-1 et suivants (relatifs au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique) du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre (qui constatera que l'Offre a eu une suite positive, le Concert détenant d'ores et déjà plus de 50% des droits de vote de la Société), dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

Dans le cadre de la réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites aux sections 1.3.3 et 1.3.4 de la Note en Réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables à compter de leur émission.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 15,0 euros par action, pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation. Ce prix repose sur l'hypothèse de l'absence de versement de dividende par la Société jusqu'au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre Réouverte (inclus). Le Prix d'Offre sera diminué du montant de tout dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre Réouverte (inclus).

L'AMF a publié sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et règlementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la note en réponse. L'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre.

La Note en Réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui la Société et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de la Société.

---

[6] Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 10.804.192, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 octobre 2020.

[7] Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 10.804.192, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 octobre 2020.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents a été diffusé par la Société.

1.3.3. **Procédure de présentation des actions à l'Offre**

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

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre, au plus tard le dernier jour de l'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire ;

- auprès de CACEIS Corporate Trust, 14, rue Rouget de Lisle 92130 Issy-Les-Moulineaux, pour les actionnaires détenant leurs actions de la Société sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CACEIS Corporate Trust si leurs actions sont détenues au nominatif pur. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport d'actions à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les frais de négociation (notamment les frais de courtage et commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de la Société apportant à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte). Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers via lesquels les actionnaires de la Société apporteraient à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte).

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la Cour d'appel de Paris.

1.3.4. **Centralisation des ordres**

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

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

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

Faisant application des dispositions de l'article 232-3 de son règlement général, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

À la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondants au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). À cette date, les actions apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

1.3.6. **Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre**

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

1.3.7. **Conditions de l'Offre**

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF.

Il est rappelé que le Concert détient à ce jour 44,50% du capital et 56,73% des droits de vote de la Société, de telle sorte qu'il est d'ores et déjà acquis que le seuil de caducité prévu à l'article 231-9, I 1° du règlement général de l'AMF sera atteint à la clôture de l'Offre.

1.3.8. **Possibilité de renonciation à l'Offre**

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur peut renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication. Il peut également renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet, ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du règlement général de l'AMF. En cas de renonciation, les actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

1.3.9. **Calendrier indicatif de l'Offre**

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

6 octobre 2020	- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information de l'Initiateur.
6 octobre 2020	- Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'Expert Indépendant) ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du projet de note en réponse de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
10 novembre 2020	- Déclaration 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 sur le site Internet de l'AMF de la note d'information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société ; - Dépôt auprès de l'AMF des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.
12 novembre 2020	- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document « Autres Informations » de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la Note en Réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société ; - Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ; - Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
13 novembre 2020	Ouverture de l'Offre.
17 décembre 2020	Clôture de l'Offre.
22 décembre 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
29 décembre 2020	Ouverture de l'Offre Réouverte.
30 décembre 2020	Règlement-livraison de l'Offre.
12 janvier 2021	Clôture de l'Offre Réouverte.

15 janvier 2021	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte par l'AMF.
20 janvier 2021	Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

1.3.10. **Restriction 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 les pays autres que la France. La note d'information, 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, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

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 présente 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 pays.

L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la note d'information et 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 d'information ou de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la note d'information, à la Note en Réponse ou 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 actionnaire 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 d'information, 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 soumise 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 États et le District de Columbia.

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

2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

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

- Monsieur Frédéric Sebag, Président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Guy Mamou-Mani, administrateur ;
- Monsieur Laurent Sadoun, administrateur ;
- Madame Valérie Benvenuto, administratrice ;
- Madame Jessica Ifker-Delpirou, administratrice indépendante ;
- Monsieur Dominique Malige, administrateur indépendant ;
- Madame Souad Hibatallah, administratrice représentant les salariés.

2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de Groupe Open, réuni le 17 juillet 2020, a accueilli favorablement le principe de l'Offre et a décidé d'initier le 23 juillet 2020 une procédure d'information-consultation auprès du comité social et économique central (CSEC).

Conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Groupe Open a décidé le 31 août 2020 de constituer un comité *ad hoc* (le « **Comité *ad hoc*** »), composé des membres suivants :

- Madame Jessica Ifker-Delpirou, administratrice indépendante au sens du code Middlenext, nommée le 29 décembre 2016, présidente du comité *ad hoc* ;
- Monsieur Dominique Malige, administrateur indépendant au sens du code Middlenext, nommé le 12 septembre 2008 ;
- Madame Valérie Benvenuto, administratrice, nommée le 12 septembre 2008.

Il est précisé que le Comité *ad hoc* avait pour objet notamment d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé.

Le Conseil d'administration de Groupe Open s'est réuni le 31 août 2020 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Les membres du Comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 5 octobre 2020, sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour Groupe Open, ses actionnaires et ses salariés.

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

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

L'avis motivé du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris les membres indépendants, étant précisé que Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Guy Mamou-Mani, Monsieur Laurent Sadoun et Madame Valérie Benvenuto 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*.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 5 octobre 2020 est reproduit ci-après :

« Le Conseil d'administration de Groupe Open (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« **Offre** »), visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 15 euros par action, initié par New GO (l'« **Initiateur** »).

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Il est rappelé que des représentants de Montefiore Investment V S.L.P (« **Montefiore** ») ont approché Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto (les « **Fondateurs** ») il y a quelques mois pour les informer qu'ils partageaient leur vision de l'entreprise et pour proposer à la Société un accompagnement financier mais également industriel, dans le respect d'une gouvernance équilibrée. Cette approche a suscité l'intérêt des Fondateurs et des discussions ont été entamées avec Montefiore.

Le projet des Fondateurs et de Montefiore a été présenté au Conseil d'administration de la Société, réuni le 17 juillet 2020, qui a accueilli favorablement le principe de l'Offre.

Il est rappelé que les Fondateurs et Montefiore ont conclu le 22 juillet 2020 un accord de négociations exclusives (un *memorandum of understanding*) (le « **MoU** ») dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée, la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société, et de déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO.

La signature du MoU a fait l'objet d'un communiqué de presse le 22 juillet 2020 et une procédure d'information-consultation auprès du comité social et économique central de Open (le « **CSEC** ») a été initiée le 23 juillet 2020.

Le Président rappelle également que, conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Groupe Open a décidé de constituer un comité *ad hoc* (le « **Comité *ad hoc*** »), composé des membres suivants :

- Madame Jessica Ifker-Delpirou, administratrice indépendante au sens du code Middlenext, nommée le 29 décembre 2016, présidente du Comité *ad hoc* ;
- Monsieur Dominique Malige, administrateur indépendant au sens du code Middlenext, nommé le 12 septembre 2008 ;
- Madame Valérie Benvenuto, administratrice, nommée le 12 septembre 2008.

Il est précisé que le Comité *ad hoc* avait pour objet notamment d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé.

Le Président rappelle ensuite que le Conseil d'administration s'est réuni le 31 août 2020 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, en application de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Il est également rappelé qu'un protocole d'investissement a été signé le 2 octobre 2020 (le « **Protocole d'Investissement** ») entre notamment les Fondateurs et Montefiore, aux termes duquel les signataires (en ce compris les membres du groupe familial de certains Fondateurs) ont déclaré agir de concert vis-à-vis de la Société (le « **Concert** »).

Aux termes du Protocole d'Investissement, plus amplement décrit à la section 7.1 du projet de note d'information en réponse établi par la Société, il est prévu qu'à la Date de Réalisation et sous réserve du Succès de l'Offre (tels que ces termes sont définis à la section 7.1 du projet de note d'information en réponse établi par la Société), (i) une partie des actions de la Société détenues par les Fondateurs et leurs groupes familiaux seraient cédées en numéraire à l'Initiateur pour un prix égal au prix d'Offre, soit 15 euros par action Groupe Open, et (ii) le solde des titres de la Société détenus par les Fondateurs et leurs groupes familiaux serait apporté en nature à l'Initiateur (conformément aux termes d'un traité d'apport dont le modèle figure en annexe du Protocole d'Investissement).

Un projet de pacte d'associés, plus amplement décrit à la section 1.3.2 du projet de note d'information en réponse établi par la Société, est également annexé au Protocole d'Investissement et sera conclu à la Date de Réalisation, sous réserve du Succès de l'Offre (tels que ces termes sont définis à la section 7.1 du projet de note d'information en réponse établi par la Société).

Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto indiquent que compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent au regard de la participation qu'ils ont vocation à prendre dans le capital de l'Initiateur et de leur position de co-initiateurs de l'Offre, ils ne s'exprimeront pas en laissant les autres membres du Conseil d'administration débattre, et voteront sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, en suivant uniquement la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

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

- le projet de note d'information de l'Initiateur destiné à être déposé auprès de l'AMF dans les jours suivant la date de la présente réunion du Conseil d'administration, 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 au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 15 euros par action de la Société ;

- le projet de note d'information en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF de manière concomitante au projet de note d'information, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Crowe HAF et de l'avis motivé du Conseil d'administration ; et

- l'avis du CSEC rendu le 21 août 2020.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 31 août 2020, sur recommandation du Comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés par le Comité *ad hoc* lors de la présentation de ses diligences.

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.

Le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, présente son rapport et résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« Il est rappelé que le présent rapport a été présenté au Conseil d'administration de Groupe Open le 5 octobre 2020 et que les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires incluent l'arrivée récente du Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde et ses effets qui sont multiples.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 15,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence*		15,00 €		15,00 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	12,25 €	13,03 €	13,89 €	13,78 €	8,9%
Référence au cours de bourse					
*Cours spot (au 21 juillet 2020**)*		10,68 €		10,68 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 20 jours***		9,91 €		9,88 €	51,8%
*Cours moyen pondéré 60 jours***		9,45 €		9,42 €	59,2%
*Cours moyen pondéré 6 mois***		9,99 €		n.a.	n.a.
Référence aux engagements de cession à New GO		15,00 €		n.a.	n.a.
Méthodes secondaires :					
Méthode des comparables boursiers	14,65 €	n.a.	14,70 €	17,21 €	-12,8%
Référence aux objectifs de cours des analystes***	11,00 €	11,87 €	12,60 €	11,87 €	26,4%
Méthode des transactions comparables		16,02 €		n.a.	n.a.
Référence à l'actif net comptable		14,09 €		n.a.	n.a.

n.a. : non applicable
**6,22% du capital via la signature de contrats d'acquisition de blocs d'actions par New GO auprès d'investisseurs institutionnels (Sycomore, Amiral Gestion et deux autres sociétés de gestion) le 21 juillet 2020*
***l'établissement présentateur se réfère au cours spot et calcule ses cours moyen pondérés au 22/07/2020*
****retenue à titre principal par l'établissement présentateur*

Il est rappelé que le 22 juillet 2020, les Fondateurs et Montefiore Investment ont conclu un accord de négociations exclusives (ou Memorandum of Understanding) dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée, la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société, et de déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO (société créée pour les besoins de l'opération) qui serait réalisé par les membres du Concert.

Un Protocole d'Investissement a été signé le 2 octobre 2020 entre les membres du Concert et Montefiore Investment, celui-ci étant relatif à l'acquisition envisagée, par l'intermédiaire de l'Initiateur (agissant au nom du Concert), de l'intégralité du capital social de la Société. L'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature du Protocole d'Investissement.

Il est rappelé également que le 23 juillet 2020, New GO a procédé à l'acquisition de blocs d'actions de la Société en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 auprès de certains investisseurs institutionnels portant sur un total de 502.698 actions représentant à cette date 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société, au prix de 15 € par action Groupe Open.

Dans ce contexte, New GO, qui détient 6,22% du capital et 4,65% des droits de vote de la Société à la date du présent rapport, dépose une Offre Publique d'Achat portant sur les actions Groupe Open émises, étant précisé que le Concert détient à ce jour 44,50% du capital et 56,74% des droits de vote de la Société, de telle sorte qu'il est d'ores et déjà acquis que le seuil de caducité prévu à l'article 231-9, I 1° du règlement général de l'AMF sera atteint à la clôture de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur (New GO) n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Il est précisé qu'à la Date de Réalisation, postérieure au règlement livraison de l'Offre réouverte, et sous réserve du Succès de l'Offre :

- une partie des titres de la Société détenus par les Fondateurs et les Holdings Fondateurs, soit 622.640 actions de la Société (7,7% du capital), ainsi que la totalité des actions de la Société qui seront détenues par les Membres du Groupe Familial Sadoun à la Date de Réalisation, soit 100.000 actions de la Société (1,2% du capital), seraient cédées en numéraire à New GO pour un prix égal au prix d'Offre (15,00 euros par action Groupe Open), soit au total 722.640 actions cédées représentant 8,9% du capital et 23,4% des actions détenues par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs ;
- le solde des titres de la Société détenus par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, soit 2.370.408 actions de la Société, serait apporté en nature à New GO à une valeur égale au prix d'Offre (15,00 euros par action Groupe Open), représentant 29,3% du capital et 76,6% des actions détenues par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs ;
- conformément aux engagements pris dans le Protocole d'Investissement, l'ensemble des actions cédées et apportées susmentionnées ne seront donc pas apportés à l'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

L'Offre est facultative pour les actionnaires de Groupe Open. Elle permet aux actionnaires de Groupe Open qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Groupe Open fait ressortir des valeurs :
- de 15,00€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Groupe Open ;
- de 13,78€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 9,42€ (cours moyen 60 jours) à 9,88€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 10,68€ pour le cours spot au 21 juillet 2020, date précédant l'annonce de l'opération ;
- de 17,21€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- de 11,87€ pour la référence aux objectifs de cours des analystes (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 15,00€ par action dans le cadre de la présente Offre :
- ne présente ni prime ni décote sur le prix des transactions de référence intervenues récemment sur le capital de Groupe Open ;
- présente une prime de 8,9% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 40,4% (cours de clôture au 21 juillet 2020) à 59,2% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une décote de 12,8% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une prime de 26,4% sur la référence aux objectifs de cours des analystes (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire aux transactions de référence conclus le 21 juillet 2020 avec différents investisseurs institutionnels et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque mises en œuvre (méthode des flux de trésorerie actualisés) et sur la référence aux objectifs de cours. Le prix proposé présente toutefois une décote sur la valeur extériorisée par la méthode des comparables boursiers.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 15,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe Open. »

Travaux et recommandation du Comité ad hoc

Madame Jessica Ifker-Delpirou, en sa qualité de présidente 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 compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité *ad hoc* sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle de Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, notamment du fait de son expertise reconnue dans des opérations d'offres publiques, des conditions financières de sa proposition et la séniorité de son équipe.

Le cabinet Crowe HAF 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 31 août 2020 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'expert indépendant.

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

- Le 8 septembre 2020, le Comité *ad hoc* a tenu sa première réunion avec l'expert indépendant. Le cabinet Crowe HAF était représenté par Monsieur Olivier Grivillers. L'expert indépendant a présenté au Comité *ad hoc* son programme de travail. Le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui pouvaient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. Une liste des documents nécessaires à la bonne réalisation de la mission de l'expert a été revue. Le Comité *ad hoc* a fait part à l'expert indépendant des points d'attention qu'il souhaitait voir traités et analysés, dont notamment les accords connexes à l'Offre ;

- Le 18 septembre 2020, le Comité *ad hoc* s'est à nouveau réuni par visioconférence avec l'expert indépendant pour faire le point sur l'avancement des travaux de ce dernier. L'expert indépendant a présenté ses résultats préliminaires et a discuté avec les membres du Comité *ad hoc* des différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'expert indépendant. L'expert indépendant a fait un point sur les entretiens déjà réalisés et sur les informations et documents nécessaires à l'exécution de ses travaux ;

- Le 1er octobre 2020, le Comité *ad hoc* a tenu une visioconférence en amont du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Le Comité *ad hoc* a procédé à la revue du rapport définitif de l'expert indépendant et a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration afin qu'il puisse émettre un avis motivé sur l'Offre ;

- Le Comité *ad hoc* s'est notamment assuré que l'expert indépendant a pu mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et qu'il a eu en sa possession l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission ;

- Le Comité *ad hoc* s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant correspondait au dernier plan d'affaires présenté au Conseil d'administration ;

- Le Comité *ad hoc* a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à 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 (i) au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens et (ii) aux membres du Conseil d'administration d'apporter leurs actions Groupe Open à l'Offre.

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, le Conseil relève que :

- les Fondateurs ont assuré depuis sa création la gestion et le développement de l'activité, et en exercent toujours conjointement la direction. Ils détiennent, directement et indirectement, en ce compris les membres de leurs groupes familiaux, 3.093.048 actions Groupe Open représentant environ 38,28% du capital et 52,16% des droits de vote théoriques ;

- l'Offre vise à accélérer la transformation de Groupe Open et réinscrire le groupe dans une dynamique de croissance, en lui permettant de disposer des moyens pour financer les investissements nécessaires à cette transformation. Ces moyens financiers devraient permettre à Groupe Open de financer des acquisitions, qui seront dans un premier temps dilutives, avec un objectif de création de valeur dans un horizon de 4 à 5 ans ;

- L'Offre vise également à associer l'équipe dirigeante (hors fondateurs) au projet de développement de la Société ;

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

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

- le prix offert de 15 euros par action extériorise une prime de 40,4% par rapport au cours de bourse de clôture précédant l'annonce de l'Offre (moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes au 22 juillet 2020, qui s'élevait à 10,68 euros) et, respectivement, de 51,3%, 58,8%, 50,2% et 35,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant cette date ;

- le prix offert de 15 euros par action est supérieur au prix du marché observé au cours des 6 mois précédant la crise du Covid-19 (i.e. de septembre 2019 à février 2020) ;

- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 15 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre. Le Comité *ad hoc* partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;

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

- en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué qu'il « *se réserve la possibilité de revoir, en ce compris à la baisse, la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement* ».

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

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

- le CSEC a rendu, lors de sa réunion du 21 août 2020, un avis avec réserves sur l'Offre.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur Portzamparc, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) de l'avis du comité social et économique central, (v) des conclusions des travaux de revue du Comité *ad hoc* et (vi) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré et étant rappelé que les Fondateurs 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 :

- de prendre acte que le CSEC a rendu un avis avec réserves sur l'Offre ;

- 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 1.135 actions auto-détenues affectées au contrat de liquidité ;

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

- d'autoriser, en tant que de besoin, le 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. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, le comité social et économique central de Groupe Open a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société et a rendu, le 21 août 2020, un avis motivé sur le projet d'Offre.

Cet avis est reproduit dans son intégralité en Annexe 2, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du Code du travail.

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

Aux termes d'un protocole d'investissement conclu le 2 octobre 2020, plus amplement décrit à la section 7.1 de la Note en Réponse, il est précisé qu'à la Date de Réalisation, sous réserve du Succès de l'Opération, (i) une partie des actions de la Société détenues par les Fondateurs seraient cédées en numéraire à l'Initiateur pour un prix égal au Prix d'Offre, soit 15,0 euros par action Groupe Open et (ii) le solde des titres de la Société détenus par les Fondateurs serait apporté en nature à l'Initiateur.

Conformément à l'article 15.1 des statuts de la Société, lequel impose la détention d'au moins une (1) action Groupe Open pour exercer les fonctions d'administrateur de la Société, chaque administrateur de la Société détient au moins une (1) action Groupe Open. Par exception, les administrateurs représentant les salariés ne sont pas tenus de posséder un nombre minimum d'actions Groupe Open.

Sous réserve de la conservation de cette action Groupe Open conformément à l'article 15.1 des statuts de la Société, Monsieur Dominique Malige et Madame Jessica Ifker-Delpirou ont indiqué qu'ils apporteront à l'Offre les actions Groupe Open qu'ils détiennent, étant précisé que Madame Souad Hibatallah, administratrice représentant les salariés, ne détient aucune action Groupe Open à la date de la Note en Réponse.

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

A la date de la présente Note en Réponse, 1.135 actions sont auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité conclu avec la société Crédit Industriel et Commercial suspendu le 21 juillet 2020.

Le Conseil d'administration de la Société réuni en date du 5 octobre 2020 a décidé que ces titres ne seront pas apportés à l'Offre. Ces actions auto-détenues ne sont donc pas visées par l'Offre.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 31 août 2020, le Conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du Comité *ad hoc*, et conformément aux dispositions de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La version finale de ce rapport, en date du 3 novembre 2020, est reproduite dans son intégralité en Annexe 1, et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

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

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la présente Section 7, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Ces différents accords ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix, ni aucune clause de prix de sortie garanti.

Il est enfin précisé que les futures opérations qui seront réalisées en vertu de ces accords le seront en tout état de cause après la clôture de l'Offre Réouverte, à la Date de Réalisation, à savoir (x) à la plus tardive des dates à intervenir entre (a) l'expiration d'une période de trente-cinq (35) jours calendaires suivant la date du règlement-livraison de l'Offre Réouverte, soit le 24 février 2021 selon le calendrier indicatif dans la présente Note d'Information et (b) le 29 janvier 2021 ou (y) à toute autre date convenue d'un commun accord entre les signataires du Protocole d'Investissement.

7.1. PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT

Comme indiqué à la section 1.2.1 de la Note en Réponse, le Protocole d'Investissement a été signé le 2 octobre 2020 entre les membres du Concert.

Aux termes du Protocole d'Investissement, il est prévu, en cas de Succès de l'Opération, la réalisation des opérations décrites ci-dessous qui interviendront à la Date de Réalisation qui, pour mémoire, correspondra à (x) à la plus tardive des dates à intervenir entre (a) l'expiration d'une période de trente-cinq (35) jours calendaires suivant la date du règlement-livraison de l'Offre Réouverte, soit le 24 février 2021 selon le calendrier indicatif modifié présenté ci-dessus et (b) le 29 janvier 2021 ou (y) à toute autre date convenue d'un commun accord entre les parties au Protocole d'Investissement :

1. *Cessions des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées*

A la Date de Réalisation, les 622.640 Actions Fondateurs Cédées et les 100.000 Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées seront cédées à New GO pour un prix égal à 15 euros par action Groupe Open, à savoir le prix de l'Offre.

2. *Apports des Fondateurs, des Holdings Fondateurs et des Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani*

A la Date de Réalisation, les 2.370.408 actions de Groupe Open (faisant l'objet des Apports) seront apportées par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani à New GO sur la base d'un prix de 15 euros par action, à savoir le prix de l'Offre.

En rémunération de ces Apports, New GO procédera à la Date de Réalisation à l'émission des titres ci-dessous[8] :

i. 368.715 actions de préférence de catégorie A (les « **ADP A** »)[9] d'une valeur nominale d'un euro, émises au pair au profit des Fondateurs et des Holdings Fondateurs ;

ii. 20.089.988 actions de préférence de catégorie B (les « **ADP B** »)[10] d'une valeur nominale d'un euro assortie d'une prime d'émission / d'apport totale d'environ 376.970 euros, au profit des Fondateurs et des Holdings Fondateurs ; et

iii. 14.720.445 obligations convertibles en ADP B d'un euro de valeur nominale (les « **OC Fondateurs** »)[11] au bénéfice des Fondateurs, des Holdings Fondateurs et des Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani.

3. *Emission de titres au profit de Montefiore*

A la Date de Réalisation, New GO procédera à l'émission des titres ci-dessous au profit de Montefiore par compensation avec les Avances en Compte Courant :

i. un nombre maximum de 29.447.446 actions ordinaires d'une valeur nominale d'un euro chacune, émises au pair, d'un montant égal à environ 49,08% de la somme nécessaire au financement de *(a)* l'acquisition des actions de Groupe Open qui se seraient présentées à l'Offre et *(b)* les frais relatifs à l'acquisition des actions de Groupe Open excédant la partie des frais financée (i) par

[8] A noter qu'il sera procédé à la Date de Réalisation à un ajustement de la valorisation des titres de New GO sur la base des résultats de l'Offre pouvant donc entraîner un ajustement de la table de capitalisation de New GO telle que présentée dans la Note d'Information.

[9] Les ADP A prévoient au profit de leurs titulaires la rétrocession, le cas échéant, d'une quote-part de la plus-value de Montefiore à la sortie (i.e. le transfert de titres de New GO directement et/ou indirectement via le transfert de titres de Manco entrainant un transfert de la totalité des titres de New GO au bénéfice d'un tiers ou d'un associé autre que Montefiore ou l'un de ses affiliés).

[10] Les ADP B confèreront à leurs titulaires (i) un droit de vote double (ou le cas échéant, un droit de vote multiple) à compter de la Date de Réalisation et jusqu'au complet rachat des OC Fondateurs (en circulation au moment du rachat), et (ii) un droit anti-dilutif permettant de neutraliser l'effet dilutif des ADP A.

[11] Les OC Fondateurs, ayant une durée de 10 ans, porteront intérêt à 2% et pourraient être convertibles à raison pour chaque OC Fondateur d'une ADP B, d'un euro de valeur nominale conformément à leurs termes et conditions.

l'apport en numéraire de D&A et (ii) par l'apport en numéraire de Manco (la « **Quote-Part de Frais Montefiore** ») ;

ii. un nombre maximum de 30.552.553 obligations de catégorie 1 convertibles en actions de préférence de catégorie D (les « **ADP D** »)[12] d'un euro de valeur nominale (les « **OC T1** »)[13], d'un montant égal à environ 50,92% de la somme nécessaire au financement de *(a)* l'acquisition des actions de Groupe qui se seraient présentées à l'Offre et *(b)* les frais relatifs à l'acquisition des actions de Groupe Open excédant la partie des frais financée par la Quote-Part de Frais Montefiore ; et

iii. un nombre d'obligations de catégorie 2 convertibles en ADP D d'un euro de valeur nominale (les « **OC T2** »)[14] correspondant à un nombre égal à la somme (i) du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées, soit 10.839.600 euros, et (ii) le cas échéant, du solde du montant nécessaire au financement de l'acquisition des actions de Groupe Open qui se seraient présentées à l'Offre au-delà du seuil de 60.000.000 euros (incluant la Quote-Part des Frais Montefiore). Il est précisé que les parties se sont engagées à coopérer de bonne foi dans la recherche du financement nécessaire au refinancement des OC T2, avec pour objectif que ledit refinancement intervienne dans les plus brefs délais à compter de la Date de Réalisation.

Dans l'hypothèse où le montant nécessaire au financement (a) de l'acquisition des actions de Groupe Open qui se seraient présentées à l'Offre et (b) de la Quote-Part de Frais Montefiore, serait inférieur à 60.000.000 euros, il sera également procédé à l'émission, réservée à Montefiore, de bons de souscription d'actions ordinaires émis de manière autonome gratuitement (les « **BSA** ») dont le nombre sera déterminé en fonction du montant restant à financer selon les principes décrits ci-avant, étant précisé que le titulaire de BSA devra, concomitamment à l'exercice des BSA, souscrire à des OC T1 (tel que ce terme est défini ci-après), de telle sorte qu'il souscrive à concurrence d'environ 49,08% à des actions ordinaires résultant de l'exercice des BSA et à concurrence d'environ 50,92% à des OC T1.

4. *Emission de titres au profit de D&A*

A la Date de Réalisation, New GO procèdera à l'émission des titres ci-dessous au profit de D&A en rémunération de l'apport en numéraire de D&A :

i. 350.000 actions ordinaires d'une valeur nominale d'un euro chacune, émises au pair au profit de D&A ; et

ii. 150.000 OC T1 au bénéfice de D&A.

5. *Emission de titres au profit de Manco*[15]

A la Date de Réalisation, New GO procèdera à l'émission des titres ci-dessous au profit de Manco en rémunération de l'apport en numéraire de Manco :

i. 368.701 ADP A d'une valeur nominale d'un euro émises au pair ; et

ii. 1.797.569 actions de préférence de catégorie C (les « **ADP C** »)[16] d'une valeur nominale d'un euro, assortie d'une prime d'émission totale d'environ 33.730 euros, soit un prix de souscription total d'environ 1.831.299 euros.

---

[12] Les ADP D donneront droit, au titre de chaque exercice, à perception d'un dividende prioritaire, reportable et cumulatif prélevé en priorité sur toute autre distribution.

[13] Les OC T1, ayant une durée de 10 ans, porteront intérêt capitalisé à 8% l'an et pourraient être convertibles à raison pour chaque OC T1 d'une ADP D, d'un euro de valeur nominale, conformément à leurs termes et conditions.

[14] Les OC T2, ayant une durée de 10 ans, porteront intérêt capitalisé à 8% l'an et pourraient être convertibles à raison pour chaque OC T2 d'une ADP D, d'un euro de valeur nominale conformément à leurs termes et conditions.

*[15] Manco est un véhicule qui sera porté dans un premier temps par Montefiore et qui a vocation à porter l'investissement de certains collaborateurs du groupe Groupe Open et de New GO (les « **Managers** ») dans New GO (et indirectement dans Groupe Open) (« **Manco** »). Manco détiendra un maximum de 4,28% du capital et 3,06% des droits de vote de New GO.*

[16] Les ADP C confèreront à leurs titulaires (i) les mêmes droits politiques qu'une action ordinaire et (ii) un droit anti-dilutif permettant de neutraliser l'effet dilutif des ADP A.

Ces émissions se feront pour les besoins du Bridge et de la Réserve (tels que ces termes sont définis ci-après).

6. *Valorisation des titres à émettre par New GO*[17]

Les opérations décrites ci-dessus ont été faites sur la base d'un prix de 15 euros par action Groupe Open correspondant au prix de l'Offre.

Les titres émis en rémunération des différents apports ont fait l'objet d'une valorisation effectuée par un tiers expert et ne traduisent aucun complément de prix.

Investissement des Managers

En cas de Succès de l'Opération, Manco procèdera à la Date de Réalisation à une augmentation de capital d'un montant total de 2.200.000 euros, par émission de 2.200.000 actions ordinaires nouvelles de Manco d'une valeur nominale d'un (1) euro chacune (l'« **Augmentation de Capital Manco** »). Montefiore s'est engagé à (i) souscrire, à la Date de Réalisation, à l'Augmentation de Capital Manco et (ii) libérer dès la souscription le montant total de sa souscription par versement des fonds correspondants sur le compte bancaire ouvert au nom de Manco. En conséquence de la réalisation de l'Augmentation de Capital Manco, Montefiore détiendra la totalité des actions ordinaires Manco dont :

- 400.000 actions ordinaires Manco feront partie d'une réserve en vue de leur allocation à des dirigeants et salariés clés futurs ou existants du groupe (en ce compris New GO) postérieurement à la Date de Réalisation (la « **Réserve** ») ; et

- 1.800.000 actions ordinaires Manco seront portées par Montefiore jusqu'au Débouclage du Bridge (tel que ce terme est défini ci-dessous) (le « **Bridge** »).

Au plus tard à la fin du premier semestre 2021, les Managers procèderont à l'acquisition auprès de Montefiore des actions ordinaires Manco portées dans le cadre du Bridge (soit 1.800.000 actions ordinaires) pour un prix d'acquisition égal au prix versé par Montefiore à la Date de Réalisation au titre de la souscription desdites actions ordinaires Manco (le « **Débouclage du Bridge** »), étant précisé que les montants maximum d'investissement pourront varier selon les Managers concernés.

Conditions suspensives

Il est précisé que les parties au Protocole d'Investissement ont subordonné la réalisation de l'acquisition de la Société par l'Initiateur à la satisfaction préalable des conditions suspensives suivantes :

- l'obtention de la déclaration de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre selon les conditions visées aux présentes, purgée de tout recours ; et

- l'obtention des mainlevées portant sur toute sûreté consentie sur les actions de la Société par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs (condition à laquelle Montefiore peut renoncer).

L'ensemble des conditions suspensives devront être levées de manière à ce que la Date de Réalisation intervienne au plus tard le 12 mars 2021, sauf accord contraire des parties au Protocole d'Investissement.

Structures actionnariales de l'Initiateur et de la Société à l'issue des opérations devant intervenir à la Date de Réalisation

[17] *Il est précisé que la valorisation des titres de New GO devant être émis à la Date de Réalisation a été effectuée par un expert financier sur la base d'une hypothèse centrale de résultats de l'Offre s'élevant à 44,70% de la totalité des actions ordinaires de Groupe Open. Cette valorisation pourrait faire l'objet d'un ajustement en fonction du résultat final de l'Offre.*

Il s'agit d'estimations de la structure actionnariale de l'Initiateur et de la Société à la Date de Réalisation[18], selon les trois hypothèses suivantes :

- *cas plancher : New GO a acquis 12,03% des titres détenus par le flottant lui permettant de détenir 50,01% du capital et des droits de vote de Groupe Open ;*
- *cas central : New GO a acquis 69,39% des titres détenus par le flottant lui permettant de détenir 83,01% du capital de Groupe Open ;*
- *cas maximal : New GO a acquis la totalité du flottant.*

Cas plancher

Structure actionnariale de New GO (cas plancher)

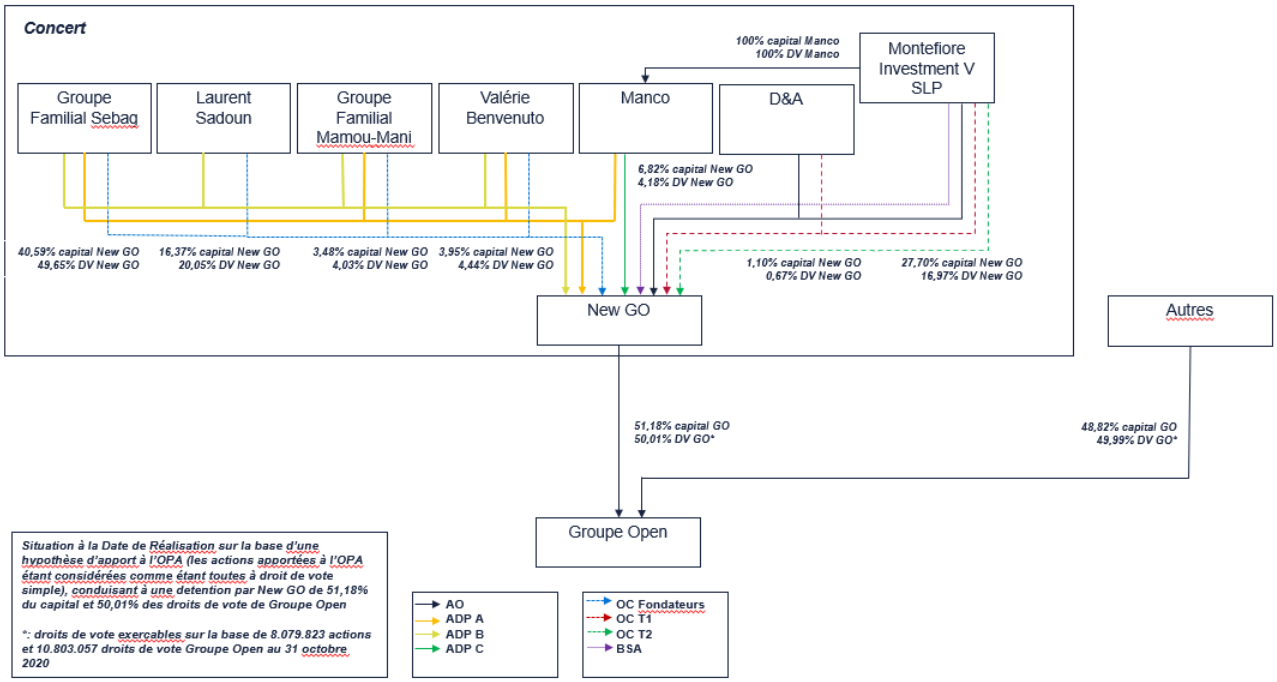
	AO	BSA #	ADP Fondateurs	ADP Managers	Prime ADP Fondateurs et Managers	ADP A	% capital	% droits de vote	OC Fondateurs	OC T1	OC T2	Total
Montefiore	***8 802 067***	***20 645 380***	***0***	***0***	***0***	***0***	***27,70%***	***16,97%***	***0***	***9 132 390***	***10 839 600***	***28 774 057***
Frédéric Sebag	0		9 605 271	0	180 233,77	0	30,23%	37,04%	4 193 805	0	0	13 979 310
Double Impact Investissement	0		3 249 525	0	60 974,24	44 250	10,37%	12,62%	1 437 750	0	0	4 792 499
Léa Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	110 115	0	0	110 115
Allison Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	117 615	0	0	117 615
Zacharie Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	230 115	0	0	230 115
Groupe familial Sebag	***0***		***12 854 796***	***0***	***241 208,01***	***44 250***	***40,59%***	***49,65%***	***6 089 400***	***0***	***0***	***19 229 654***
Laurent Sadoun	***0***		***5 200 595***	***0***	***97 584,22***	***0***	***16,37%***	***20,05%***	***5 298 180***	***0***	***0***	***10 596 359***
Guy Mamou-Mani	0		0	0	0,00	117 990	0,37%	0,23%	1 065 105	0	0	1 183 095
Gadax Conseil	0		987 240	0	18 524,62	0	3,11%	3,81%	1 556 985	0	0	2 562 750
Axel Mamou-Mani	0		0	0	0,00	0	0,00%	0,00%	165 000	0	0	165 000
Groupe familial Mamou-Mani	0		***987 240***		***18 524,62***	***117 990***	***3,48%***	***4,03%***	***2 787 090***	0	0	***3 910 845***
Valérie Benvenuto	***0***		***1 047 357***	***0***	***19 652,66***	***206 475***	***3,95%***	***4,44%***	***545 775***	***0***	***0***	***1 819 260***
Sous-total sous-concert Fondateurs	***0***		***20 089 988***	***0***	***376 969,51***	***368 715***	***64,39%***	***78,17%***	***14 720 445***	***0***	***0***	***35 556 118***
Manco	***0***		***0***	***1 797 569***	***33 729,68***	***368 701***	***6,82%***	***4,18%***	***0***	***0***	***0***	***2 200 000***
D&A	***350 000***		***0***	***0***	***0***	***0***	***1,10%***	***0,67%***	***0***	***150 000***	***0***	***500 000***
	9 152 067	20 645 380	20 089 988	1 797 569	410 699,19	737 416	100,00%	100,00%	14 720 445	9 282 390	10 839 600	67 030 174

Structure actionnariale Groupe Open (cas plancher)

	# titres	% capital	# de droits de vote	% droits de vote
NewGO	**4 135 345**	**51,18%**	**4 135 345**	**50,01%**
Flottant	**3 944 478**	**48,82%**	**4 133 711**	**49,99%**
	8 079 823	100,00%	8 269 056	100,00%

Organigramme à la Date de Réalisation (cas plancher)

[18] Sous réserve du Succès de l'Opération. Il est précisé que les données sont présentées à titre indicatif compte tenu du fait que le taux de ramassage de flottant à l'Offre aura un impact sur la valorisation des titres et donc sur le nombre de titres à émettre.



Cas central

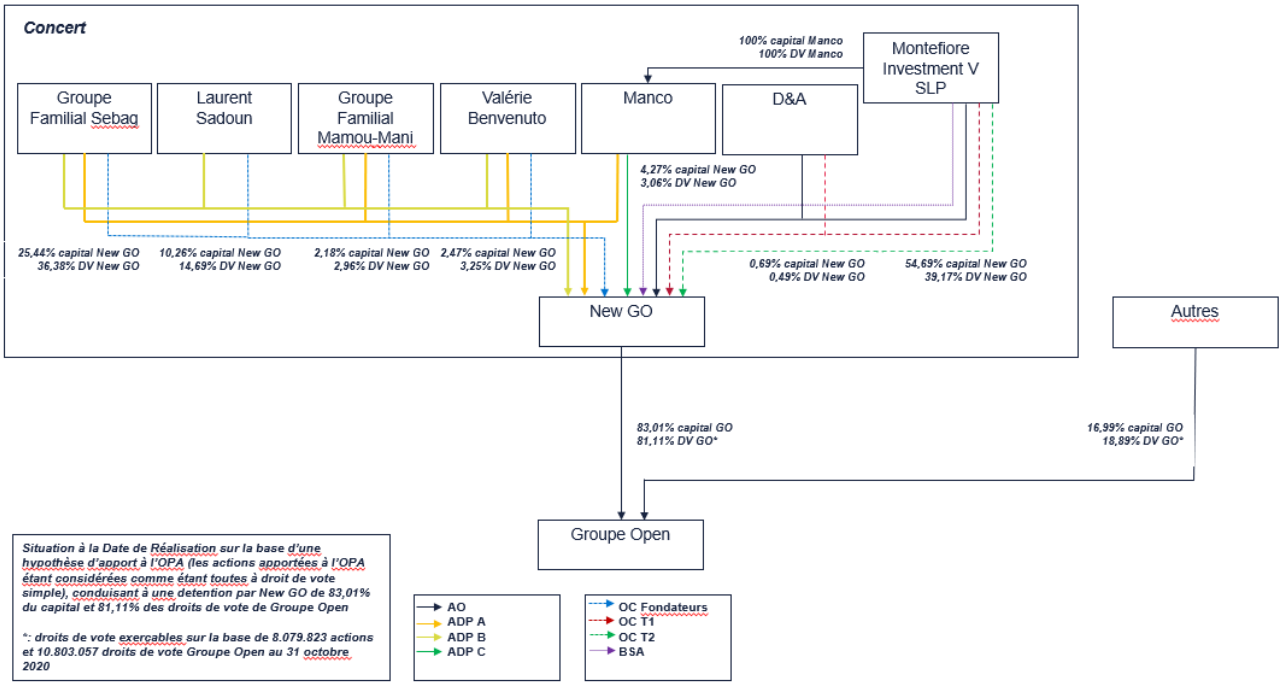
Structure actionnariale de New GO (cas central)

	AO	BSA #	ADP Fondateurs	ADP Managers	Prime ADP Fondateurs et Managers	ADP A	% capital	% droits de vote	OC Fondateurs	OC T1	OC T2	Total
Montefiore	***27 735 942***	***1 711 505***	***0***	***0***	***0***	***0***	***54,69%***	***39,17%***	***0***	***28 776 818***	***10 839 600***	***67 352 360***
Frédéric Sebag	0		9 605 271	0	180 233,77	0	18,94%	27,13%	4 193 805	0	0	13 979 310
Double Impact Investissement	0		3 249 525	0	60 974,24	44 250	6,50%	9,24%	1 437 750	0	0	4 792 499
Léa Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	110 115	0	0	110 115
Allison Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	117 615	0	0	117 615
Zacharie Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	230 115	0	0	230 115
Groupe familial Sebag	***0***		***12 854 796***	***0***	***241 208,01***	***44 250***	***25,44%***	***36,38%***	***6 089 400***	***0***	***0***	***19 229 654***
Laurent Sadoun	***0***		***5 200 595***	***0***	***97 584,22***	***0***	***10,26%***	***14,69%***	***5 298 180***	***0***	***0***	***10 596 359***
Guy Mamou-Mani	0		0	0	0,00	117 990	0,23%	0,17%	1 065 105	0	0	1 183 095
Gadax Conseil	0		987 240	0	18 524,62	0	1,95%	2,79%	1 556 985	0	0	2 562 750
Axel Mamou-Mani	0		0	0	0,00	0	0,00%	0,00%	165 000	0	0	165 000
Groupe familial Mamou-Mani	0		***987 240***		***18 524,62***	***117 990***	***2,18%***	***2,96%***	***2 787 090***	0	0	***3 910 845***
Valérie Benvenuto	***0***		***1 047 357***	***0***	***19 652,66***	***206 475***	***2,47%***	***3,25%***	***545 775***	***0***	***0***	***1 819 260***
Sous-total sous-concert Fondateurs	***0***		***20 089 988***	***0***	***376 969,51***	***368 715***	***40,35%***	***57,28%***	***14 720 445***	***0***	***0***	***35 556 118***
Manco	***0***		***0***	***1 797 569***	***33 729,68***	***368 701***	***4,27%***	***3,06%***	***0***	***0***	***0***	***2 200 000***
D&A	***350 000***		***0***	***0***	***0***	***0***	***0,69%***	***0,49%***	***0***	***150 000***	***0***	***500 000***
	28 085 942	1 711 505	20 089 988	1 797 569	410 699,19	737 416	100,00%	100,00%	14 720 445	28 926 818	10 839 600	105 608 477

Structure actionnariale de Groupe Open (cas central)

	# titres	% capital	# de droits de vote	% droits de vote
NewGO	**6 707 232**	**83,01%**	**6 707 232**	**81,11%**
Flottant	**1 372 591**	**16,99%**	**1 561 824**	**18,89%**
	8 079 823	**100,00%**	**8 269 056**	**100,00%**

Organigramme à la Date de Réalisation (cas central)



Cas maximal

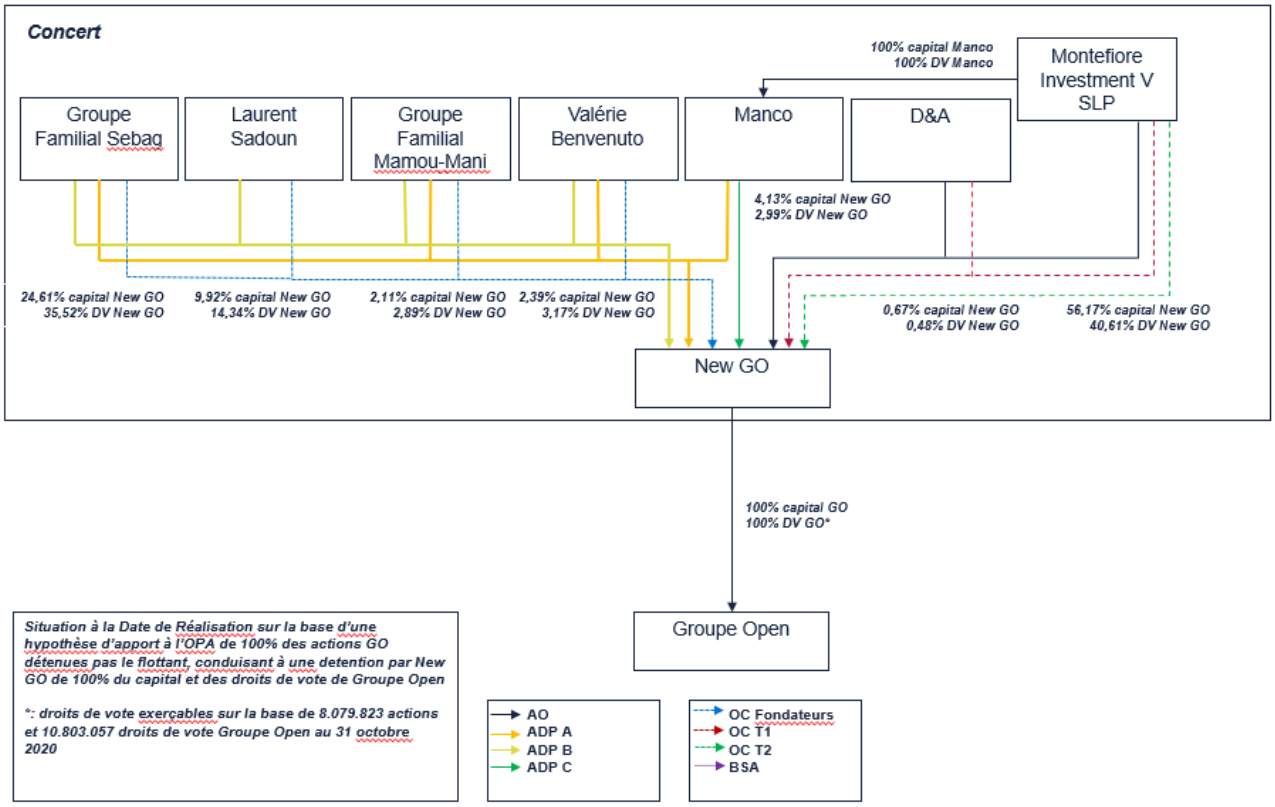
Structure actionnariale de New GO (cas maximal)

	AO	BSA #	ADP Fondateurs	ADP Managers	Prime ADP Fondateurs et Managers	ADP A	% capital	% droits de vote	OC Fondateurs	OC T1	OC T2	Total
Montefiore	***29 447 447***	***0***	***0***	***0***	***0***	***0***	***56,17%***	***40,61%***	***0***	***30 552 553***	***27 940 177***	***87 940 177***
Frédéric Sebag	0		9 605 271	0	180 233,77	0	18,32%	26,49%	4 193 805	0	0	13 979 310
Double Impact Investissement	0		3 249 525	0	60 974,24	44 250	6,28%	9,02%	1 437 750	0	0	4 792 499
Léa Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	110 115	0	0	110 115
Allison Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	117 615	0	0	117 615
Zacharie Sebag	0		0	0	0,00		0,00%	0,00%	230 115	0	0	230 115
Groupe familial Sebag	***0***		***12 854 796***	***0***	***241 208,01***	***44 250***	***24,61%***	***35,52%***	***6 089 400***	***0***	***0***	***19 229 654***
Laurent Sadoun	***0***		***5 200 595***	***0***	***97 584,22***	***0***	***9,92%***	***14,34%***	***5 298 180***	***0***	***0***	***10 596 359***
Guy Mamou-Mani	0		0	0	0,00	117 990	0,23%	0,16%	1 065 105	0	0	1 183 095
Gadax Conseil	0		987 240	0	18 524,62	0	1,88%	2,72%	1 556 985	0	0	2 562 750
Axel Mamou-Mani	0		0	0	0,00	0	0,00%	0,00%	165 000	0	0	165 000
Groupe familial Mamou-Mani	0		***987 240***		***18 524,62***	***117 990***	***2,11%***	***2,89%***	***2 787 090***	0	0	***3 910 845***
Valérie Benvenuto	***0***		***1 047 357***	***0***	***19 652,66***	***206 475***	***2,39%***	***3,17%***	***545 775***	***0***	***0***	***1 819 260***
Sous-total sous-concert Fondateurs	***0***		***20 089 988***	***0***	***376 969,51***	***368 715***	***39,03%***	***55,92%***	***14 720 445***	***0***	***0***	***35 556 118***
Manco	***0***		***0***	***1 797 569***	***33 729,68***	***368 701***	***4,13%***	***2,99%***	***0***	***0***	***0***	***2 200 000***
D&A	***350 000***		***0***	***0***	***0***	***0***	***0,67%***	***0,48%***	***0***	***150 000***	***0***	***500 000***
	29 797 447	0	20 089 988	1 797 569	410 699,19	737 416	100,00%	100,00%	14 720 445	30 702 553	27 940 177	126 196 294

Structure actionnariale de Groupe Open (cas maximal)

	# titres	% capital	# de droits de vote	% droits de vote
NewGO	**8 079 823**	**100,00%**	**8 079 823**	**100,00%**
Flottant	**0**	**0,00%**	**0**	**0,00%**
	8 079 823	**100,00%**	**8 079 823**	**100,00%**

Organigramme à la Date de Réalisation (cas maximal)



En cas de Succès de l'Opération et quelles que soient les hypothèses, les Fondateurs conserveront ensemble, en tout état de cause à l'issue de la réalisation des opérations, la majorité des droits de vote dans New GO en raison des droits de vote doubles / multiples rattachés aux ADP B.

Demandes de dérogation et de constat de non-lieu à déposer un projet d'offre publique résultant des opérations devant intervenir à la Date de Réalisation

En cas de Succès de l'Opération, la réalisation des opérations devant intervenir à la Date de Réalisation entrainerait le franchissement par New Go à titre individuel de seuils déclenchant en principe l'obligation pour New Go de lancer un projet d'offre publique visant la totalité des actions de Groupe Open, pour laquelle une demande de dérogation est sollicitée dans le cadre de l'Offre en vertu de l'article 234-8 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, en cas de Succès de l'Opération, la signature par Manco du Pacte d'Associés et l'élargissement du concert en résultant, placeraient Manco dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant la totalité des actions de Groupe Open, pour laquelle une demande de constat de non-lieu est sollicitée dans le cadre de l'Offre en vertu de l'article 234-7 du règlement général de l'AMF.

7.2. PACTE D'ASSOCIES RELATIF A L'INITIATEUR

À l'issue des opérations à intervenir conformément au Protocole d'Investissement, Montefiore, les Fondateurs, SC Double Impact Investissement, Gadax Conseil, les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, D&A et Manco signeront, à la Date de Réalisation, un pacte d'associés à l'effet de définir (i) les principes devant organiser leurs rapports au sein de New GO ainsi que les conditions qu'elles entendent respecter lors de la cession de tout ou partie de leur participation dans le capital de New GO et (ii) la manière dont la Société sera gérée (le « **Pacte d'Associés** »).

Le Pacte d'Associés, constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société, a notamment vocation à décrire la gouvernance envisagée de New GO et de la Société ainsi que les règles applicables aux

Transferts de titres de la Société, pour toute période pendant laquelle Montefiore détiendrait :

(a) une participation minoritaire en droits de vote dans New GO et une quote-part des fonds propres et quasi-fonds propres de New GO inférieure à celle détenue par les Fondateurs[19] et les Managers (« **Minoritaire Économique** ») ;

(b) une participation minoritaire en droits de vote dans New GO et une quote-part des fonds propres et quasi-fonds propres de New GO supérieure à celle détenue par les Fondateurs et les Managers (« **Minoritaire Juridique** »).

Le Pacte d'Associés prendra effet à la Date de Réalisation et restera en vigueur pendant une durée de quinze (15) ans à compter de la Date de Réalisation, sauf en cas de sortie, définie comme le transfert de la totalité des titres New GO au bénéfice d'un tiers ou d'un associé autre que Montefiore ou l'un de ses affiliés, sans préjudice de la faculté de réinvestissement des Fondateurs ou des Managers.

Gouvernance de l'Initiateur

Pendant toute la durée du Pacte d'Associés, l'Initiateur sera dirigé par un Président, au sens de l'article L. 227-6 du Code de commerce (le « **Président** »), qui assurera la gestion de l'Initiateur sous le contrôle d'un comité stratégique (le « **Comité Stratégique** »).

Le Président, personne physique ou morale, sera nommé pour une durée limitée ou illimitée par les membres du Comité Stratégique. Le premier Président nommé pour une durée illimitée sera Monsieur Frédéric Sebag.

En cas de cessation par Monsieur Frédéric Sebag (ou l'un quelconque des Présidents suivants) de ses fonctions de Président de New GO ou de président-directeur général de la Société pour une raison quelconque, le nouveau Président de New GO et le nouveau président-directeur général de la Société seront désignés :

- dans l'hypothèse où et tant que Montefiore est Minoritaire Économique : d'un commun accord entre Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto et, à défaut d'accord entre Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto, par deux d'entre eux dans tous les cas après consultation de Montefiore ;

- dans l'hypothèse où et tant que Montefiore est Minoritaire Juridique : d'un commun accord entre Montefiore et Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto et, à défaut d'accord entre eux, d'un commun accord entre Montefiore et au moins deux des Fondateurs restants.

Le Comité Stratégique sera composé à tout moment de 5 membres avec voix délibérative, dont (i) 3 membres nommés sur proposition (liante) des Fondateurs (les « **Représentants des Fondateurs** »), et (ii) 2 membres nommés sur proposition (liante) de Montefiore (les « **Représentants de Montefiore** »).

Les premiers membres du Comité Stratégique nommés à la Date de Réalisation seront les suivants, chacun étant nommé pour une durée illimitée : (i) les premiers Représentants des Fondateurs seront Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto ; et (ii) les premiers Représentants de Montefiore seront Monsieur Daniel Elalouf et Montefiore Investment SAS représentée par Monsieur Gautier Devignes. Monsieur Guy Mamou-Mani sera désigné président du Comité Stratégique à la Date de Réalisation.

Le Comité Stratégique comprendra également à tout moment un censeur lequel sera nommé sur proposition (liante) de D&A par les associés (le « **Censeur** »). Le premier Censeur sera Monsieur Jean-Marc Dayan.

Le Comité Stratégique est chargé d'assister le Président dans le cadre de l'élaboration de la stratégie des activités du Groupe. Par ailleurs, le Comité Stratégique dispose de la compétence exclusive de

[19] *Pour les besoins du Pacte d'Associés, le terme « Fondateurs » inclut Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani, Madame Valérie Benvenuto ainsi que les sociétés SC Double Impact Investissement et Gadax Conseil.*

procéder à la nomination et la révocation du Président conformément aux statuts de la Société. Enfin, le Comité Stratégique autorise toute décision stratégique avant que celle-ci ne soit décidée ou mise en œuvre.

Les décisions suivantes soumises au Comité Stratégique, à l'exception des Décisions Stratégiques Qualifiées (tel que ce terme est défini ci-dessous), devront être préalablement autorisées par le Comité Stratégique, lequel statue dans les conditions de quorum et de majorité suivantes :

- Dans l'hypothèse où et tant que Montefiore est Minoritaire Économique :

Toute décision du Comité Stratégique sera valablement adoptée à la majorité des trois quarts (3/4) des droits de vote détenus par tous ses membres, étant précisé que :

- chaque Représentant des Fondateurs disposera de 2 voix, étant précisé que les Représentants des Fondateurs voteront dans le même sens, et chaque Représentant de Montefiore disposera d'une voix[20] ;
- le président du Comité Stratégique n'aura aucune voix prépondérante en cas d'égalité des voix ; et
- cette majorité des trois quarts (3/4) des droits de vote devra inclure le vote positif d'au moins un Représentant de Montefiore pour certaines Décisions Stratégiques Qualifiées (tel que ce terme est défini ci-dessous).

Les décisions qualifiées de « **Décisions Stratégiques** » incluent notamment, tout changement significatif dans les activités du groupe, l'approbation ou toute modification du budget annuel ou toute mise à jour significative du business plan, toute émission de valeurs mobilières ou modification du capital social, ainsi que toute restructuration juridique du groupe, toute modification de ses statuts, l'approbation de ses états financiers annuels et consolidés, toute nouvelle dette du Groupe ou toute acquisition, cession d'une filiale ou d'un fonds de commerce par toute société du groupe (sauf si cela est prévu dans le Budget Annuel).

Les décisions qualifiées de « **Décisions Stratégiques Qualifiées** » incluent notamment, tout changement substantiel dans les activités du groupe, la mise en place de toute nouvelle dette du groupe (dont New GO) conduisant à un levier d'endettement net supérieur à 5x l'EBITDA consolidé ou dont la rémunération est supérieure à un équivalent de taux d'intérêt moyen pondéré de 8%, toute émission de valeurs mobilières ou modification du capital social, et plus généralement toute opération sur le capital social (augmentation ou diminution de capital etc.), à l'exception de toute émission dans le cadre de difficultés financières, la conclusion, la modification ou la résiliation de toute convention visée à l'article L. 227-10 du Code de commerce et/ou de toute convention entre une société du Groupe et un de ses actionnaires directs ou indirects et/ou, plus généralement, toute personne liée à l'un de ses actionnaires directs ou indirects, sauf si cela est prévu dans le Budget Annuel, tout investissement (capex), engagement d'investissement ou désinvestissement représentant un montant total au cours d'un exercice donné supérieur à 7.000.000 € à l'exception de l'acquisition de titres par voie d'offre publique, et toute opération de croissance externe ou cession par toute société du groupe pour un montant individuel supérieur à 10.000.000 € en valeur d'entreprise et toute opération de croissance externe ou cession portant sur une société en procédure collective ou dont l'EBITDA est négatif.

- Dans l'hypothèse où et tant que Montefiore est Minoritaire Juridique :

Les règles exposées ci-dessus concernant l'hypothèse dans laquelle Montefiore est Minoritaire Économique sont également applicables.

Il convient néanmoins de noter que certains seuils sont ajustés s'agissant des Décisions Stratégiques Qualifiées. Sont notamment inclus tout investissement (capex), engagement d'investissement ou désinvestissement représentant un montant total au cours d'un exercice donné supérieur à 5.000.000 €, à l'exception de l'acquisition de titres par voie d'offre publique, et toute opération de croissance externe

[20] *Sauf en ce qui concerne toute décision relative à la révocation du Président en cas de violation d'une stipulation essentielle du Pacte d'Associés n'ayant pas été remédiée dans un délai de 30 jours dans l'hypothèse où et tant que Montefiore est Minoritaire Juridique, auquel cas chacun des Représentants de Montefiore disposera de neuf (9) voix délibératives.*

ou cession par toute société du Groupe.

Gouvernance de la Société

Sous réserve du Succès de l'Opération, l'Initiateur entend demander à l'assemblée générale des actionnaires de la Société la modification de la composition des organes sociaux de la Société pour refléter son nouvel actionnariat, conformément aux principes prévus dans le Pacte d'Associés.

Ainsi, le Conseil d'administration de la Société comprendrait New GO en qualité de membre, le règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société serait modifié pour aligner, dans les limites permises par la loi, les limitations de pouvoir imposées à la direction générale de la Société (et nécessitant l'autorisation préalable du Conseil d'administration de la Société) sur la liste des décisions stratégiques soumises à l'approbation préalable du Comité Stratégique de l'Initiateur, et la composition des comités du Conseil d'administration de la Société serait ajustée pour comprendre New GO.

La direction de la Société resterait assurée par Monsieur Frédéric Sebag en qualité de président-directeur général de la Société.

La Société continuerait de se conformer aux recommandations du Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées publié par MiddleNext. Les administrateurs indépendants actuels de la Société seront maintenus dans leurs fonctions. La Société a par ailleurs l'intention de proposer à l'assemblée générale des actionnaires de la Société, la nomination d'au moins une administratrice indépendante supplémentaire.

Transferts des titres émis par l'Initiateur

Le Pacte d'Associés prévoira les principaux mécanismes de liquidité suivants portant sur les titres de l'Initiateur :

- tout porteur de titres ne pourra transférer que la totalité des titres New GO et/ou des titres Manco qu'il détient, sauf dans certains cas ;

- un principe d'inaliénabilité des titres de l'Initiateur (i) détenus par les Fondateurs, les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs, Montefiore et D&A, pendant une période de quatre (4) ans à compter de la Date de Réalisation, ainsi que pendant le processus de sortie (désignant le transfert de la totalité des titres de l'Initiateur au bénéfice d'un tiers ou d'un associé autre que Montefiore ou l'un de ses affiliés), et (ii) détenus par les Managers, jusqu'à la première des dates à intervenir entre (i) une sortie et (ii) l'expiration d'une période de dix (10) ans à compter de la Date de Réalisation ;

- dans l'éventualité où Montefiore souhaiterait transférer ses titres de l'Initiateur (autrement que par voie de transfert autorisé) à l'issue de la période d'inaliénabilité de quatre (4) ans à compter de la Date de Réalisation et jusqu'au septième (7ème) anniversaire de la Date de Réalisation, ce transfert nécessitera, tant que Montefiore ne sera pas Majoritaire, d'obtenir l'accord préalable des Fondateurs ;

- certains cas de transferts libres, en ce compris tout transfert de titres de l'Initiateur par Montefiore à l'un de ses affiliés n'ayant pas pour objet ou effet de contourner les règles stipulées au Pacte d'Associés ou par un Fondateur à une holding personnelle, sous conditions ;

- dans l'éventualité où l'un des Fondateurs, un Membre des Groupes Familiaux Fondateurs ou D&A souhaiterait transférer ses titres de l'Initiateur à l'issue de la période d'inaliénabilité (i) les autres Fondateurs bénéficieront d'un droit de préemption de premier rang et (ii) en l'absence de préemption par tout ou partie des autres Fondateurs de l'intégralité des titres dont le transfert est envisagé, Montefiore bénéficiera d'un droit de préemption de second rang sur le solde non préempté ;

- dans l'éventualité où Manco ou les Managers souhaiteraient transférer tout ou partie de leurs titres de l'Initiateur (détenus directement ou indirectement) à l'issue de la période d'inaliénabilité, Montefiore aura la faculté de préempter l'intégralité des titres dont le transfert est envisagé ;

- dans l'éventualité où un associé souhaiterait transférer ses titres de la Société, chacun des autres associés et chacun des Managers bénéficieront d'un droit de sortie conjointe ;

- les Fondateurs ou Montefiore, selon le processus de liquidité concerné, les performances financières de la Société et le niveau de participation en capital et droits de vote de Montefiore dans la Société, bénéficieront d'un droit de cession forcée pour exiger que toutes les parties transfèrent l'ensemble de leurs titres de l'Initiateur à l'acquéreur potentiel, simultanément au transfert par Montefiore ou les Fondateurs (selon le processus de liquidité concerné) de tous leurs titres de l'Initiateur ;

- à l'issue d'un délai de 24 mois à compter de la Date de Réalisation et pendant une période maximale de 12 mois et à condition que Montefiore soit à ce moment Minoritaire Économique ou Minoritaire Juridique, les Fondateurs bénéficieront d'un droit de cession forcée pour exiger que Montefiore cède la totalité des titres de l'Initiateur et de Manco à l'acquéreur potentiel portant au moins sur l'intégralité des titres détenus par Montefiore et des OC Fondateurs détenues par les Fondateurs, sous réserve que cette offre permette à Montefiore de réaliser un multiple investisseur supérieur ou égal à 1,5x brut ;

- une clause anti-dilution permettant à chaque partie de souscrire aux émissions de titres de New GO à concurrence d'un montant lui permettant de maintenir sa participation au sein de chaque catégorie de titres de l'Initiateur (autre que les ADP de catégorie A) étant précisé que ces stipulations ne seront pas applicables (a) en cas d'exercice des BSA, (b) dans le cas où cette émission réalisée au bénéfice d'un tiers et entrainant une dilution des détenteurs de titres New GO dans les mêmes proportions pour chaque catégorie de titres qu'ils détiennent, (c) en cas d'accord entre les Fondateurs et Montefiore ou (d) en cas de mise en œuvre d'un plan d'intéressement au profit de cadres et/ou salariés du groupe de la Société (en ce compris New GO).

Action de concert

Les membres du Concert reconnaissent agir de concert vis-à-vis de la Société à compter de la date de signature du Protocole d'Investissement.

Au sein du Concert, les Fondateurs reconnaissent par ailleurs agir de concert entre eux à compter de la Date de Réalisation afin de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de l'Initiateur. Ils s'engagent dans le cadre de ce « sous-concert » à voter dans le même sens, par l'intermédiaire des Représentants des Fondateurs, au sein du Comité Stratégique et à toute assemblée générale des associés de l'Initiateur.

Principes applicables dès lors que, le cas échéant, Montefiore deviendrait Majoritaire

Les parties ont convenu que, dans l'hypothèse où Montefiore viendrait à détenir une participation majoritaire en capital social et en droits de vote dans New GO (« **Majoritaire** »), pour quelque raison que ce soit, les stipulations du Pacte d'Associés resteront inchangées, à l'exception de certains principes dont les principaux sont décrits ci-après, et qui s'appliqueront automatiquement à compter de la survenance dudit événement.

- Nomination et révocation du Président dans l'hypothèse où Montefiore deviendrait Majoritaire

  (i) En cas de cessation par Monsieur Frédéric Sebag (ou l'un quelconque des Présidents suivants) de ses fonctions de Président de la Société ou de président-directeur général de

Groupe Open pour une raison quelconque, le nouveau Président de la Société et le nouveau président-directeur général de Groupe Open seront désignés par Montefiore, après consultation de Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto ; et (ii) Montefiore pourra à tout moment décider librement la révocation du Président au sein du Comité Stratégique.

- Règles de majorité au sein du Comité Stratégique dans l'hypothèse où Montefiore deviendrait Majoritaire

  Toutes décisions du Comité Stratégique (en ce compris les Décisions Stratégiques) seront prises à la majorité simple des droits de vote détenus par l'ensemble de ses membres, étant précisé que (i) chacun des Représentants des Fondateurs disposera alors d'une voix délibérative et chacun des Représentants de Montefiore disposera de deux voix délibératives, et (ii) en toute hypothèse, le président du Comité Stratégique n'aura aucune voix prépondérante en cas d'égalité des voix.
  Certaines Décisions Stratégiques Qualifiées devront être préalablement autorisées par le Comité Stratégique statuant à la majorité simple des droits de vote détenus par l'ensemble de ses membres et incluant nécessairement le vote favorable des Représentants des Fondateurs.

- Règles applicables aux transferts de titres des Fondateurs à l'issue de la Période d'Inaliénabilité dans l'hypothèse où Montefiore deviendrait Majoritaire

  Tout transfert de titres de l'Initiateur par les Fondateurs, les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, Montefiore et D&A à compter de la fin de la période d'inaliénabilité sera notamment soumis aux principes de droit de préemption, de sortie conjointe et de cession forcée, étant précisé qu'à compter de l'expiration de la période d'inaliénabilité et jusqu'au septième (7ème) anniversaire de la Date de Réalisation et à l'exception de tout transfert autorisé :

  - tout transfert de titres de l'Initiateur par les Fondateurs nécessitera d'obtenir l'accord préalable de Montefiore ; et

  - l'accord préalable des Fondateurs ne sera plus nécessaire s'agissant de tout transfert de titres de l'Initiateur par Montefiore.

- Droit de préemption de second rang dans l'hypothèse où Montefiore deviendrait Majoritaire

Montefiore pourra se substituer la Société pour les besoins de l'acquisition de tout ou partie des titres de l'Initiateur dans le cadre du droit de préemption de second rang, applicable si, à l'issue de la période d'inaliénabilité, un Fondateur, un Membre des Groupes Familiaux Fondateurs ou D&A, envisage d'effectuer un transfert des titres de l'Initiateur qu'il ou elle détient.

7.3. PROMESSES

a) Promesses de Vente Fondateurs

Chaque Fondateur (à l'exception de Monsieur Laurent Sadoun et Monsieur Guy Mamou-Mani) et Montefiore signeront, à la Date de Réalisation, une promesse de vente aux termes de laquelle le Fondateur concerné promet irrévocablement à Montefiore, dans l'hypothèse où et tant que ce dernier serait Minoritaire Juridique ou Majoritaire, de lui transférer, dans l'éventualité de son départ, et à première demande de Montefiore, l'intégralité des ADP A non vestées qu'il détient à la date de départ concernée, au prix d'un euro par ADP A (les « **Promesses de Vente Fondateurs** »).

Le pourcentage d'ADP A vestées sera déterminé en fonction du cas de départ du Fondateur concerné.

Les Promesses de Vente Fondateurs ne traduisent aucun complément de prix et ne contiennent aucune clause de prix de sortie garanti.

b) Promesses Managers

Chaque Manager conclura :

(i) des promesses portant sur les titres Manco qu'il détient, aux termes desquelles chaque Manager promet irrévocablement à Montefiore de lui transférer, dans l'éventualité de son départ, l'intégralité des titres Manco qu'il détient, à la date de départ concernée ; et

(ii) des promesses portant sur les titres Manco qu'il détient, aux termes desquelles Montefiore, avec faculté de substitution au profit de l'Initiateur, promet irrévocablement à chaque Manager d'acquérir, en cas de son départ, l'intégralité des titres Manco,

(les « **Promesses Managers** »).

Le prix d'exercice des Promesses Managers sera déterminé suivant l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA.

Cette formule appliquée à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, de prix par action Groupe Open supérieur au Prix d'Offre et les Promesses Managers ne contiennent aucune clause de prix de sortie garanti.

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

8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, le capital social s'élève à 1.349.893,34 euros et est composé de 8.079.823 actions, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote (exerçables) de la Société sont répartis comme suit, sur la base des chiffres en date du 31 octobre 2020 :

Actionnaires	**Situation en capital**		**Situation en droits de vote**	
	Nombre d'actions	**% du capital**	**Nombre de droits de vote**	**% de droits de vote**
Groupe Familial Sebag	**1.594.841**	**19,74%**	**2.950.564**	**27,31%**
Dont Frédéric Sebag	*1.209.318*	*14,97%*	*2.414.336*	*22,35%*
Dont SC Double Impact Investissement	*355.000*	*4,39%*	*475.182*	*4,40%*
Dont Léa Sebag	*7.341*	*0,09%*	*14.682*	*0,14%*
Dont Allison Sebag	*7.841*	*0,10%*	*15.682*	*0,15%*
Dont Zacharie Sebag	*15.341*	*0,19%*	*30.682*	*0,28%*
Groupe Familial Sadoun	**1.009.177**	**12,49%**	**1.913.095**	**17,71%**
Dont Laurent Sadoun	*1.000.177*	*12,38%*	*1.895.095*	*17,54%*
Dont Avya Partners (1)	*9.000*	*0,11%*	*18.000*	*0,17%*
Groupe Familial Mamou-Mani	**367.746**	**4,55%**	**553.642**	**5,12%**
Dont Guy Mamou-Mani	*185.896*	*2,30%*	*360.792*	*3,34%*
Dont Gadax conseil (2)	*170.850*	*2,11%*	*170.850*	*1,58%*

Dont Axel Mamou-Mani	*11.000*	*0,14%*	*22.000*	*0,20%*
Valérie Benvenuto	121.284	1,50%	209.748	*1,94%*
Sous-total Fondateurs	**3.093.048**	**38,28%**	**5.627.049**	**52,09%**
New GO	502.698	6,22%	502.698	4,65%
Sous-total Concert	**3.595.746**	**44,50%**	**6.129.747**	**56,74%**
Amiral Gestion	762.582	9,44%	762.582	7,06%
Sycomore Asset Management	567.883	7,03%	567.883	5,26%
Financière de l'Echiquier	369.445	4,57%	369.445	3,42%
Public	2.783.032	34,44%	2.973.400	27,52%
Autodétention au titre du contrat de liquidité	1.135	0,01%	0	0,00%
Total	**8.079.823**	**100%**	**10.803.057**	**100%**

(1) Société détenue par Monsieur Laurent Sadoun et ses enfants.
(2) Société détenue par Monsieur Guy Mamou-Mani.

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

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

Depuis le 1er janvier 2020 et à la date de la Note en Réponse, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux suivantes (étant précisé que les statuts de la Société ne prévoient pas de seuil statutaire à la date de la Note en Réponse) :

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
Amiral Gestion	4 février 2020	443.692	5,18%	4,11%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 5% du capital
Amiral Gestion	26 février 2020	564.787	6,59%	5,24%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 5% des droits de vote
Financière de l'Echiquier	20 juillet 2020	519.800	6,07%	4,82%	Franchissement à la baisse du seuil légal de 5% des droits de vote
New GO	23 juillet 2020	502.698	6,22%	4,66%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 5% du capital
Financière de l'Echiquier	1er septembre 2020	369.445	4,57%	3,42%	Franchissement à la baisse du seuil légal de 5% du capital
New GO (pour le compte du Concert)	2 octobre 2020	3.595.746	44,50%	56,73%	Franchissement à la hausse des seuils légaux de 5%, 10%,15%, 20%, 25%, 30% et 1/3 du capital, et 5%, 10%,15%, 20%,

					25%, 30%, 1/3 et 50% des droits de vote

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

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

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

A la date de la Note en Réponse, à l'exception des accords mentionnés à la Section 7 (*« Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue »*) de la Note en Réponse (i.e. le Protocole d'Investissement, le Traité d'Apport et le Pacte d'Associés), la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

8.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

A la date de la Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Associés, plus amplement détaillé à la Section 7 (*« Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue »*) de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

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

Conformément à l'article 29 des statuts de la Société, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire, soit de nationalité française, soit ressortissant d'un Etat membre de l'Union Européenne.

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

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

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

Néant.

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

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

Conformément à l'article 15 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de douze membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

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

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

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

8.8.2. **Modification des statuts**

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

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

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 18 des statuts de la Société.

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

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

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	**Nature de l'autorisation ou de la délégation**	**Montant nominal maximum autorisé ou pourcentage du capital social**	**Durée**	**Utilisation**

ou la délégation				
17 juin 2020 (16ème résolution)	Rachat par la Société de ses propres actions (prix maximum d'achat : 30 euros).	10% du capital arrêté au 31 décembre 2019 (correspondant à 856.824 actions)	18 mois	Mouvements au cours de l'exercice Achats : 62.860 actions Ventes : 63.573 actions
17 juin 2020 (17ème résolution)	Emission d'actions ordinaires de la Société et de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires.	Augmentation de capital : 500.000 euros[21] Titres de créance : 15.000.000 euros[22]	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (18ème résolution)	Emission d'actions ordinaires de la Société et de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires par une offre au public.	Augmentation de capital : 150.000 euros[4] Titres de créance : 15.000.000 euros[5]	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (19ème résolution)	Emission d'actions ordinaires de la Société et de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de bénéficiaires.	Augmentation de capital : 150.000 euros[4]	18 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (21ème résolution)	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription des actionnaires.	Dans la limite de 15% de la limite prévue pour chacune des émissions décidées en application des 17ème et 18ème résolutions.	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (22ème résolution)	Emission d'actions ordinaires de la Société et de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de	Dans la limite de 10% du capital social à la date de l'assemblée (lequel est de	26 mois	Non utilisée

[21] *Sous réserve du respect d'un plafond global de 500.000 euros sur lequel s'imputerait ce montant.*
[22] *Sous réserve du respect d'un plafond global de 15.000.000 euros sur lequel s'imputerait ce montant.*

	titres de créances et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital.	1.428.041,50 euros)		
17 juin 2020 (23ème résolution)	Augmentation du capital par voie d'émission d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, destinés à rémunérer des titres apportés à une offre publique d'échange.	Dans la limite du plafond global prévu à la 18ème résolution, soit 150.000 euros	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (25ème résolution)	Augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes.	Augmentation de capital : 15.000.000 euros	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (26ème résolution)	Augmentation du capital social par émission d'actions réservées aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise en application de l'article L.225-129-6 alinéa 2 du Code de commerce.	Dans la limite de 3% du capital social à la date de l'assemblée (lequel est de 1.428.041,50 euros)	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (27ème résolution)	Réduction du capital social par annulation d'actions propres.	Dans la limite de 10% du capital par période de 24 mois	24 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (28ème résolution)	Réduction du capital social par voie d'offre publique de rachat d'actions.	Réduction du capital : 222.222 euros	18 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (29ème résolution)	Autorisation de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions.	Dans la limite de 10% du capital social à la date de l'assemblée (lequel est de 1.428.041,50 euros)	38 mois	Non utilisée
15 mai 2019 (18ème résolution)	Attribution gratuite des actions de la Société.	Dans la limite de 10% du capital (au jour de la décision d'attribution par le Conseil d'administration)	38 mois	Non utilisée

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

A la connaissance de la Société, certains contrats cadre conclus par la Société avec des clients significatifs contiennent des clauses standard de changement de contrôle de la Société. La Société n'anticipe cependant pas qu'elles soient mises en œuvre à l'occasion de l'Offre.

8.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE PRESIDENT-DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES SALARIES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

8.12. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MIS EN ŒUVRE OU DECIDE 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.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champerret - 92300 LEVALLOIS-PERRET.

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.* »

Groupe Open
Représenté par Monsieur Frédéric Sebag, en qualité de Président Directeur Général

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Crowe HAF
85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret (Paris)
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Groupe Open

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Groupe Open initiée par la société New GO

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2020 Crowe HAF

SOMMAIRE

1 - Préambule 2

2 - Présentation de l'opération et du contexte 2

2.1 - Présentation des parties concernées par l'opération 2

2.1.1 - Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert 2

2.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre 2

2.1.2.1 - Activité de Groupe Open 3

2.1.2.2 - Historique de Groupe Open 3

2.1.2.3 - Actionnariat de Groupe Open 5

2.1.2.4 - Description du marché 5

2.1.2.5 - Comptes consolidés de Groupe Open 8

2.1.2.6 - Performance financière historique 2017-2019 9

2.1.2.7 - Performance financière semestrielle juin 2018 – juin 2020 14

2.1.2.8 - Equilibre bilanciel et trésorerie 16

2.2 - Contexte et opération envisagée 19

2.2.1 - Contexte et motifs de l'offre 19

2.2.2 - Termes de l'Offre 21

3 - Présentation de l'expert indépendant 23

3.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global 23

3.1.1 - Présentation générale 23

3.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes » 23

3.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois 24

3.3 - Déclaration d'indépendance 25

3.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 25

3.5 - Rémunération 25

3.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 25

3.6.1 - Programme de travail 26

3.6.2 - Calendrier de l'étude 27

3.6.3 - Liste des personnes rencontrées 28

3.6.4 - Informations utilisées 28

3.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante 30

4 - Eléments d'appréciation du prix proposé 30

4.1 - Données structurant l'évaluation 30

4.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions 30

4.1.2 - Périmètre de l'évaluation et évaluation de Neos (société cible) 31

4.1.3 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 31

4.1.4 - Plan d'affaires 34

4.1.4.1 - Construction et approbation 34

4.1.4.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon 34

4.1.4.3 - Extrapolation du plan d'affaires 35

4.1.4.4 - Tests de dépréciation (impairment tests) 35

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

4.2 - Méthodes d'évaluation écartées....35
4.2.1 - Méthode de l'actif net comptable (ANC) 35
4.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) 36
4.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs 36
4.2.4 - Méthode des transactions comparables 36
4.2.4.1 - Choix des transactions....36
4.2.4.2 - Analyse des transactions....37
4.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal....37
4.3.1 - Transaction récente intervenue sur le capital de la Société 38
4.3.1.1 - Référence aux achats de blocs d'actions par l'initiateur....38
4.3.1.2 - Conclusion....39
4.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 39
4.3.2.1 - Définition de la méthode....39
4.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Groupe Open....40
4.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles....43
4.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation....43
4.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale....45
4.3.2.6 - Résultats chiffrés....45
4.3.2.7 - Analyse de sensibilité....45
4.3.3 - Référence au cours de bourse 46
4.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse....46
4.3.3.2 - Analyse du cours de bourse....47
4.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse....49
4.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire....50
4.4.1 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables 50
4.4.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues....50
4.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers....52
4.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples....53
4.4.1.4 - Application de la méthode....54
4.4.1.5 - Résultats....54
4.4.2 - Référence aux objectifs de cours des analystes....55
5 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur....56
5.1 - Méthodes d'évaluation écartées....56
5.2 - Méthodes d'évaluations retenues....56
5.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société 57
5.2.2 - Référence au cours de bourse 57
5.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés 57
5.2.3.1 - Périmètre du BFR....58
5.2.3.2 - Horizon et hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale....58
5.2.3.3 - Détermination du taux d'actualisation....58

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

5.2.3.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....59
5.2.3.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés.....59
5.2.4 - Méthode des comparables boursiers 60
5.2.4.1 - Choix de l'échantillon.....60
5.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie.....60
5.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables.....60
5.2.5 - Référence aux objectifs de cours 61
6 - Analyse des accords connexes à l'Offre.....61
6.1 - Structure de l'opération.....62
6.2 - Les apports et investissements des parties dans New GO.....64
6.2.1 - Cessions d'une partie des titres Groupe Open détenus par les Fondateurs à l'Initiateur 64
6.2.2 -Apports du solde des titres Groupe Open détenus par les Fondateurs à l'Initiateur 64
6.2.3 - Investissement de Montefiore dans New GO 66
6.2.4 - Investissement de D&A dans New GO..... 67
6.2.5 - Investissement des Managers 67
6.3 - Analyse des promesses faites entre les parties 68
6.3.1 - Promesses de Vente Fondateurs 68
6.3.2 - Promesses Managers 69
6.4 - Conclusion sur les accords connexes.....69
7 - Analyse des observations écrites d'actionnaires 70
7.1 - Présentation des arguments développés dans les observations..... .70
7.2 - Analyse et appréciation des observations.....70
8 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....71
ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION DU COMITE AD HOC .....**ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.**

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers[1] (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Groupe Open le 31 août 2020 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat (OPA). Le Conseil d'Administration de Groupe Open a constitué le 31 août 2020 un comité ad hoc composé de trois administrateurs dont deux indépendants, chargé de suivre les travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE GROUPE OPEN INITIEE PAR LA SOCIETE NEW GO

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (ci-après « l'Offre » ou « OPA ») portant sur les actions de la société Groupe Open (ci-après la « Société ») initiée par la société New GO, nous avons été nommés le 31 août 2020 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la société visée étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par les initiateurs de l'Offre agissant de concert, et l'initiateur ayant conclu des accords avec les dirigeants de la société visée d'une part et d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix d'Offre d'autre part.

Le prix proposé aux actionnaires de Groupe Open dans le cadre de l'Offre s'établit à 15,00€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF[2] et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Préambule
2. Présentation de l'opération
3. Présentation de l'expert indépendant
4. Eléments d'appréciation du prix proposé
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
6. Analyse des accords connexes à l'Offre
7. Analyse des observations écrites d'actionnaires
8. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

[1] En vigueur depuis le 18 mai 2020
[2] Le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général, celles-ci ayant été homologuées par arrêté du 28 janvier 2020 et publiées au Journal Officiel du 7 février 2020

1 - Préambule

Le présent rapport a été finalisé et présenté au Conseil d'Administration de Groupe Open le 5 octobre 2020.

Les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires prennent en compte l'impact estimé du Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde.

2 - Présentation de l'opération et du contexte

2.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

2.1.1 - Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert

Constituée pour les besoins de la présente opération le 6 juillet 2020 par Montefiore qui détient à la date du présent rapport l'intégralité de son capital social et de ses droits de vote, la société New GO (ci-après « l'Initiateur ») est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 28 rue Bayard, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 885 055 608.

L'Initiateur détient à la date du présent rapport 502.698 actions et autant de droits de vote de la société Groupe Open[3], objet de l'offre et présentée en 2.1.2 -, représentant 6,22% de son capital et 4,65% des droits de vote de la Société.

Dans le cadre de l'opération, l'Initiateur agit de concert avec :

- Montefiore Investment V S.L.P (ci-après « Montefiore »), société de libre partenariat dont le siège social est situé 28 rue Bayard 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 881 387 583 ;
- Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto (ci-après « les Fondateurs ») ;
- les sociétés Double Impact Investissement, Gadax conseil et Avya Partners (les « Holdings Fondateurs ») ;
- Madame Léa Sebag, Madame Allison Sebag, Monsieur Zacharie Sebag, Monsieur Axel Mamou-Mani (les « Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani ») et Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun (les « Membres du Groupe Familial Sadoun »), ensemble avec les Membres de Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, les « Membres des Groupes Familiaux Fondateurs ») et ;
- la société D&A (« D&A »).

L'ensemble des personnes listées ci-dessous agissent de concert avec l'Initiateur et forment avec celui-ci le « Concert ». Le Concert détient à la date du présent rapport 3.595.746 actions et 6.129.747 droits de vote de la Société[3], représentant 44,50% du capital social et 56,74% des droits de vote de la Société.

2.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Groupe Open est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 24-32 rue Jacques Ibert, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 348.975.087, et dont les actions sont

[3] sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 10.803.453

admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004050300.

2.1.2.1 - Activité de Groupe Open

Créé en 1989, Groupe Open est un groupe engagé dans la transformation IT et digitale au travers d'une offre intégrée, de bout en bout, sur toute la chaine de valeur grâce à la maîtrise des technologies SMACS (Social, Mobility, Analytics, Cloud, Security).

Le groupe accompagne des acteurs majeurs en France et à l'international dans leurs enjeux de transformation IT et digitale. Ainsi, le groupe offre des prestations de conseil, d'expertises technologiques, diverses plateformes technologiques et business et accompagne ses clients dans le développement et l'industrialisation d'applications. Ses missions consistent, d'une part, à transformer les systèmes d'information de ses clients tout en garantissant leur stabilité, leur contrôle et une maitrise des coûts, et d'autre part, à créer à partir des besoins exprimés par les clients des systèmes d'informations personnalisés et digitaux.

Les métiers et domaines de spécialisation du groupe répondent à l'ambition d'être une ESN digitalement innovante. Cela se traduit par une offre déclinée en trois dimensions : Conseils & Expertises, Développement & Industrialisation et Solutions. Cette offre s'appuie sur des expertises portées par des agences digitales dédiées, un programme d'accélération de projets digitaux regroupant plusieurs centres de production et de services ainsi que des plateformes technologiques et business innovantes.

Avec pour objectif d'être un acteur industriel professionnel et de proximité, la Société est implantée dans 15 villes en France et dans 3 autres pays en Europe : aux Pays-Bas, en Roumanie et au Luxembourg. Groupe Open compte à fin juin 2020 un effectif productif interne de 3.180 collaborateurs dont plus de 95% sont en France et son business model est partagé entre les activités d'engagements de moyens (environ 57% du chiffre d'affaires) et d'engagements de résultats (environ 42% du chiffre d'affaires).
En France, les équipes sont organisées en business unit regroupées autour de quatre régions : Ile de France, Nord, Grand-Ouest et Grand-Est, permettant à la Société de s'adresser à l'ensemble des secteurs d'activité en France et notamment les secteurs de la banque, finance et assurance (35% du chiffre d'affaires), des services et transports (15%), de l'énergie (15%) et le secteur public (14%).

2.1.2.2 - Historique de Groupe Open

Groupe Open est fondée en 1989 par Fréderic Sebag, rejoint en 1992 par Laurent Sadoun, en 1997 par Valérie Benvenuto et en 1999 par Guy Mamou-Mani. Neuf ans après sa création, en 1998, l'entreprise s'introduit en bourse sur le compartiment B d'Euronext Paris.

En 2005, Groupe Open décide d'entrer au capital de Teamlog, société de services en ingénierie informatique de près de 1.600 collaborateurs, avant de l'acquérir en 2007.

Groupe Open cède en 2008 son activité de distribution, Logix, et poursuit son développement avec l'acquisition de Sylis, société de services informatiques, qui permet au groupe de devenir un acteur majeur du secteur des SSII (sociétés de services et d'ingénierie informatique). La fusion de Innetis (activité de services historique de Groupe Open), Teamlog et Sylis en 2010 donne naissance à Open.

En 2012, Groupe Open entreprend une stratégie industrielle avec la création de filières de compétences digitales.

En 2014, Groupe Open acquiert SmartFi Services (anciennement Smart Trade Services), société de conseil et de services informatique intervenant au cœur des organisations fonctionnelles des grandes institutions financières (banques, courtiers, assurances etc.) afin de l'intégrer au département Finance de Marché et renforcer sa Business Unit Finance.

En novembre 2015, Groupe Open dévoile son offre digitale et son ambition à horizon 2020. Ce plan stratégique présente notamment les 3 dimensions de l'offre de la Société visant à répondre aux enjeux de transformation digitale de ses clients ainsi qu'un plan d'investissement sur 5 ans en vue de mettre en œuvre un programme d'acquisition à partir de 2016 et un plan de recrutement massif autour des technologies SMACS.

En 2016, les acquisitions de Lateos (intégrateur de solutions e-commerce et marketplace), Kynapse (cabinet de conseil en transformation digitale spécialisé en Data Science et IA), La Netscouade (agence de communication digitale) et de MCO Finance, société éditrice de Xloan (suite logicielle de crédit et de crowdfunding) permettent à Groupe Open de poursuivre son développement.

En 2017, Groupe Open cède sa filiale en Belgique (Groupe Open Belgium) et se sépare de sa filiale en Chine estimant qu'il ne disposait pas des leviers nécessaires pour atteindre une taille critique dans ce pays. Néanmoins, Groupe Open procède à l'acquisition de la société roumaine Beler Soft afin de bénéficier d'un centre de production nearshore piloté par le centre de services de développement d'applications de Lille, ainsi qu'à l'acquisition d'un fonds de commerce à Toulouse.

Enfin, l'acquisition d'Izberg (éditeur de plateformes marketplaces) en 2018 vient compléter l'offre Solutions de la Société.

En 2019, Groupe Open fait face à plusieurs difficultés, ne tirant pas tout d'abord pleinement profit de l'essor du marché de la transformation digitale (SMACS), étant également impacté par la mise en conformité concernant son recours à la sous-traitance, et enfin subissant un turnover important, ce qui l'a poussé par ailleurs depuis 2018 à refondre sa politique Ressources Humaines afin d'attirer les talents, de les fidéliser et de stabiliser ses effectifs.

En 2020, la crise sanitaire du COVID-19 met à mal l'exécution de la stratégie de recrutement du groupe dont l'effectif productif interne et le taux d'occupation diminuent. Groupe Open renouvelle et étend toutefois un marché public UGAP (Union des Groupements d'Achats Publics) de grande ampleur malgré ce contexte.
Des représentants de Montefiore ont approché les Fondateurs il y a quelques mois pour les informer qu'ils partageaient leur vision de l'entreprise et pour proposer à la Société un accompagnement financier mais également industriel, dans le respect d'une gouvernance équilibrée. Cette approche a suscité l'intérêt des Fondateurs et des discussions ont été entamées avec Montefiore.

Les Fondateurs décident de retenir la proposition de Montefiore et le 17 juillet 2020, le Conseil d'administration de Groupe Open adopte favorablement le projet d'offre publique d'achat (OPA) sur les actions de la société. L'opération a pour objectif de dynamiser la transformation de Groupe Open.

2.1.2.3 - Actionnariat de Groupe Open

A la date du présent rapport et à la suite de l'acquisition le 23 juillet 2020 par New GO de blocs d'actions auprès de certains investisseurs institutionnels en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 et représentant 6,22% du capital et 4,65% des droits de vote, l'actionnariat de Groupe Open se présente comme suit :

Groupe Open - Actionnariat				
Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nb de droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théoriques**
New Go	**502 698**	**6,22%**	**502 698**	**4,65%**
Frédéric Sebag	1 209 318	14,97%	2 414 336	22,35%
SC Double Impact investissement	355 000	4,39%	475 182	4,40%
Autres membres groupe familial Sebag	30 523	0,38%	61 046	0,57%
Groupe familial Sebag	**1 594 841**	**19,74%**	**2 950 564**	**27,31%**
Laurent Sadoun	1 000 177	12,38%		
Avya Partners	9 000	0,11%		
Groupe familial Sadoun[1]	**1 009 177**	**12,49%**	**1 913 095**	**17,71%**
Guy Mamou-Mani	185 896	2,30%		
Gadax Conseil[2]	170 850	2,11%		
Axel Mamou-Mani	11 000	0,14%		
Groupe familial Mamou-Mani	**367 746**	**4,55%**	**553 642**	**5,12%**
Valérie Benvenuto	**121 284**	**1,50%**	**209 748**	**1,94%**
Sous-total Concert	**3 595 746**	**44,50%**	**6 129 747**	**56,74%**
Financière de l'Echiquier	369 445	4,57%	369 445	3,42%
Amiral Gestion	612 582	7,58%	612 582	5,67%
Sycomore	567 883	7,03%	567 883	5,26%
Public	2 934 167	36,31%	3 123 796	28,91%
Sous-total Flottant	**4 484 077**	**55,50%**	**4 673 706**	**43,26%**
Total	**8 079 823**	**100%**	**10 803 453**	**100%**

Source : Projet de Note d'Information, Information management au 30 septembre 2020

[1] Société détenue par Laurent Sadoun et ses enfants. A noter par ailleurs que des donations portant sur un total de 100.000 actions de la Société au bénéfice de Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun seront effectuées par Laurent Sadoun entre la date de conclusion du Protocole d'Investissement et la Date de Réalisation, lesdites actions ayant vocation à être cédées à New GO à la Date de Réalisation

[2] Société détenue par Guy Mamou-Mani et ses enfants

2.1.2.4 - Description du marché

L'industrie informatique peut être divisée en trois grandes familles :

- Les services numériques, qui incluent le conseil, l'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, l'infogérance, et la maintenance ;

- Les logiciels, qui incluent des solutions de traitement de texte aux logiciels de planification des ressources ;

- Le matériel (hardware) : ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux, périphériques (imprimantes, etc.).

Groupe Open se positionne sur le segment des services numériques, et marginalement sur le segment des logiciels. Le segment des services numériques est constitué de cinq grandes catégories :

- Le conseil informatique, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;

- L'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, ces missions correspondant à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information ;

- L'infogérance, correspondant à la prise en charge totale ou partielle, par le prestataire, du système d'information du client, dans un cadre généralement pluriannuel et forfaitaire. Le client reste responsable de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;

- La maintenance (applicative ou matérielle), l'assistance et la formation informatique. Deux catégories de maintenance et assistance technique peuvent être définies selon les prestations fournies : la tierce maintenance matérielle (TMM) qui concerne les services liés au matériel informatique (hardware), la maintenance étant dite tierce lorsque le prestataire est différent du constructeur de matériel ; et la tierce maintenance applicative (TMA) qui correspond à des services de maintenance d'applications (software) proposés par une société indépendante de l'éditeur ; et

- D'autres services informatiques qui existent comme la récupération de données à partir d'un disque dur (ou d'un autre support de stockage) endommagé ou la mise à disposition d'installations informatiques et la duplication logicielle pour permettre la reprise des traitements par le personnel du client en cas de sinistre informatique.

Groupe Open est une Entreprise de Services du Numérique (ci-après « ESN ») se situant dans les quatre premières catégories et qui propose des services de conseil, d'expertises IT et digitales, des solutions de développement, d'industrialisation et de maintenance/infogérance d'applications et d'infrastructures ainsi que diverses solutions à destination des entreprises afin de les accompagner dans leur transformation IT et digitales.

Le secteur des services numériques est caractérisé par une forte présence d'acteurs indépendants, près de la moitié des acteurs du secteur en France étant des entreprises unipersonnelles et plus de 90% des ESN françaises comptant moins de trois salariés. Néanmoins, les principaux groupes réalisent la majorité du chiffre d'affaires du secteur (les 10 leaders des services numériques en France générant à eux seuls plus de 60% du chiffre d'affaires sectoriel cumulé des 200 premiers acteurs). Les acteurs principaux du secteur peuvent être classés en quatre catégories :

- Les « Big ESN », qui proposent des offres intégrées couvrant l'ensemble des besoins du client, du conseil à la maintenance de systèmes informatiques en passant par l'infogérance et l'intégration de solutions applicatives. Les quatre acteurs principaux en France sont Capgemini, Atos, IBM, Accenture et Sopra Steria. Ces entreprises, de dimension internationale, assistent principalement les multinationales dans la transformation digitale de leurs métiers et s'appuient largement sur l'offshoring ;

- Les ESN et intégrateurs technologiques européens et nationaux. Ces derniers agissent principalement dans le déploiement de solutions technologiques fournies par des prestataires externes. Comme Groupe Open, les services proposés incluent la transformation IT et digitale. Parmi les acteurs principaux figurent des groupes français et européens tels que Econocom (société belge), Devoteam, Aubay, Infotel et Umanis ;

- Les ESN spécialisées, qui incluent des acteurs comme Orange Business Services. Ce dernier dispose de plusieurs filiales proposant des services divers : intégration de solutions en réseaux, communications unifiées et mobilité, Big Data, objets connectés et cybersécurité ;

- Les acteurs du conseil en technologie et en R&D, qui proposent des services d'ESN mais également qui réalisent des opérations de conception et d'industrialisation de produits et d'équipements à dominante industrielle. Ces acteurs ciblent notamment le secteur de l'automobile, l'aéronautique et la défense, l'énergie et l'industrie mécanique. Les acteurs principaux sont Altran (acquis depuis peu par Capgemini), Alten, Assystem.

Le nombre d'entreprises de services numériques n'a cessé de croître depuis 2011 jusqu'en 2018 (+50%) pour atteindre plus de 25.000 unités à travers l'Hexagone, l'arrivée de nouveaux entrants étant facilité par les faibles barrières à l'entrée du secteur (légers investissements financiers et matériels, etc.). Sur la même période, 100 000 salariés supplémentaires ont été embauchés, faisant passer les effectifs du secteur à près de 400.000 personnes (hors autoentrepreneurs) et ce, malgré le développement du modèle offshore consistant à délocaliser une partie de ses activités à l'étranger dans des pays où le coût de la main d'œuvre est plus faible. La croissance des effectifs salariés a même eu tendance à s'accélérer ces dernières années (notamment à partir de 2016), les ESN bénéficiant à plein du processus de transformation digitale qui gagne les pans entiers de l'économie (industrie, distribution, services, santé et finance).

Le secteur des ESN est en pleine polarisation en raison de la multiplication des innovations à valeur ajoutée et des investissements nécessaires à leur maitrise, les plus grandes ESN développant leur expertise technologique à coups de partenariats et de croissance externe quitte à être plus dépendants de leurs fournisseurs (cloud providers et éditeurs de logiciels) tandis que les ESN plus locales et moins armées restent cantonnées à des prestations à plus faible valeur ajoutée.

Les principaux déterminants de l'activité des ESN en France sont les suivants :

- Les dépenses dans les technologies de l'information (TI) considérées comme stratégiques par les entreprises et les organismes publics et éléments très dépendants de la conjoncture économique et des perspectives d'activité des entreprises qui peuvent retarder certaines dépenses ou investissements pour disposer d'une meilleure visibilité.

- Le degré d'externalisation des services IT, les entreprises confiant de plus en plus la gestion de leur parc informatique à un prestataire externe et spécialisé. L'infogérance permet notamment à l'entreprise de se concentrer sur son métier de base et de réduire son budget IT alloué à l'amélioration de la qualité de ses systèmes d'informations.

- La digitalisation de l'économie : La transformation digitale de l'économie, dont les cinq principaux leviers sont regroupés sous l'acronyme des « SMACS » (réseaux sociaux, mobilité, analytique, cloud computing, cybersécurité), fait émerger de nouvelles attentes du côté des donneurs d'ordres. Or, une majorité de DSI reconnaissent ne pas détenir les compétences nécessaires pour profiter de l'ensemble des possibilités offertes par ces nouvelles solutions.

- La montée en puissance du cloud computing qui agit comme le principal facilitateur de la transformation numérique de l'économie, en rendant possible le déploiement rapide et sans investissements lourds de solutions innovantes. Les ESN ont ainsi tendance à se transformer en fournisseurs globaux de solutions cloud et de services associés, à la fois en termes de conseil, d'intégration des nouvelles applications, de formation à leur utilisation, etc. Néanmoins, l'essor du cloud computing exerce une incidence sur l'infogérance, dans la mesure où il entraîne moins d'interventions sur site et une extension des contrats de maintenance à distance.

- La concurrence des opérateurs étrangers et l'offshoring qui s'intensifie dans les services informatiques. Elle est notamment le fait des filiales françaises des grandes ESN indiennes, qui bénéficient de coûts fixes plus faibles en recourant massivement à l'offshore, et exercent donc une forte concurrence sur les prix sur le marché national. Soucieux de conserver leur niveau de compétitivité, les grands groupes français réagissent à cette concurrence en transférant également une part croissante de leur activité dans des centres de services détenus à l'étranger, ce qui entretient les tensions sur les prix pratiqués sur le marché français et pèse sur l'activité sectorielle.

- Les prix des services numériques qui sont déterminés par plusieurs éléments comme l'augmentation du nombre d'acteurs sur le marché français (concurrence étrangère, structures « freelance », etc.) qui incite les opérateurs en place à développer des stratégies commerciales agressives et baisser leurs tarifs pour rester compétitifs.

- La capacité à proposer des solutions innovantes avec l'intensification de la concurrence, et dans un contexte de forte mutation technologique dans le domaine informatique. Le niveau d'activité des ESN est intrinsèquement lié à leur capacité à offrir des solutions innovantes et appropriées aux évolutions de la demande des clients (cloud computing, big data, cybersécurité, etc.).

Après avoir connu des croissances de 2,7% en 2016, 3,2% en 2017 et 3,3% en 2018, le chiffre d'affaires du conseil et services numériques a augmenté de 3,1% en 2019, en lien avec la hausse des investissements en information et communication par les entreprises (hausse de 6% sur la période 2018-2019). Par ailleurs, la digitalisation de l'économie a notamment provoqué un essor de la demande liée aux SMACS, dont l'activité a augmenté de presque 16% en 2019 (estimation Syntec Numérique).

Les marges d'exploitation des opérateurs sont fortement impactées par les tensions déflationnistes. La concurrence entre les ESN, très nombreuses et faiblement différenciées, reste importante. Les leaders du secteur continuent de mener des politiques tarifaires agressives, tandis que les clients demeurent en position de force pour imposer leurs conditions. L'accroissement du pouvoir de marché des éditeurs de logiciels menace également les performances opérationnelles des ESN, de plus en plus dépendantes de ces fournisseurs. La pénurie de main-d'œuvre à laquelle fait face le secteur affecte en outre les frais de personnel (premier poste de charges, qui représente environ 50% du chiffre d'affaires).

Bien que les investissements IT soient jugés stratégiques par les entreprises, ces derniers ont été affectés par la crise du coronavirus (COVID-19) et devraient afficher une baisse en 2020, une part significative des projets signés par les ESN avant le confinement ayant été suspendus ou annulés. Par ailleurs, les ESN se trouvent sous la pression des donneurs d'ordre qui souhaitent tirer profit de leur position de force pour renégocier les prix. Selon Xerfi, le chiffre d'affaires des ESN devrait ainsi reculer de 6% en 2020 en ligne avec les prévisions de décroissance du PIB quand les projections initiales avant COVID-19 faisaient état d'une croissance du conseil et services numériques de 2,9% (Syntec Numérique). Néanmoins, certaines activités telles que l'infogérance, la cybersécurité et les solutions d'accès à distance ont pu tirer avantage de la situation, et la réinvention des modes de travail engendrée par les bouleversements liés à la crise devrait conduire à une accélération de la transformation numérique des entreprises qui devrait permettre d'amortir la légère décroissance du secteur en 2020.

2.1.2.5 - Comptes consolidés de Groupe Open

Le périmètre de consolidation du groupe Groupe Open, dont la société tête de groupe est Groupe Open SA, comprend 12 sociétés qui sont toutes consolidées par intégration globale. Aucune société détenue directement ou indirectement, majoritairement ou minoritairement, n'est exclue du périmètre de consolidation du groupe. Néanmoins, il convient de noter que les sociétés TeamLog Luxembourg et Groupe Open Nederland détenues à 98,5% et 100% au 30 juin 2020 sont respectivement en cours de fermeture et en cours de cession.

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la Société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre des exercices 2017 à 2019, ces derniers n'ayant par ailleurs pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels au 30 juin 2020 sur la base de leur examen limité.

La Société applique notamment depuis le 1er janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location sans avoir ajusté les exercices clos au 31 décembre 2017 et 2018 à titre de comparaison[4], les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations (corporelles notamment) et de la dette financière au bilan et des loyers (autres produits et charges opérationnels courants), dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier brut) au compte de résultat.

[4] La Société présentant toutefois les effets de la première application de la norme IFRS 16 sur les postes de bilan et de compte de résultat impactés au 1er janvier 2019.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques et prévisionnels communiqués qui intègrent les effets de la norme IFRS 16 (comme les comptes consolidés 2019 et au 30 juin 2020 ainsi que le plan d'affaires de la Société) et que nous avons retraités afin de se baser sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de notre valorisation.

La Société applique également la norme IFRS 5 relative aux actifs non courants destinés à être cédés et aux activités abandonnées. Ainsi, les comptes consolidés présentés sont retraités des activités cédées ou abandonnées et destinées à être cédées (retraitement de la cession de Groupe Open Belgium en 2017, de la fermeture de la filiale chinoise basée à Shangaï (Open Information & Technology) en 2018 liquidée en 2019, de la fermeture de Teamlog Luxembourg décidée en 2018 et de la cession de Groupe Open Nederland à venir décidée en 2019).

2.1.2.6 - Performance financière historique 2017-2019

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Groupe Open - Compte de résultat				
En m€	**31/12/2017**	**31/12/2018[1]**	**31/12/2018[2]**	**31/12/2019**
Prestations de services	308,2	319,0	313,6	300,4
Licences	2,0	1,6	1,6	3,0
Négoce	3,7	3,2	1,0	0,5
Chiffre d'affaires	**313,9**	**323,8**	**316,2**	**303,9**
Croissance (%)	*n.a*	*3,2%*	*n.a*	*-3,9%*
Achats consommés	-3,1	-2,7	-0,7	-0,3
Charges de personnel	-219,0	-227,4	-224,1	-223,6
En % du chiffre d'affaires	*-69,8%*	*-70,2%*	*-70,9%*	*-73,6%*
Impôts, taxes et versements assimilés	-4,8	-4,9	-4,9	-3,8
Dotations aux amortissements	-2,3	-2,9	-2,9	-8,2
Autres produits et charges opérationnels courants	-59,6	-61,5	-59,0	-52,9
Résultat opérationnel courant	**25,1**	**24,4**	**24,6**	**15,1**
En % du chiffre d'affaires	*8,0%*	*7,5%*	*7,8%*	*5,0%*
Autres produits et charges opérationnels	-0,8	-0,7	-0,7	-2,1
Charges liées aux AGA et AGAP	-3,7	-1,1	-1,1	-0,9
Dépréciation des écarts d'acquisition	-1,3	-2,5	0,0	0,0
Résultat opérationnel	**19,3**	**20,1**	**22,8**	**12,2**
En % du chiffre d'affaires	*6,1%*	*6,2%*	*7,2%*	*4,0%*
Résultat financier	-0,9	-0,7	-0,7	-1,0
Charge d'impôt*	-8,2	-8,2	-8,3	-6,7
Résultat net des activités poursuivies	10,2	11,1	13,8	4,5
Résultat net des activités abandonnées**	-1,7	-0,3	-3,0	-2,0
Résultat net	**8,6**	**10,8**	**10,8**	**2,5**
dont :				
Part du groupe	*8,6*	*10,6*	*10,6*	*2,4*
Participations ne donnant pas le contrôle	*0,0*	*0,3*	*0,3*	*0,2*

Source : Rapports annuels 2018 et 2019 de Groupe Open

[1] Etats financiers publiés

[2] Etats financiers pro-forma intègrant les retraitements IFRS 5 lié à la cession de Groupe Open Nederland

** Y compris la CVAE*

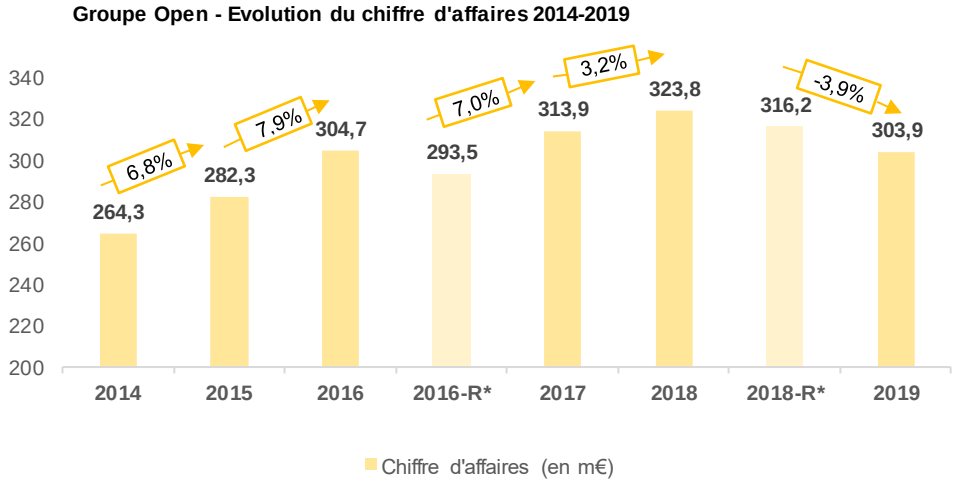
*** Groupe Open Belgium (2017), Open Information & Technology – Shanghai (2018 et 2017), Groupe Open Nederland (2019 et 2018 pro-forma)*

n.a : non applicable

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Groupe Open, essentiellement réalisé en France (98,2% du chiffre d'affaires en 2019), est quasi-intégralement constitué de la vente de prestations de services (99% à fin 2019), mais également de la vente de licences et de négoce. Les prestations de services incluent les prestations de conseil, d'expertises technologiques, d'assistance technique ainsi que le développement et l'industrialisation d'applications et d'environnements technologiques au travers de centres de production et services. Le revenu lié aux licences correspond à la vente de licences propriétaires ou SaaS au travers de l'offre édition de l'activité Solutions, le revenu relatif au négoce correspondant à la revente de produits et de licences notamment dans le cadre de prestations de portage.

Malgré une diminution de 3,9% du chiffre d'affaires en 2019, ce dernier connait une croissance annuelle moyenne de 2,8% sur la période 2014-2019. L'évolution du chiffre d'affaires de la Société sur la période a été fortement marquée par le repositionnement stratégique (rupture du *business model*) de Groupe Open à partir de 2015, se traduisant notamment par le déploiement des premiers jalons du Plan Stratégique 2020 la même année. En effet, la Société a procédé à de multiples actions visant à renforcer son positionnement stratégique en tant qu'acteur de la performance et de l'innovation notamment au travers de l'accompagnement de ses clients tant dans le cadre de leur transformation industrielle que digitale au travers de multiples acquisitions (notamment en 2016 et 2017).



** Retraités d'IFRS 5 lié à à la cession de Groupe Open Belgium, la fermeture Open Information & Technology – Shanghai et la cession en cours de Groupe Open Nederland (chiffre d'affaires de 6,5m€ et 7,7m€ respectivement en 2019 et 2018)*

A partir de 2014 et jusqu'en 2016, la Société réalisait une croissance supérieure à celle du marché du conseil et services numériques (+2,0% en 2015 et +2,7% en 2016 selon Syntec Numérique) portée par un modèle de transformation industrielle réussi permettant la signature de contrats significatifs, une offre de transformation digitale soutenue par le marché des SMACS en plein développement (+16,9% en 2015), ainsi que de multiples acquisitions.

La croissance de 6,8% (dont 6,0% de croissance organique) constatée en 2015 s'explique par les actions de Groupe Open visant à renforcer son pôle expertise Big Data, à structurer l'ouverture des agences digitales autour de l'IoT (Internet des Objets), de la Mobilité, du Conseil, du Big Data et de l'e-commerce. Groupe Open enregistre une très forte croissance (+20%) de son activité digitale, complétée par une augmentation continue des services liés à la transformation industrielle (+10%).

En 2016, Groupe Open bénéficie de l'impact positif des actions menées en 2015 se traduisant par une croissance du chiffre d'affaires de 7,9% (dont 6,2% de croissance organique). Cette année est marquée par de nombreux succès couvrant l'industrialisation et la rationalisation IT associées à la transformation digitale des entreprises. Malgré une activité en croissance forte et

soutenue en France (+6,1% en 2014, +7,7% en 2015 et +9,1% en 2016), l'activité à l'international est marquée par un fort recul en 2016, le chiffre d'affaires au Pays-Bas et en Belgique étant respectivement en baisse de -13,0% et -10,5%.

Dès 2017, Groupe Open entame la cession de Groupe Open Belgium et la fermeture d'Open Information Technology (filiale chinoise) et Teamlog Luxembourg. Malgré ces cessations d'activités, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 313,9m€ soit une augmentation de 7,0% par rapport à 2016 à périmètre équivalent, croissance supérieure au secteur des entreprises de conseils et services numériques (3,2% en 2017). Cette croissance s'explique notamment par une activité de recrutement particulièrement active avec l'intégration de plus de 900 collaborateurs et un effectif productif de 3.860, le lancement de Primpromo Digital, de Xloan ainsi que divers succès commerciaux sur Moodpeek (SaaS à destination des acteurs de la promotion immobilière) et Fastlab (programme d'accélération des initiatives digitales) ainsi que le gain du marché UGAP[5] d'Assistance à Maitrise d'œuvre d'Application permettant une nette progression sur le secteur public (7% du chiffre d'affaires total en 2017).

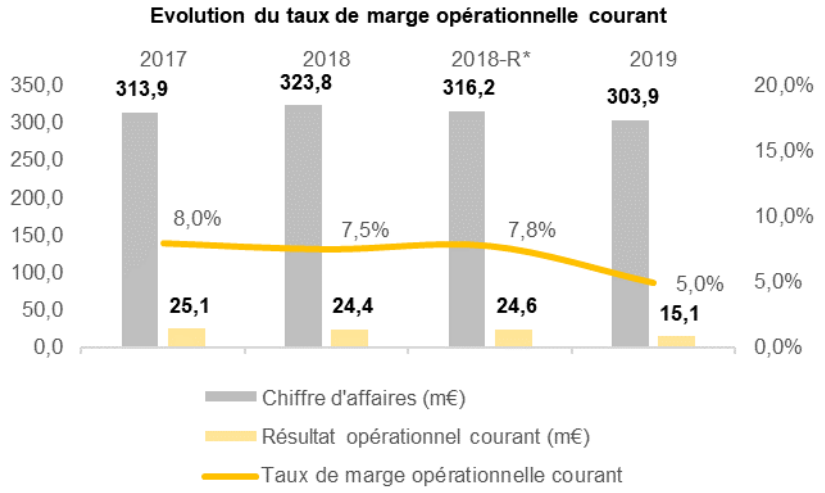
Un ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires est observé en 2018 (+3,2% en ligne avec le secteur) s'expliquant par une baisse du taux d'occupation liée à une augmentation du turnover, en dépit d'un recrutement soutenue avec l'intégration de 900 collaborateurs productifs supplémentaires en 2018 en lien avec la politique de Ressources Humaines en vue d'attirer, d'engager et de conserver les talents. Hors impact de la norme comptable IFRS 5 sur les comptes liés à la future cession d'Open Group Nederland, le chiffre d'affaires de Groupe Open s'élève ainsi à 323,8m€ en 2018. En tenant compte de la cession à venir d'Open Group Nederland traitée selon la norme comptable IFRS 5 qui réalise en 2018 un chiffre d'affaires de 7,7m€, le chiffre d'affaires de Groupe Open s'élève ainsi à 316,2m€.

Dans un contexte de poursuite de la croissance du secteur (+3,1% en 2019 sur les entreprises de conseil et services numériques selon Syntec Numérique), le chiffre d'affaires de Groupe Open en 2019 s'élève à 303,9m€ soit une baisse de -3,9% par rapport au chiffre d'affaires proforma de 2018. Cette baisse s'explique principalement par une diminution de la sous-traitance (représentant 7,1m€ de chiffre d'affaires, soit 1,9% de la diminution) liée à une mise en conformité se traduisant par l'arrêt du recours aux indépendants dans le cadre de contrats longue durée, un effet calendaire défavorable (0,4% de la diminution) ainsi que des difficultés rencontrées en matière de taux d'occupation et de recrutement. Néanmoins, des contrats significatifs ont été enregistrés concernant l'offre de conseil et expertises et l'activité des agences digitales et solutions est en forte croissance (+20% par rapport à 2018).

[5] Union des Groupements d'Achats Publics

Le résultat opérationnel courant (ROC / EBIT)

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de Groupe Open sur la période 2017-2019 est présentée ci-dessous :



Les charges opérationnelles courantes de Groupe Open comprennent principalement les charges de personnel (plus de 75% des charges opérationnelles courantes) et les charges externes (sous-traitance, rémunération d'intermédiaires et honoraires, frais de déplacement et de locations).

Le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC » ou « EBIT ») s'élève à 24,4m€ (7,5% du chiffre d'affaires) en 2018, (hors impact de la norme comptable IFRS 5 sur les comptes liés à la future cession d'Open Group Nederland), contre 25,1m€ (8,0% du chiffre d'affaires) en 2017. La légère dégradation du taux de marge opérationnelle courant résulte d'une augmentation des charges de personnel, ces dernières représentant 70,2% du chiffre d'affaires de la Société contre 69,8% en 2017, liée à la hausse des effectifs (effectif moyen de 3.871 collaborateurs en 2018 contre 3.709 collaborateurs en 2017). En tenant compte de la cession d'Open Group Nederland traitée selon la norme comptable IFRS 5, le ROC s'élève à 24,6m€, soit un taux de marge opérationnelle courant de 7,8%.

Le ROC est de nouveau en recul en 2019, s'établissant à 15,1m€ soit un taux de marge opérationnel courant de 5,0% contre 7,8% en 2018, cette baisse résultant d'une baisse du chiffre d'affaires (-3,9%) et d'une hausse du salaire moyen légèrement supérieur à celle du tarif journalier moyen.

Il convient de noter que la baisse des autres charges opérationnelles courantes en 2019 s'explique partiellement par l'application de la norme IFRS 16, qui concerne la comptabilisation des contrats de location, par la Société à partir du 1er janvier 2019. Selon cette norme, les loyers opérationnels (5,0m€ en 2019) ne sont plus comptabilisés comme des charges externes (autres produits et charges opérationnels) mais sont reconnus comme des dotations aux amortissements et en frais financier. Les dotations aux amortissements des droits d'utilisation IFRS 16 et les intérêts liés au droit d'utilisation IFRS 16 s'élèvent respectivement à 4,9m€ et 0,4m€ en 2019. In fine, l'impact de l'application de cette norme reste par conséquent marginal sur le ROC.

Le résultat opérationnel

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s'effectue à travers les postes intermédiaires « Autres produits et charges opérationnels », « Charges liées aux actions gratuites et actions gratuites de préférence » (AGA et AGAP) et « dépréciation des écarts d'acquisition ».

Les autres produits et charges opérationnelles s'élèvent respectivement à -0,8m€ en 2017, -0,7m€ en 2018 et -2,1m€ en 2019 et sont principalement liées à des mesures de réorganisation internes dans les sociétés françaises.

Les charges liées aux AGA et AGAP correspondent à la comptabilisation en charge des rémunérations à hauteur de la juste valeur des instruments attribués (IFRS 2). Cette charge est étalée sur la durée des plans d'acquisitions soit trois ans pour le plan d'AGA et deux ans pour le plan d'AGAP. Il convient de noter que la Société a procédé à l'annulation du plan d'AGAP en mars 2020.

La dépréciation des écarts d'acquisition constatée en 2017 est due à la restructuration au Benelux et, en 2018, liée à l'entité Groupe Open Nederland.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à -1,0m€ en 2019 et est principalement constitué des intérêts liés à la dette locative IFRS 16 (0,4m€), des intérêts sur emprunts (0,3m€), et d'intérêts divers (0,2m€).

La diminution du résultat financier en 2019 est notamment liée à l'application des normes IFRS 16 par la Société à partir du 1er janvier 2019 (charges d'intérêts supplémentaires de 0,4m€), la Société disposant d'un endettement financier brut (hors IFRS 16) relativement faible.

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 2,5m€ en 2019. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 6,7m€ composée notamment de la charge d'impôt exigible, de la charge d'impôt différée et de la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France pour un montant de 3,8m€, le groupe considérant que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12. La baisse du résultat net sur la période observée en 2017 et 2019 reste essentiellement liée à celle du ROC.

EBIT[6]

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé un multiple d'EBIT afin de valoriser la Société par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par Groupe Open et au regard de l'analyse que nous effectué sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant comme étant l'EBIT. En effet, le ROC est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels avant prise en compte des éléments non normatifs de l'activité tels que les frais de restructuration, les charges liées aux AGA et AGAP, les dépréciations des écarts d'acquisitions et autres produits et charges opérationnels non courants affectant la comptabilité et la performance financière du Groupe.

L'EBIT s'élève ainsi à 15,1m€ en 2019, soit un taux de marge d'EBIT de 5,0%.

[6] Earnings Before Interest & Tax

2.1.2.7 - Performance financière semestrielle juin 2018 – juin 2020

Le compte de résultat synthétique au 30 juin 2018, 2019 et 2020 se présente comme suit :

Groupe Open - Compte de résultat semestriel - 6 mois			
En m€	**30/06/2018***	**30/06/2019**	**30/06/2020**
Chiffre d'affaires	**161,3**	**156,3**	**147,9**
Croissance (%)	*n.a*	*-3,1%*	*-5,4%*
Achats consommés	-0,4	-0,2	-0,4
Charges de personnel	-116,6	-115,8	-108,2
En % du chiffre d'affaires	*-72,3%*	*-74,1%*	*-73,2%*
Impôts, taxes et versements assimilés	-2,4	-2,0	-2,5
Dotations aux amortissements	-1,4	-4,1	-4,9
Autres produits et charges opérationnels courants	-28,2	-28,4	-26,6
Résultat opérationnel courant	**12,3**	**5,8**	**5,3**
En % du chiffre d'affaires	*7,6%*	*3,7%*	*3,6%*
Autres produits et charges opérationnels	0,5	-0,9	-0,7
Charges liées aux AGA et AGAP	-0,5	-0,4	0,0
Résultat opérationnel	**12,3**	**4,4**	**4,6**
En % du chiffre d'affaires	*7,6%*	*2,8%*	*3,1%*
Résultat financier	-0,3	-0,5	-0,5
Charge d'impôt**	-4,4	-2,7	-2,7
Résultat net des activités poursuivies	7,5	1,2	1,4
Résultat net des activités abandonnées***	-0,3	-1,9	-1,3
Résultat net	**7,2**	**-0,7**	**0,2**
dont :			
Part du groupe	*7,3*	*-0,8*	*0,2*
Participations ne donnant pas le contrôle	*-0,1*	*0,1*	*-0,1*

Source : Rapports annuels 2018 et 2019 et semestriel au 30 juin 2020 de Groupe Open
** Etats financiers pro-forma intégrant les retraitements IFRS 5 liés à la cession de Groupe Open Nederland*
*** Y compris CVAE*
**** Open Information & Technology – Shanghai (2018), Groupe Open Nederland (2020, 2019 et 2018 pro-forma)*
n.a : non applicable

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Groupe Open au 30 juin 2020 s'élève à 147,9m€ contre 161,3m€ au 30 juin 2018.

Le chiffre d'affaires semestriel est marqué par des diminutions successives de -3,1% et -5,4% respectivement au 30 juin 2019 et 30 juin 2020. La baisse du chiffre d'affaires constatée au 30 juin 2020 est principalement liée à l'impact direct de la crise sanitaire sur le taux d'occupation et l'effectif productif interne (3.180 collaborateurs au 30 juin 2020 contre 3.250 au 31 décembre 2019). La réduction du chiffre d'affaire imputable au seul effet du COVID-19 est de l'ordre de 8% sur le 2ème trimestre 2020 (1er avril au 30 juin).

Néanmoins, Groupe Open a été renouvelé au 1er semestre 2020 dans le cadre du marché public de prestations de Maintenance Applicative auprès de l'Union des Groupements d'Achats Publics (UGAP) avec un spectre de prestations élargi, poursuivant ainsi le développement des prestations auprès du secteur public engagé en 2017 avec le contrat de prestations d'Assistance à Maitrise d'œuvre (AMOE).

Le résultat opérationnel courant (ROC / EBIT)

Le résultat opérationnel courant s'élève à 5,3m€ au 30 juin 2020 contre 12,3m€ au 30 juin 2018.

Le résultat opérationnel courant ainsi que le taux de marge qui représente 3,7% du chiffre d'affaires au 30 juin 2019 contre 7,6% au 30 juin 2018, ont connu une forte baisse en 2019, les actions de fidélisation déployées n'ayant pas produit leurs effets sur le premier semestre 2019 dans un marché du recrutement en tension.

Au 30 juin 2020, le résultat opérationnel courant s'établit à 5,3m€ soit un taux de marge opérationnelle courant stable de 3,6% contre 3,7% au 30 juin 2019, la baisse d'activité ayant été compensée par les produits relatifs à l'activité partielle déclenchée par le groupe à compter de fin mars, qui sont constitués de la réduction des charges de personnel à la suite de la prise en charge d'indemnités versées par l'état. L'activité partielle a concerné 1.250 collaborateurs sur la période de mars à juin, l'essentiel des collaborateurs ayant effectué leur activité en télétravail sur cette période.

Le résultat opérationnel

Le résultat opérationnel de Groupe Open s'élève à 4,6m€ au 30 juin 2020 contre 12,3m€ au 30 juin 2018.

Le taux de marge opérationnelle, qui s'établissait à 7,6% au 30 juin 2018, a tout d'abord connu une forte baisse au 30 juin 2019 pour atteindre 2,8%, en ligne avec l'évolution du résultat opérationnel courant.

Il connait une légère progression au 30 juin 2020 et s'établit à 3,1% ce qui s'explique d'une part par la diminution des charges liées aux mesures de réorganisation internes (0,5m€ au 30 juin 2020 contre 0,9m€ au 30 juin 2019), puis d'autre part par la suppression des charges liées aux actions gratuites et actions gratuites de préférence (0,4m€ au 30 juin 2019) en raison de leur caducité (fin décembre 2019) et annulation (en mars 2020).

Le résultat opérationnel évolue ainsi corrélativement au résultat opérationnel courant.

Le résultat net

Le résultat net s'établit à 0,2m€ au 30 juin 2020 contre -0,7m€ au 30 juin 2019 principalement en raison d'une diminution de la perte issue des activités cédées ou abandonnées (-1,3m€ au 30 juin 2020 contre -1,9m€ au 30 juin 2019).

2.1.2.8 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Groupe Open - Bilan économique					
En m€		**31/12/2017***	**31/12/2018***	**31/12/2019**	**30/06/2020**
	Ecart d'acquisition (goodwill)	108,2	108,4	106,9	106,9
+	Immobilisations incorporelles	4,3	5,8	27,7	25,7
	dont droits d'utilisation IFRS16	*0,0*	*0,0*	*21,4*	*19,9*
+	Immobilisations corporelles	4,8	5,9	5,7	5,3
+	Immobilisations financières	3,1	3,7	4,3	4,6
=	**Actif immobilisé**	**120,4**	**123,8**	**144,6**	**142,5**
	Actif circulant	86,8	80,4	71,6	74,7
-	Passif circulant	-96,6	-91,6	-82,9	-92,6
=	**Besoin en fonds de roulement**	**-9,8**	**-11,2**	**-11,3**	**-17,9**
Actif économique		**110,6**	**112,6**	**133,3**	**124,6**
	Impôts différés actifs nets de passifs	**2,6**	**2,7**	**1,3**	**3,1**
	Actifs destinés à être cédés	**1,1**	**0,1**	**2,9**	**3,2**
Capitaux Employés		**114,3**	**115,4**	**137,5**	**130,9**
	Capital social	1,4	1,4	1,4	1,4
+	Primes d'émission	8,9	8,9	8,9	8,9
+	Réserves consolidées	96,7	95,2	99,7	103,2
+	Résultat net	8,6	10,6	2,4	0,2
+	Subventions	0,0	0,0	0,1	0,1
=	**Capitaux Propres part du Groupe**	**115,6**	**116,1**	**112,5**	**113,8**
+	Intérêts minoritaires	-0,1	0,2	0,3	0,1
=	**Capitaux Propres**	**115,5**	**116,3**	**112,8**	**113,9**
	Provisions non courantes	**8,7**	**11,0**	**11,2**	**12,0**
+	Dette financière	22,8	20,2	39,3	33,5
	dont dette locative IFRS16	*0,0*	*0,0*	*22,7*	*21,1*
-	Trésorerie et équivalents	-33,8	-32,2	-28,0	-31,7
=	**Dette financière nette**	**-11,0**	**-12,0**	**11,3**	**1,8**
	Passifs destinés à être cédés	**1,1**	**0,1**	**2,2**	**3,2**
Capitaux Investis		**114,3**	**115,4**	**137,5**	**130,9**

Source : Rapports annuels 2017, 2018 et 2019 et semestriel au 30 juin 2020 de Groupe Open
** Comptes n'intégrant pas les effets de la norme IFRS16 (operating leases) appliquée par le Groupe au 1er janvier 2019*

Au 30 juin 2020, l'actif immobilisé de Groupe Open s'élève à 142,5m€ et se compose essentiellement du goodwill et d'immobilisations incorporelles.

Le goodwill du groupe, qui résulte des acquisitions historiques (Teamlog et Sylis respectivement en 2006 et 2008) et de la stratégie de croissance externe s'élève à 106,9m€ au 30 juin 2020 et représente l'essentiel des capitaux employés. Il concerne principalement les unités génératrices de trésorerie (UGT) « France » pour 105,8m€ et « Reste du Monde » pour 1,1m€ (acquisition de Beler Roumanie en 2017). Son évolution sur la période s'explique par l'écart d'acquisition enregistré en 2018 pour 2,7m€ (ajusté de +0,1m€ en 2019) dans le cadre de l'acquisition de la société Izberg ainsi que la dépréciation à 100% de l'UGT Hollande en 2019, soit une dépréciation complémentaire de 1,6m€.

Les immobilisations incorporelles de la Société s'élèvent à 25,7m€ au 30 juin 2020. Elles se composent principalement des droits d'utilisation relatifs aux contrats de locations qui s'élèvent à 19,9m€ au 30 juin 2020 en raison de l'application des normes IFRS 16 à partir du 1er janvier 2019. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle sont désormais comparables à l'actuelle location-financement et doivent être portés au bilan sous forme de droit d'utilisation et de dette locative (environ 90% étant liée aux baux). Par ailleurs, le Groupe procède également à l'activation de frais de recherche et développement dans le cadre de solutions éditées et projets

de développement sur des outils internes. Au titre de l'exercice 2019, la Société a activé des frais de développement à hauteur de 2,0m€.

Les immobilisations corporelles dont le montant s'élève à 5,3m€ au 30 juin 2020, se composent essentiellement de matériels informatiques et équipements ainsi que de travaux d'aménagement dans les locaux.

Les immobilisations financières correspondent à des actifs financiers non courants dont le montant s'élève à 4,6m€ au 30 juin 2020 (dont 3,8m€ de prêts à la construction et 0,8m€ de dépôts et cautionnements).

Le besoin en fonds de roulement, structurellement négatif, est analysé ci-après. La Société, qui fait financer certaines de ses créances par des sociétés d'affacturage, procède à la déconsolidation des créances financées par le factor pour lesquelles elle considère que les risques et avantages qui leur sont associés sont substantiellement transférés à la société d'affacturage (créances sans recours).

La Société dispose de créances clients et comptes rattachés pour un montant de 51,8m€ au 30 juin 2020 contre 44,0m€ au 31 décembre 2019. Ayant recours à l'affacturage, la Société compte également dans son actif courant le compte courant relatif d'une part aux factures financées par le factor (3,0m€) avec recours et d'autre part aux créances cédées non encore réglées par le factor (8,9m€). Les autres actifs courants de la Société s'élèvent à 11,0m€ et se composent d'autres créances courantes (7,8m€) telles des créances fiscales (4,4m€) et sociales (3,4m€), et d'actif d'impôts (1,1m€).

Les capitaux propres (part du groupe) de Groupe Open s'élèvent à 113,8m€ au 30 juin 2020. Leur évolution depuis le 31 décembre 2017 découle principalement des résultats réalisés sur les exercices de la période et les distributions de dividendes effectuées en 2018 (3,5m€) et 2019 (3,4m€).
La part des capitaux propres consolidés attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle (intérêts minoritaires) est marginale et s'élève à 0,1m€.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 12,0m€ au 30 juin 2020 contre 11,2m€ au 31 décembre 2019. Elles se composent au 30 juin 2020 d'indemnités de départ à la retraite pour 10,7m€, de provisions pour litiges prud'homaux pour 0,5m€ et d'autres provisions dont notamment un montant de 0,2m€ provisionné au titre de la décision administrative de la DGCCRF.

La dette financière nette comptable de Groupe Open, dette locative IFRS 16 compris, s'élève à 1,8m€ au 30 juin 2020. Elle est constituée notamment d'emprunts consentis par Groupe Open au titre d'une convention de crédits signée avec un pool bancaire en 2016 dont le solde s'élève à 9,0m€ au 30 juin 2020, d'une dette locative IFRS 16 de 21,1m€, d'autres passifs financiers (dettes de factor) pour 3,1m€ et de trésorerie pour 31,7m€.
La hausse importante de la dette financière nette de la Société au 31 décembre 2019 est liée à la dette locative relative à l'application d'IFRS 16 à partir du 1er janvier 2019 (+22,7m€). La dette locative IFRS 16 représente 63% de l'endettement financier de la Société au 30 juin 2020.

Au 30 juin 2020 les actifs et passifs destinés à être cédés s'élèvent chacun à 3,2m€. Il s'agit des actifs et des passifs de la filiale Groupe Open Nederland faisant l'objet d'un mandat de vente au 30 juin 2020 et par conséquent traités selon la norme IFRS 5.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Groupe Open - Besoin en Fonds de Roulement				
En m€	**31/12/2017**	**31/12/2018**	**31/12/2019**	**30/06/2020**
+ Créances clients	60,0	56,7	44,0	51,8
en jours de CA	*70 jours*	*65 jours*	*53 jours*	*64 jours*
+ Compte courant - Factures financé	5,9	5,0	5,6	3,0
en jours de CA	*7 jours*	*6 jours*	*7 jours*	*4 jours*
+ Compte courant factor	5,4	5,1	11,5	8,9
en jours de CA	*6 jours*	*6 jours*	*14 jours*	*11 jours*
+ Autres créances courantes**	8,1	7,2	6,4	9,9
en jours de CA	*9 jours*	*8 jours*	*8 jours*	*12 jours*
+ Actif d'impôts	7,4	6,4	4,1	1,1
= Actif courant	**86,8**	**80,4**	**71,6**	**74,7**
en jours de CA	*101 jours*	*93 jours*	*86 jours*	*92 jours*
- Dettes fournisseurs	-18,6	-17,4	-15,3	-17,0
en jours de CA	*-22 jours*	*-20 jours*	*-18 jours*	*-21 jours*
- Dettes fiscales et sociales	-65,4	-62,0	-55,4	-63,2
en jours de CA	*-76 jours*	*-72 jours*	*-67 jours*	*-78 jours*
- Autres dettes***	-12,6	-11,8	-11,9	-12,3
en jours de CA	*-15 jours*	*-14 jours*	*-14 jours*	*-15 jours*
- Passif d'impôts exigibles		-0,4	-0,2	-0,1
= Passif courant	**-96,6**	**-91,6**	**-82,8**	**-92,6**
en jours de CA	*-112 jours*	*-106 jours*	*-99 jours*	*-114 jours*
= BFR	**-9,8**	**-11,2**	**-11,2**	**-17,9**
BFR en jours de CA	*-11 jours*	*-13 jours*	*-13 jours*	*-22 jours*
BFR en % de CA	*-3,1%*	*-3,5%*	*-3,7%*	*-12,1%*
+ Retraitement créances factor	13,8	11,6	13,1	7,0
en jours de CA	*16 jours*	*13 jours*	*16 jours*	*9 jours*
= BFR retraité	**4,0**	**0,4**	**1,9**	**-10,9**
BFR retraité en jours de CA	*5 jours*	*0 jours*	*2 jours*	*-13 jours*
BFR retraité en % de CA	*-3,1%*	*-3,5%*	*-3,7%*	*-12,1%*
*Chiffre d'affaires**	*313,9*	*316,2*	*303,9*	*147,9*

Source : Rapports annuels 2017, 2018 et 2019 et semestriels au 30 juin de Groupe Open
* Chiffre d'affaires du 1er semestre 2020 (6 mois) au 30 juin 2020
** *Charges constatées d'avance, créances sociales et fiscales*
*** *Produits constatés d'avance, avances et acomptes clients et provisions courantes*

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») structurellement négatif sur la période observée, du fait notamment du retraitement des créances cédées au factor sans recours qui sont déconsolidées.

Le BFR de Groupe Open se compose principalement de créances clients, des créances cédées au factor (non réglées par ce dernier et celles réglées avec recours possible de celui-ci), de dettes fiscales et sociales et de dettes fournisseurs.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de produits constatés d'avance (11,3m€), de créances sociales et fiscales (7,8m€) et d'autres créances et dettes courantes diverses (charges constatées d'avance, avances et acomptes).

Le BFR de Groupe Open, qui constitue un excédent en fonds de roulement, est stable au 31 décembre 2019 et s'établit à -13 jours de chiffre d'affaires. Au 30 juin 2020, dans le contexte de crise sanitaire lié au COVID-19, le BFR de la Société diminue en passant de -13 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2019 à -22 jours de chiffre d'affaires. Cette variation résulte principalement de la hausse des dettes fiscales et sociales conséquence du report du paiement de charges sociales au 2ème semestre 2020 et de la légère augmentation des créances clients au 30 juin 2020 liée à des délais de règlements plus long, ces créances clients étant par ailleurs financées par le factor dans une proportion moindre au 30 juin 2020.

Retraité des créances cédées au factor sans recours et déconsolidées, le BFR de la Société est quasi-nul à fin 2018 et fin 2019 et représente -13 jours de chiffre d'affaires au 30 juin 2020.

A la suite de notre analyse et à nos échanges avec la direction financière du Groupe Open, nous comprenons que le niveau de BFR au 31 décembre 2019 se situe à un niveau plus normatif que celui observé au 30 juin 2020 au regard des éléments exceptionnels ayant impacté le 1er semestre 2020 (COVID-19 et ses conséquences économiques multiples) et notamment le niveau des créances clients et des dettes fiscales et sociales (ces dernières intégrant au 30 juin 2020 une dette de cotisations sociales de 6,5m€ consécutive au report de l'échéance du mois d'avril 2020).

2.2 - Contexte et opération envisagée

2.2.1 - Contexte et motifs de l'offre

Des représentants de Montefiore ont approché les Fondateurs il y a quelques mois pour les informer qu'ils partageaient leur vision de l'entreprise et pour proposer à la Société un accompagnement financier mais également industriel, dans le respect d'une gouvernance équilibrée. Cette approche a suscité l'intérêt des Fondateurs et des discussions ont été entamées avec Montefiore.

Le projet des Fondateurs et de Montefiore a été présenté au Conseil d'administration de la Société, réuni le 17 juillet 2020, qui a accueilli favorablement le principe de l'Offre.

Les Fondateurs et Montefiore ont conclu le 22 juillet 2020 un accord de négociations exclusives (un Memorandum of Understanding) (ci-après le « MoU ») dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée, la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société, et de déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO qui serait réalisé par les membres du Concert. La signature de cet accord a fait l'objet d'un communiqué de presse le 22 juillet 2020.

Le 23 juillet 2020, New GO a procédé à l'acquisition de blocs d'actions de la Société en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 auprès de certains investisseurs institutionnels portant sur un total de 502.698 actions représentant à cette date 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société, au prix d'Offre, soit 15,00 euros par action de la Société, selon la répartition suivante :

- 194.543 actions de la Société détenues par une société de gestion, représentant environ 2,4% du capital social et 1,8% des droits de vote ;
- 150.000 actions de la Société détenues par Sycomore AM, représentant environ 1,9% du capital social et 1,4% des droits de vote ;
- 128.155 actions de la Société détenues par une société de gestion, représentant environ 1,6% du capital social et 1,2% des droits de vote ; et
- 30.000 actions de la Société détenues par Amiral Gestion, représentant environ 0,4% du capital et 0,3% des droits de vote.

L'acquisition de ce bloc minoritaire a été financé par le biais d'un prêt d'actionnaire d'un montant en principal de 7.600.000 euros et portant intérêt à un taux annuel de 2% consenti par Montefiore à New GO le 22 juillet 2020.

À la suite de la signature du MoU, le processus d'information-consultation du comité social et économique central de Groupe Open a été initié le 23 juillet 2020 et s'est achevé le 21 août 2020.

Les membres du Concert ont conclu le 2 octobre 2020 un protocole d'investissement (ci-après le « Protocole d'Investissement ») afin d'organiser leurs investissements respectifs au sein de New GO ainsi que leurs engagements respectifs dans le cadre de l'Offre.
Aux termes du Protocole d'Investissement, Montefiore s'est engagé à réaliser des apports en numéraire sous la forme d'avances en compte courant afin de financer :

- le prix d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre ;

- le cas échéant, le prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées qui seraient cédées, à la date de réalisation[7] (ci-après la « Date de Réalisation ») dans le cadre d'une opération hors marché en cas de Succès de l'Opération (tel que ce terme est défini au paragraphe ci-après) ; et
- les frais relatifs à l'acquisition des actions de la Société excédant la partie des frais financée par l'apport en numéraire de D&A et par l'apport en numéraire de Manco.

Les apports en numéraire susvisés seront réalisés au moyen d'avances en comptes courant d'associés effectuées selon les mêmes termes que le prêt d'actionnaire initial (ensemble avec le Prêt d'Actionnaire initial, les « Avances en Compte Courant »).

En cas d'atteinte par le Concert du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, en tenant compte de la perte des droits de vote double qui résulterait de la réalisation des Apports et du transfert des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées (le « Succès de l'Opération ») , ces Avances en Compte Courant seront converties à la Date de Réalisation comme suit :

- dans la limite d'un montant égal à 60.000.000 euros (à l'exclusion du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées), à hauteur d'environ 49,08% en actions ordinaires de New GO et à hauteur d'environ 50,92% en obligations convertibles OC T1 (tel que ce terme est défini ci-après dans le présent rapport) ; et
- à concurrence d'un montant égal à la somme du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées et le cas échéant, du montant excédant le seuil de 60.000.000 euros, en obligations convertibles OC T2 (tel que ce terme est défini ci-après dans le présent rapport).

A la Date de Réalisation, sous réserve du Succès de l'Opération, une partie des titres de la Société détenus par les Fondateurs et les Holdings Fondateurs, soit 622.640 actions de la Société ainsi que la totalité des actions de la Société qui seront détenues par les Membres du Groupe Familial Sadoun à la Date de Réalisation, soit 100.000 actions de la Société[8], seraient cédées en numéraire à New GO pour un prix égal au prix de l'Offre, soit 15,00 euros par action Groupe Open, et le solde des titres de la Société détenus par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, soit 2.370.408 actions de la Société, serait apporté en nature à New GO à une valeur égale au prix de l'Offre, soit 15,00 euros par action Groupe Open.

Les parties au Protocole d'Investissement ont déclaré agir de concert aux termes du Protocole d'Investissement. Cette mise en concert entraine ainsi le franchissement du seuil de 30% entrainant l'obligation de lancer une offre publique.

Un projet de pacte d'associés, plus amplement décrit à la section 1.3.2 du projet de note d'Information, est annexé au Protocole d'Investissement et sera conclu à la Date de Réalisation, sous réserve du Succès de l'Opération.

La signature du Protocole d'Investissement a fait l'objet d'un communiqué de presse le 2 octobre 2020.

L'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature du Protocole d'Investissement.

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et n'a pas l'intention de

[7] La plus tardive des dates à intervenir entre l'expiration d'une période de 45 jours calendaires suivant la date du second règlement-livraison de l'Offre et le 29 janvier 2021, ou à toute autre date convenue d'un commun accord avec les parties.

[8] Préalablement à la Date de Réalisation, Laurent Sadoun réalisera des donations au profit de Gary et Michaël Sadoun (Membres du Groupe Familial Sadoun) portant sur un nombre total de 100.000 actions de la Société sur les 1.000.177 actions ordinaires de la Société qu'il détient à la date du présent rapport.

modifier, en cas de Succès de l'Opération, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

L'opération vise à accélérer la transformation de Groupe Open et réinscrire le groupe dans une dynamique de croissance, en lui permettant de disposer des moyens pour financer les investissements nécessaires à cette transformation. Ces moyens financiers devraient permettre à Groupe Open de financer des acquisitions, qui seront, dans un premier temps, dilutives, avec un objectif de création de valeur dans un horizon de 4 à 5 ans. L'Offre vise également à associer l'équipe dirigeante (hors Fondateurs) au projet de développement de la Société.

L'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative (de coûts ou de revenus) dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur, dans la mesure où l'objet de l'Initiateur est la détention de titres de participation.

2.2.2 - Termes de l'Offre

A la date du présent rapport à la suite de l'acquisition par New GO d'un bloc d'actions auprès d'investisseurs institutionnels le 23 juillet 2020 (en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020), l'Initiateur détient 502.698 actions Groupe Open soit 6,22% du capital et 4,65% des droits de vote et le Concert détient 3.595.746 actions et 6.129.747 droits de vote de la Société, représentant 44,50% du capital social et 56,74% des droits de vote de la Société.

A notre connaissance, le capital social de la Société est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Groupe Open - Actionnariat				
Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nb de droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théoriques**
New Go	**502 698**	**6,22%**	**502 698**	**4,65%**
Frédéric Sebag	1 209 318	14,97%	2 414 336	22,35%
SC Double Impact investissement	355 000	4,39%	475 182	4,40%
Autres membres groupe familial Sebag	30 523	0,38%	61 046	0,57%
Groupe familial Sebag	**1 594 841**	**19,74%**	**2 950 564**	**27,31%**
Laurent Sadoun	1 000 177	12,38%		
Avya Partners	9 000	0,11%		
Groupe familial Sadoun[1]	**1 009 177**	**12,49%**	**1 913 095**	**17,71%**
Guy Mamou-Mani	185 896	2,30%		
Gadax Conseil[2]	170 850	2,11%		
Axel Mamou-Mani	11 000	0,14%		
Groupe familial Mamou-Mani	**367 746**	**4,55%**	**553 642**	**5,12%**
Valérie Benvenuto	**121 284**	**1,50%**	**209 748**	**1,94%**
Sous-total Concert	**3 595 746**	**44,50%**	**6 129 747**	**56,74%**
Financière de l'Echiquier	369 445	4,57%	369 445	3,42%
Amiral Gestion	612 582	7,58%	612 582	5,67%
Sycomore	567 883	7,03%	567 883	5,26%
Public	2 934 167	36,31%	3 123 796	28,91%
Sous-total Flottant	**4 484 077**	**55,50%**	**4 673 706**	**43,26%**
Total	**8 079 823**	**100%**	**10 803 453**	**100%**

Source : Projet de Note d'Information, Information management au 30 septembre 2020

[1] Société détenue par Laurent Sadoun et ses enfants. A noter par ailleurs que des donations portant sur un total de 100.000 actions de la Société au bénéfice de Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun seront effectuées par Laurent Sadoun entre la date de conclusion du Protocole d'Investissement et la Date de Réalisation, lesdites actions ayant vocation à être cédées à New GO à la Date de Réalisation

[2] Société détenue par Guy Mamou-Mani et ses enfants

L'Offre porte sur les actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises, non encore détenues par l'Initiateur, soit, à la date du présent rapport, un nombre total maximum de 7.577.125 actions de la Société, représentant 93,78% du capital social et 95,34% des droits de vote de la Société, à l'exclusion des 2.370.408 actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Initiateur dans

le cadre des apports en nature définis précédemment, et des 622.640 actions cédées par les Fondateurs et des 100.000 actions cédées par les Membres du Groupe Familial Sadoun.

L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 4.484.077 actions de la Société.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 15,00 euros par action[9].

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale.

L'Initiateur n'envisage pas, à la date du présent rapport, de fusionner avec la Société.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de la présente Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société prévu à l'article 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur n'a pas non plus l'intention de demander à Euronext dans le cadre de l'Offre la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Il est rappelé que le Concert détient à ce jour 44,50% du capital et 56,74% des droits de vote de la Société, de telle sorte qu'il est d'ores et déjà acquis que le seuil de caducité prévu à l'article 231-9, I 1° du règlement général de l'AMF sera atteint à la clôture de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur peut renoncer à son Offre dans un délai de cinq jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication.

[9] Ce prix repose sur l'hypothèse de l'absence de versement de dividende par la Société jusqu'au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre réouverte (inclus). Le prix d'Offre sera diminué du montant de tout dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre réouverte (inclus).

3 - Présentation de l'expert indépendant

3.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

3.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Au sein de Crowe France, Crowe HAF intervient essentiellement sur des missions d'audit, d'évaluation et d'assistance aux transactions.

3.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est notamment Vice-Président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global…) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, SFEV, Académie…).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Maxime Hazim, Associé, Expertise Comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la Charte CFA. Il est diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et ingénierie financière) et dispose de 13 ans d'expérience en évaluation financière, dont 9 ans au sein du cabinet Crowe HAF et 4 ans au sein du cabinet EY ;
- Yohan Bonnet, Senior Manager, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 8 ans d'expérience en évaluation financière et audit au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Pierre-Louis Terry, Analyste Senior, diplômé de HEC (Master Managerial & Financial Economics) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière dont la majeure partie au sein du cabinet Accuracy ;
- Yassine Chennaoui, Analyste expérimenté, diplômé de l'université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 2 ans d'expérience en évaluation financière principalement au sein du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

3.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Huit missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IntegraGen initiée par la société OncoDNA (Septembre 2020, Etablissement présentateur : ODDO BHF Corporate Finance) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Dedalus France initiée par la société Dedalus Italia (Juin 2020, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Business & Decision initiée par la société Orange Business Services (Avril 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun initiée par la société des Brasseries et Glacières Internationales (Janvier 2020, Etablissement présentateur : Alantra) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Financière Marjos initiée par la société Krief Group (Octobre 2019, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Millet Innovation initiée par la société Curae Lab (Septembre 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société TxCell initiée par la société Sangamo Therapeutics (Octobre 2018, Etablissement présentateur : Alantra).

3.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :
- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Groupe Open au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs Vice-Président de cette association.

3.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 70.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 350 heures.

3.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Groupe Open, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte
- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques
- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels
- discussion avec la direction de Groupe Open et le comité ad hoc ;
- analyse de l'atterrissage 2020 au regard des données financières (chiffre d'affaires et EBIT) à fin juin 2020 ;
- analyse du plan d'affaires de Groupe Open ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir
- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Transaction récente intervenue sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)
- analyse des contrats d'acquisition de blocs d'actions conclus le 21 juillet 2020 entre l'Initiateur et certains investisseurs institutionnels.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)
- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Groupe Open ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)
- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)
- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Groupe Open ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Groupe Open (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Groupe Open par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse des notes d'analystes suivant la valeur de la Société ;
- calcul de la moyenne des objectifs de cours.

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)
- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Groupe Open ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Groupe Open ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse des accords connexes à l'Offre

VI Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de Groupe Open sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'évaluation

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de Groupe Open

3.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de Groupe Open a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 31 août 2020.

Notre mission s'est déroulée du 31 août 2020 au 5 octobre 2020. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 31 août au 3 septembre 2020 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la société Groupe Open et ses conseils.

- du 4 septembre au 16 septembre 2020 : Préparation de l'évaluation. Réunion de lancement des travaux avec le comité ad hoc (8 septembre 2020). Echanges avec la direction de Groupe Open sur les états financiers et le plan d'affaires (16 septembre 2020).

- du 17 au 28 septembre 2020 : Analyse des transactions récentes intervenues sur le titre, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des notes d'analystes, travaux de valorisation.

- Echanges avec la direction de Groupe Open (Valérie Benvenuto et Frédéric Sebag) et l'établissement présentateur ;
- Réunion intermédiaire de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration (18 septembre 2020) ;
- Analyse des accords connexes ;
- Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.

- du 29 septembre au 5 octobre 2020 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité ad hoc (1er octobre 2020) et au Conseil d'Administration de Groupe Open (5 octobre 2020).

3.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Groupe Open (Société objet de l'Offre)

- Frédéric Sebag, Co-Président de Groupe Open
- Mme. Valérie Benvenuto, Administratrice, membre du comité ad hoc, et Directeur général de Groupe Open
- Mme. Jessika Ifker-Delpirou, Administratrice indépendante et présidente du comité ad hoc
- M. Dominique Malige, Administrateur indépendant et membre du comité ad hoc

Portzamparc (Etablissement présentateur)

- M. Stanislas Jannet, Managing Director - Corporate Finance
- M. Nicolas Royot, Co-responsable Analyse Financière
- Mme. Capucine Metayer, Associate - Corporate Finance

Ayache Salama (Conseil juridique des Fondateurs)

- M. Olivier Tordjmann, Avocat associé

Jeantet (Conseil juridique de Groupe Open)

- M. Cyril Deniaud, Avocat associé

D&A (Conseil financier de Groupe Open)

- M. François Dubourg, Director
- M. Jérôme Da Silva, Analyste

3.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude sur le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN) réalisée par Xerfi en mai 2020,

- les informations publiques sur la société Groupe Open, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc…),

- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2017, 2018 et 2019, et les rapports annuels d'activité,

- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) du commissaire aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2017, 2018 et 2019,

- les rapports financiers semestriels au 30 juin 2018, 2019 et 2020 incluant les comptes consolidés semestriels, le rapport semestriel d'activité et le rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle,

- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2020-2023 de la Société établi par la direction générale de Groupe Open et approuvé par le Conseil d'Administration du 8 septembre 2020,

- la note préparée le 10 juin 2020 par la direction financière de Groupe Open sur l'impact du Coronavirus (COVID-19) sur l'activité du Groupe Open,

- les tests de dépréciation effectués au 30 juin 2020 sur le goodwill de Groupe Open,

- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et droits de vote au 31 août 2020,

- la table de capitalisation (répartition du capital et des droits de vote entre actionnaires) avant l'opération,

- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,

- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Groupe Open,

- la présentation du Groupe Open et du marché des ESN en date du 31 août 2020 préparée par le management de la Société,

- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,

- le rapport d'évaluation de Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,

- le Memorandum of Understanding conclu entre les Fondateurs de Groupe Open et Montefiore Investment en date du 22 juillet 2020,

- le Protocole d'Investissement en date du 2 octobre 2020 matérialisant l'action de concert entre New GO, Montefiore Investment, les Fondateurs, leurs holdings et les membres de leur groupe familial respectif,

- le projet de traité d'apport matérialisant l'apport de titres par les Fondateurs et les membres de leur groupe familial respectif à New GO,

- le projet de pacte d'associés relatif à New GO qui sera conclu entre les membres du Concert,

- le projet de rapport réalisé par NG Finance sur la valeur des ADP A, B et C de New GO en date du 22 septembre 2020,

- les contrats d'acquisition de blocs d'actions de Groupe Open par New GO auprès d'investisseurs institutionnels représentant 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote en date du 21 juillet 2020,

- le projet de convention de cession d'actions (SPA) portant sur les actions de la société NEOS-SDI (société cible) conclu entre Smart Beetle Invest et Monsieur Eric Ferriere (les vendeurs) d'une part et Groupe Open (l'acquéreur) d'autre part,

- les états financiers historiques (2017 à 2019 et au 30 juin 2020) de NEOS-SDI,

- le plan d'affaires de la société NEOS-SDI élaboré par la direction financière de Groupe Open,

- les notes d'analystes suivant la valeur de la société Groupe Open,

- la lettre de mission établie par le comité ad hoc de Groupe Open et annexée au présent rapport.

3.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

4 - Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

4.1 - Données structurant l'évaluation

4.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 8.079.823.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Groupe Open correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détention (-1.135 actions auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité au 21 juillet 2020).

Nombre d'actions	
	Nombre d'actions
Nombre total d'actions au capital	8 079 823
- Autodétention*	-1 135
Nombre d'actions en circulation	**8 078 688**

** Actions détenues au titre du contrat de liquidité*
Source : Site internet de Groupe Open et bilan du contrat de liquidité arrêté au 21 juillet 2020

A notre connaissance, à la suite du rachat par Groupe Open de la totalité des actions de préférence (2.280 actions de préférence relative au plan d'AGAP de 2016) et de leur annulation par réduction de capital en mars 2020, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc…) sur la valeur de l'action Groupe Open.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 8.078.688 actions.

4.1.2 - Périmètre de l'évaluation et évaluation de Neos (société cible)

A travers un communiqué en date du 1er octobre 2020, Groupe Open a annoncé être entré en négociations exclusives avec la société Neos-SDI (ci-après « Neos ») pour une prise de participation majoritaire au capital de la société. Neos est une société de conseil et d'ingénierie informatique, spécialiste de l'environnement Microsoft.

Neos-SDI réalise un chiffre d'affaires de 15 millions d'euros avec un résultat à l'équilibre. La société emploie 180 collaborateurs, répartis sur 4 agences en France (Paris, Lyon, Dijon, Toulouse).

L'activité de cette société n'étant pas intégrée dans le plan d'affaires de Groupe Open fourni par la direction financière, Neos a été évaluée de manière distincte et l'effet relutif/dilutif de cette acquisition sur la valeur du Groupe Open a été appréhendé dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres dans le cadre du présent rapport.

4.1.3 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

En cohérence avec le plan d'affaires retenu qui intègre l'atterrissage 2020 permettant de déterminer le flux de trésorerie disponible du 2ème semestre 2020, ainsi que le niveau de besoin en fonds de roulement de la Société observée au 30 juin 2020, nous avons retenu, dans le cadre de nos travaux, la trésorerie nette ajustée au 30 juin 2020 qui repose par ailleurs sur des données auditées par les commissaires aux comptes qui ont réalisé un examen limité sur l'information financière semestrielle.

La trésorerie de Groupe Open au 30 juin 2020 se compose de disponibilités pour 31,3m€ et de valeurs mobilières de placement pour 0,4m€ et s'élève ainsi à 31,7m€.
La trésorerie nette de Groupe Open, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, est constituée de la trésorerie de Groupe Open diminuée de la dette financière constituée du solde des emprunts auprès des établissements de crédit d'un montant de 8,9m€, d'autres passifs financiers courants pour 0,4m€ et d'autres passifs financiers courants essentiellement liés aux créances financées dans le cadre de contrats d'affacturage et non éligibles à la décomptabilisation de 3,1m€. La trésorerie nette de Groupe Open s'élève ainsi à 19,3m€.

En cohérence avec nos travaux de valorisation, l'endettement financier n'inclut pas la dette financière relative aux loyers opérationnels de 21,1m€ comptabilisée en application de la norme comptable IFRS 16 et retraitée dans le cadre du calcul de la trésorerie nette ajustée.

Groupe Open - Trésorerie nette au 30/06/2020	
En m€	**30/06/2020**
Trésorerie et équivalents	31,7
- Emprunts auprès des établissements de crédit	-9,3
- Autres passifs financiers courants (dettes factor*)	-3,1
= Trésorerie (+) / Dette financière (-) nette	**19,3**

Source : Etats financiers semestriels au 30 juin 2020 de Groupe Open et Analyses Crowe HAF
**dettes factor avec recours*

Par ailleurs, nous avons intégré à la trésorerie nette des éléments encaissables et décaissables au 30 juin 2020 et des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

La trésorerie nette a été ajustée du montant des intérêts minoritaires, soit 0,1m€, correspondant à la valeur comptable de ces intérêts minoritaires au 30 juin 2020.

Nous avons également considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur la provision pour indemnité de départ en retraite. Au 30 juin 2020, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25,8%) s'élevait à 8,2m€.

Suivant la même logique, nous avons également retraité les provisions pour risques prud'hommaux et des autres provisions pour risques majoritairement liées à des litiges clients dont les montants respectifs s'élèvent chacun à 0,5m€.

Nous avons également réintégré les créances commerciales financées dans le cadre du contrat d'affacturage, dont les risques et avantages qui leurs sont associés ont été transférés au factor et considérées comme étant sans recours. Le montant relatif aux créances déconsolidées s'élève à 7,0m€ au 30 juin 2020.

La trésorerie nette a été ajustée du montant des actifs destinés à être cédés nets des passifs associés au 30 juin 2020 auquel nous avons ajouté le résultat net des activités cédées des années prévisionnelles et l'injection de trésorerie nécessaire dans l'optique de la cession de la filiale Groupe Open Nederland.

La trésorerie nette n'intègre pas en revanche les autres actifs financiers non courants constitués de dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 0,8m€ au 30 juin 2020 correspondant à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation, et de prêts à la construction pour 3,8m€ récupérables seulement au bout de 20 ans.

La trésorerie nette ajustée de Groupe Open s'élève ainsi à 1,2m€ au 30 juin 2020 et se présente comme suit :

Groupe Open – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2020	
En m€	**30/06/2020**
= Trésorerie (+) / Dette financière (-) nette	**19,3**
- Intérêts minoritaires	-0,1
- Provisions pour indemnités de départ à la retraite nettes d'IS	-8,2
- Provisions pour risques prud'homaux	-0,5
- Provisions diverses	-0,5
- Dette liée aux créances factor déconsolidées	-7,0
+ Actifs destinés à être cédés nets des passifs associés	-1,8
= Trésorerie (+) / Dette (-) nette ajustée	**1,2**
+ Effet relutif sur la valeur lié à l'acquisition de Neos	1,5
= Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*	**2,7**

Source : Etats financiers semestriels au 30 juin 2020 de Groupe Open et Analyses Crowe HAF
**Trésorerie nette ajustée*

Le plan d'affaires de Groupe Open fourni par le management n'intégrant pas les flux relatifs à la société Neos (actuellement en cours d'acquisition), qui a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 15,2m€ et un résultat opérationnel courant retraité de 0,6m€, nous avons ajusté la trésorerie nette de la valeur relutive liée à l'acquisition future de Neos (annoncée le 29 septembre 2020) pour un montant de 1,5m€, correspondant à la différence entre la quote-part de valeur des fonds propres réévalués de la société et son prix d'acquisition. La valeur réévaluée des fonds propres de Neos a été déterminée selon la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash-Flows).

Pour ce faire, nous avons utilisé le plan d'affaires de Neos sur la période 2020-2023 fourni par le management de Groupe Open et extrapolé par nos soins avec les hypothèses suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires convergeant vers 1,5% à l'horizon 2026 ;
- une marge de Résultat Opérationnel Courant de 7,7% du chiffre d'affaires en fin de plan correspondant à la marge observée en fin de plan (2023) ; et
- des dotations aux amortissements moyennes de 50k€ par an.

Concernant les hypothèses d'investissement, nous avons retenu des investissements de l'ordre de 0,3% du chiffre d'affaires sur la base des comptes historiques de la société.

Le niveau de BFR retenu sur la durée du plan d'affaires correspond au niveau moyen observé historiquement en 2019 et 2018, soit 8,6 jours de chiffre d'affaires. Ce niveau converge vers celui de Groupe Open sur la période d'extrapolation, hypothèse déterminée en concertation avec le management de Groupe Open.

Le flux normatif retenu pour le calcul de la valeur terminale repose quant à lui sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini de 1,5% en phase avec le taux de croissance retenu pour la Société ;
- une marge d'EBIT de 7,7%, à un niveau identique à la marge observée en fin de plan d'affaires (2023) ;
- des dotations aux amortissements convergeant vers le niveau d'investissement représentant environ 0,3% du chiffre d'affaires ; et
- une variation de BFR qui résulte du niveau de BFR normatif (2,3 jours de chiffre d'affaires).

Pour l'actualisation des flux de trésorerie de Neos, le coût moyen pondéré du capital retenu correspond au CMPC de la Société, auquel il a été ajouté, sur le coût des fonds propres, une prime de risque spécifique et de taille de 5,6%, en raison de la différence de taille séparant Groupe Open de Neos et du caractère volontariste des hypothèses du plan d'affaires en matière de croissance et de rentabilité au regard des performances historiques, menant à un CMPC pour Neos de 13,6%.

L'évaluation de la quote-part des fonds propres de la société Neos fait ressortir sur la base de ces hypothèses un effet relutif lié à cette acquisition sur la valeur de Groupe Open de 1,5m€ correspondant à la différence entre la valeur réévaluée de Neos et son prix d'acquisition.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de trésorerie nette ajustée de 2,7m€ (dont 1,5m€ d'effet relutif sur la valeur lié à l'acquisition de Neos).

4.1.4 - Plan d'affaires

4.1.4.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de Groupe Open a été élaboré fin août 2020 par le management de Groupe Open dans le cadre de l'Opération.

Ce plan d'affaires tient compte des résultats observés à fin juin 2020, de l'impact de l'épidémie de COVID-19 sur l'activité de la Société et a été soumis au Conseil d'Administration de la Société qui l'a approuvé en séance le 8 septembre 2020.

Le plan d'affaires fourni par la direction financière applique, comme pour les états financiers consolidés au 31 décembre 2019 et au 30 juin 2020, la norme IFRS 16 relative aux contrats de location. Dans le cadre de nos travaux, nous avons réintégré dans le plan d'affaires la charge d'intérêts relatifs à la norme IFRS 16 afin d'obtenir le flux de loyer opérationnel sur la période.

4.1.4.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires de Groupe Open a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023) et a été réalisé à périmètre constant. Il n'intègre ni l'acquisition de Neos ni d'autres opérations de croissance externe non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- à l'évolution des indicateurs de performance de la Société tels que le Taux d'Activité Congés Exclus (TACE), le Taux Journalier Moyen, le salaire moyen et le nombre de jours ouvrés par an,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des charges de personnel mais également des charges externes,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également des frais de restructuration ainsi que des primes liées à l'intéressement des managers, la Société faisant face à ces natures de charge de façon récurrente.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des impacts de la pandémie de COVID-19 sur l'activité et des résultats réalisés par la Société depuis le 30 juin 2020.

4.1.4.3 - Extrapolation du plan d'affaires

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2023, nous avons sur la base d'échanges que nous avons eus avec le management, extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'en 2026, année sur la base de laquelle nous avons déterminé le flux normatif.

4.1.4.4 - Tests de dépréciation (impairment tests)

Un test de dépréciation (« impairment test ») a été effectué au 30 juin 2020 sur les écarts d'acquisition affectés aux UGT « France » et « Reste du monde ».

Le plan d'affaires 2020-2024 utilisé pour l'exercice du test de dépréciation du Groupe Open présente des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires et de rentabilité en cohérence mais toutefois moins volontaristes que le plan d'affaires fourni dans le cadre de nos travaux.

Dans le cadre du test de dépréciation, le chiffre d'affaires évolue selon un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 2,0% sur la période 2020-2023, comparativement à un TCAM de 4,5% sur la même période du plan d'affaires fourni par la direction financière de Groupe Open et construit pour les besoins de l'opération.

La marge opérationnelle (après CVAE) à l'horizon du plan d'affaires (2023) utilisé dans le cadre de nos travaux d'évaluation reste proche de celle utilisée par la Société pour ses tests de dépréciation.

Les flux issus du plan d'affaires sont actualisés dans le cadre des tests de dépréciation au taux de 10,0%, soit un CMPC légèrement inférieur à celui provenant de notre calcul, de 10,82%.

4.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Méthode de l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Méthode des transactions comparables.

4.2.1 - Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Groupe Open. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 30 juin 2020 s'élève à 113,8m€, soit une valeur de 14,09€ par action (retraité des actions auto-détenues). Le prix d'Offre proposé de 15,00€ offre une prime de 6,5% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

4.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Groupe Open dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

4.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il a été versé au titre des cinq derniers exercices des dividendes par action de 0,25€ (en 2016 au titre de l'exercice 2015), 0,34€ (en 2017 au titre de l'exercice 2016), 0,42€ (en 2018 et 2019 au titre des exercices 2017 et 2018), et il a été décidé de ne pas distribuer de dividende en 2020 au titre de l'exercice 2019. Le taux de distribution évolue de 6,8% (en 2015) à 99,4% (en 2017) du résultat net par action selon les exercices (hors exercice 2019).

Cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Groupe Open la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

A l'exception d'une seule transaction annoncée en juillet 2020 concernant la société Devoteam, toutes les transactions que nous avons identifiées ont été réalisées avant l'arrivée du COVID-19. Cette crise sanitaire mondiale, aux conséquences économiques et financières multiples et impactant fortement l'activité des sociétés dans divers secteurs, rend l'utilisation de cette méthode moins pertinente car les multiples obtenus n'intègrent pas l'impact du COVID-19.

Nous présentons toutefois à titre purement informatif notre analyse des transactions qui auraient été considérées comme comparables sans la pandémie de COVID-19 et des multiples extériorisés ci-dessous.

4.2.4.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des entreprises de services du numérique (ESN).

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2018 sur sept sociétés françaises et une société belge évoluant sur le même secteur d'activité.

4.2.4.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des huit transactions qui sont présentées ci-après.

Nous avons retenu dans notre analyse, pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers (cf. §4.4.1 - du présent rapport), le multiple d'EBIT. Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base de l'EBIT du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la transaction.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Groupe Open - Transactions comparables							
Date d'annonce	**Acquéreur**	**Cible**	**Pays de la cible**	**Valeur d'entreprise (m€)**	**Chiffre d'affaires (m€)**	**EBIT (m€)**	**VE/EBIT**
juil.-20	Dirigeants & KKR via Castillon SAS	Devoteam	France	851	762	79	10,8x
févr.-20	Sopra Steria Group SA	Sodifrance SA	France	81	107	6,726	12,1x
févr.-20	Orange Business Services	Business & Decision	France	99	204	-3	n/a
oct.-19	ITS Participations	ITS Group	France	62	118	6,7	9,3x
févr.-19	Multi Market Services France Holdings SAS	Soft Computing	France	46	47	4	12,9x
sept.-18	Mannai Corporation Q.P.S.C.	GFI Informatique SA	France	1 025	1 295	72	14,2x
juil.-18	GFI Informatique SA	Realdolmen	Belgique	160	260	14	11,5x
avr.-18	CS Communication & Systemes SA	Novidy's SAS	France	36	32	3	11,1x
Moyenne							**11,7x**
Médiane							**11,5x**

Source : Capital IQ
n/a : non applicable, l'agrégat étant négatif.

Il convient de noter que, comme expliqué en section 4.1.4 -, Groupe Open a souffert en 2019 et en 2020 et dégage des niveaux de croissance et de rentabilité inférieurs à ses comparables. Par ailleurs, les transactions n'intègrent pas les effets de la crise sanitaire du COVID-19. Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu la méthode des transactions comparables.

4.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,

- référence au cours de bourse.

4.3.1 - Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de Groupe Open.

Les transactions récentes intervenues sur le capital de la Société auxquelles il est fait référence correspondent aux acquisitions de blocs d'actions hors marché réalisées par la société New GO le 21 juillet 2020 (date de signature des contrats d'acquisition des blocs d'actions), société créée pour les besoins de l'offre publique d'achat (OPA) et contrôlée par Montefiore Investment, lui permettant de détenir 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société à cette date.

Il n'existe pas à notre connaissance d'autres transactions récentes significatives sur le capital de la Société, la Société n'ayant par ailleurs pas procédé à une quelconque augmentation de capital au cours des 18 derniers mois.

4.3.1.1 - Référence aux achats de blocs d'actions par l'initiateur

Le 21 juillet 2020, la société New GO a conclu, avec quatre investisseurs institutionnels, des contrats d'acquisition de blocs d'actions selon les dispositions suivantes :

- L'acquisition de 150.000 actions Groupe Open par New GO auprès de Sycomore AM, représentant 1,86% du capital de la Société, à un prix de 15,00€ par action soit un prix d'achat du bloc d'actions de 2.250.000€ ;

- L'acquisition de 30.000 actions Groupe Open par New GO auprès de Amiral Gestion, représentant 0,37% du capital de la Société, à un prix de 15,00€ par action soit un prix d'achat du bloc d'actions de 450.000€ ;

- L'acquisition de 194.543 actions Groupe Open par New GO auprès d'une société de gestion, représentant 2,41% du capital de la Société, à un prix de 15,00€ par action soit un prix d'achat du bloc d'actions de 2.918.145 € ;

- L'acquisition de 128.155 actions Groupe Open par New GO auprès d'une société de gestion, représentant 1,59% du capital de la Société, à un prix de 15,00€ par action soit un prix d'achat du bloc d'actions de 1.922.325€.

Analyse des transactions réalisées le 21 juillet 2020 ayant eu lieu sur le capital de Groupe Open

Actionnaires	Nb total d'actions détenues*	% du nb total d'actions	Nb d'actions cédées	% du nb total d'actions	Montant (en €)	Nb d'actions post transaction	% du nb total d'actions
Sycomore AM[1]	742 883	9,19%	150 000	1,86%	2 250 000 €	592 883	7,34%
Amiral Gestion[2]	600 643	7,43%	30 000	0,37%	450 000 €	570 643	7,06%
Société de gestion 1	194 543	2,41%	194 543	2,41%	2 918 145 €	0	0,00%
Société de gestion 2	128 155	1,59%	128 155	1,59%	1 922 325 €	0	0,00%
Total	**1 666 224**	**20,62%**	**502 698**	**6,22%**	**7 540 470 €**	**1 163 526**	**14,40%**

** Nombre total d'actions avant cession*

[1] Sycomore AM ayant déclaré le 21 septembre 2020 avoir cédé sur le marché 25.000 actions

[2] Amiral Gestion ayant déclaré les 27 juillet et 18 septembre 2020 avoir racheté sur le marché 16.939 et 25.000 actions

Il convient de noter que, contrairement aux deux sociétés de gestion qui ont cédé l'intégralité de leur participation dans Groupe Open, Amiral Gestion et Sycomore n'ont procédé à la cession que d'une partie de leurs actions. En effet, les 30.000 actions Groupe Open cédées par Amiral Gestion représentaient 5% du nombre total d'actions initialement détenues et les 150.000 actions cédées par Sycomore représentaient 20% du nombre total d'actions initialement détenues. A la suite de

la transaction, Amiral Gestion et Sycomore détenaient ainsi respectivement 7,34% et 7,06% pour un total de 14,40% du capital de Groupe Open.

Par ailleurs, les termes des contrats d'acquisition des blocs d'actions prévoient une clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix à la hausse au bénéfice des actionnaires cédants (Amiral Gestion, Sycomore AM et deux autres sociétés de gestion).
Cette dernière est notamment relative à une augmentation à la hausse dans l'hypothèse où New GO vient déposer une offre publique d'achat déclarée conforme par l'AMF et qui ne devient pas caduque ultérieurement, à un prix en numéraire par action de la Société supérieur au prix initial par action de Groupe Open, avant le 31 décembre 2020 inclus.

Le complément est fixé au montant de la différence positive entre le prix d'achat de l'Offre Publique par action de la Société et le prix initial par action de Groupe Open, multiplié par le nombre d'actions de la Société constituant les blocs d'actions, de telle manière que les vendeurs perçoivent in fine un prix total égal à celui qu'ils auraient perçu s'ils avaient apporté leurs actions de la Société composant leur bloc d'actions à l'offre publique.

4.3.1.2 - Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital de Groupe Open consistent en l'acquisition le 23 juillet 2020 (en vertu de contrats conclus le 21 juillet 2020) par New GO, initiateur de l'Offre de quatre blocs d'actions portant sur un total de 502.698 actions, représentant à cette date 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société, au prix de 15€ par action Groupe Open.

Nous considérons le prix de ces transactions comme une référence car il résulte de négociations avec des investisseurs institutionnels et que ces transactions portent au global sur une part significative du capital (plus de 6%).

Ces acquisitions, qui sont récentes, sont également concomitantes au lancement de l'Offre Publique d'Achat et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Groupe Open. Elles permettent par ailleurs à New GO d'entrer au capital de Groupe Open avant l'offre publique d'achat visant à acquérir une part majoritaire de Groupe Open.

Le prix de cession retenu pour les actions cédées est égal au prix d'Offre (15,00€). Le prix d'Offre ne fait donc ressortir ni prime ni décote par référence à ces transactions.

L'analyse de ces contrats d'acquisition d'actions de Groupe Open ne fait pas apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

4.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

4.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en 2023 d'après le plan d'affaires construit fin août 2020 par la direction de la Société sur la base des résultats observés sur l'année 2019 et sur le semestre 2020, puis ont été estimés jusqu'en 2026 sur la base d'hypothèses que nous avons retenues en concertation avec le management.

4.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Groupe Open

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Les prévisions de chiffre d'affaires du plan témoignent d'une volonté de redressement de la société Groupe Open à la suite de l'impact de la crise du COVID-19, tant sur son volume d'affaires que sur ses indicateurs de performance tels que le Taux d'Activité Congé Exclu (TACE). Le plan d'affaires se structure en deux temps, centré tout d'abord sur le redressement du Groupe à la suite des conséquences négatives multiples du COVID-19 sur son activité, puis dans un second temps sur le fait de renouer avec une croissance fondée sur les stratégies de développement du groupe et notamment sur les actions déjà déployées et relatives à l'effectif productif (interne et sous-traitant) et au taux d'occupation. Cela se traduit dans le plan d'affaires par une baisse du chiffre d'affaires en 2020 avant un retournement dès 2021 et une accélération de la croissance en 2023.

Dans un environnement sanitaire et économique à visibilité réduite, le Groupe Open anticipe dans un premier temps une décroissance du chiffre d'affaires en 2020 de l'ordre de 5% par rapport à l'exercice 2019. Par la suite, le chiffre d'affaires de Groupe Open devrait renouer avec la croissance dès 2021 et atteindre un taux de croissance annuel moyen de 4,5% sur la période 2020-2023 en recourant à la sous-traitance dans les mêmes proportions que sur les deux dernières années (2018 et 2019).

Le management de Groupe Open prévoit ainsi un chiffre d'affaires ne devant revenir au niveau historique de 2018 (tout en lui étant supérieur) qu'à compter de 2023.

Sur la période d'extrapolation (2024-2026), le chiffre d'affaires intègre un ralentissement progressif de la croissance pour tendre vers 1,5% à l'horizon du plan.

Les prévisions de croissance sur le plan d'affaires (2020-2023) et sur la période extrapolée (2024-2026) n'incluent pas d'opérations de croissance externe non identifiées à ce jour, l'acquisition de Neos ayant par ailleurs été valorisée indépendamment du plan d'affaires.

Analyse de la marge d'EBIT (ROC)

Le taux de marge d'EBIT[10] devrait progresser de 4,3% en 2020 à environ 6,2% à l'horizon 2023, la Société anticipant une optimisation de son effectif productif avec une progression de son TACE qui devrait revenir à l'horizon du plan d'affaires à un niveau proche de celui observé en 2018, lui permettant ainsi de réduire ses charges de personnel en proportion du chiffre d'affaires (71,5% à l'horizon 2023) ; le salaire moyen et le taux journalier moyen évoluant quant à eux dans les mêmes proportions sur la période.

Dans une moindre mesure, la progression de la marge d'EBIT devrait résulter également d'une meilleure absorption/gestion de charges fixes (loyers, honoraires, etc.) permettant à la Société de voir sa marge d'EBIT gagner environ 20 points de base sur la période.

La période d'extrapolation comprend une légère progression du taux de marge d'EBIT qui devrait atteindre environ 6,8% à l'horizon de la période extrapolée en 2026, niveau de marge plus proche de celui des sociétés comparables à Groupe Open opérant dans le secteur des ESN.

[10] Résultat Opérationnel Courant intégrant l'application de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, dont la marge atteint 5,0% du chiffre d'affaires en 2019.

Analyse du résultat opérationnel

Le taux de marge opérationnelle de Groupe Open, qui devrait se situer en 2020 à un niveau proche de celui observé en 2019 (proche de 4%), devrait progresser corrélativement au taux de marge d'EBIT (résultat opérationnel courant) et atteindre 5,5% à l'horizon 2023.

Le plan d'affaires prévoit des coûts de restructuration, à hauteur de 1,5m€ par an (soit environ 0,5% du chiffre d'affaires) environ ainsi qu'un plan d'intéressement des managers à hauteur de 1m€ par an.

Sur la période d'extrapolation, l'amélioration de la marge opérationnelle devrait se poursuivre et le taux de marge opérationnelle atteindre environ 6% à l'horizon de la période extrapolée (2026), les coûts de restructuration et le plan d'intéressement des managers ayant été maintenus au même niveau de 2023 à 2026.

CVAE

La Société anticipe un niveau de CVAE représentant 1,3% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires, niveau que nous avons décidé d'extrapoler jusqu'en 2026 au regard du niveau de CVAE observé historiquement (2018, 2019 et sur le 1er semestre 2020) chez Groupe Open.

Impôt normatif

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires et la période d'extrapolation. Concernant le calcul du CIR, nous avons retenu un CIR représentant 0,1% du chiffre d'affaires sur toute la durée du plan, soit un CIR d'environ 0,3m€ à l'horizon du plan (2023).

Groupe Open opérant quasi-intégralement en France, une estimation de l'impôt sur la période du plan sur la base de la réglementation fiscale en vigueur en France a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2020 prévoyant une baisse progressive du taux d'impôt à 25% à partir de 2022[11] et tiennent compte du CIR (produit non imposable) et de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices[12]. Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 31,8% pour 2020, 28,4% pour 2021 et 25,8% à compter de 2022.

Sur la période d'extrapolation du plan (2024-2026), il a été retenu un taux d'imposition de 25,8% conformément à la Loi de Finances 2020 (intégrant également la contribution additionnelle).

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique constatée dans le marché des ESN (Entreprises de Services Numériques). Historiquement depuis 2017, Groupe Open investit entre 1,2% et 1,6% de son chiffre d'affaires, soit en 2019, 3,7m€ d'investissements en immobilisations corporelles et incorporelles dont 2,0m€ en frais de développement remplissant les critères d'activation d'immobilisations incorporelles définis par IAS 38.

Les investissements sont principalement destinés à financer du matériel de bureau, l'aménagement de locaux et les projets de recherche et développement. Le niveau

[11] Pour les sociétés dont le chiffre d'affaires est supérieur à 250m€ : 31% au-delà de 500k€ de bénéfice imposable et 28% en deçà en 2020, 27,5% en 2021 et 25% à compter de 2022.
[12] La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€ après déduction du CIR.

d'investissement devrait ainsi rester relativement stable à environ 1,3% du chiffre d'affaires sur la période du plan à l'exception de 2020 où il devrait représenter 1,5% du chiffre d'affaires.

Sur la période d'extrapolation, les investissements ont été estimés en concertation avec le management. Ils devraient converger vers 1,1% du chiffre d'affaires avec un niveau d'amortissement similaire.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en 2.1.2.8 - de de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux observés de chacune des composantes à fin 2019, considérés par le management comme normatifs.

Afin d'obtenir une vision plus économique du niveau de BFR de Groupe Open, nous avons réintégré la créance de factor déconsolidée dans le BFR, soit 7,0m€ au 30 juin 2020 (9 jours de chiffre d'affaires).

Le niveau des créances clients, qui représentait 69 jours de chiffre d'affaires (créances de factor déconsolidées comprises) en 2019, devrait diminuer à 65 jours fin 2020 avant de retrouver le niveau historique de 69 jours en fin de plan (2023). Sur la période extrapolée, les créances clients (factor déconsolidé compris) devraient rester stables à 69 jours de chiffre d'affaires.

Concernant les délais de règlement fournisseurs, le niveau cible de 18 jours de chiffre d'affaires a été déterminé en concertation avec le management de Groupe Open qui se situe par ailleurs à un niveau proche du niveau moyen observé sur la période 2017 - 2019. Ce niveau a été retenu sur la toute la durée du plan d'affaires et sur la période extrapolée.

Les autres composantes du BFR et notamment les dettes fiscales et sociales restent stables en jours de chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires et sur la période d'extrapolation, à des niveaux similaires à ceux constatés à fin 2019.

Sur la période du plan d'affaires, le BFR retraité du factor devrait progresser de -1,3 jours de chiffre d'affaires fin 2020 à 2,3 jours à partir de 2023 jusqu'en 2026.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et du contexte lié à la crise du COVID-19, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois raisonnables et cohérentes, présentant d'abord l'impact négatif du contexte lié au COVID-19 sur Groupe Open notamment sur 2020 puis une reprise se traduisant par un retour de la croissance puis son accélération couplée à la hausse de la rentabilité reposant sur une optimisation des charges de personnel. En effet, ces hypothèses se fondent sur une croissance du chiffre d'affaires relativement soutenue et continue dès 2021 restant supérieure aux niveaux observés depuis 2017, soit sur un historique récent. De même, l'extrapolation effectuée en concertation avec le management reste fondée sur des hypothèses cohérentes, notamment en matière de rentabilité. Il convient de noter que ce plan d'affaires s'inscrit dans une stratégie de redressement de la Société à la suite d'importantes difficultés au sein d'un marché toujours plus compétitif pour attirer les talents et avec une possible « guerre des prix » à prévoir. Son caractère assez ambitieux apparaît néanmoins cohérent et vraisemblable au regard des taux de croissance et marges opérationnelles observés sur les sociétés comparables.

4.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2020 – 2023 et de l'extrapolation effectuée sur la période 2024 – 2026, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

EBIT (Résultat Opérationnel Courant)
- Charge d'intérêt IFRS 16 (permettant d'obtenir le flux de loyer opérationnel)
= EBIT retraité d'IFRS 16
- Intéressement des managers
- Charges de restructuration
= Résultat Opérationnel retraité d'IFRS 16
- CVAE
= Résultat opérationnel retraité d'IFRS 16 post CVAE
- Impôt normatif théorique sur résultat opérationnel (hors CIR, à dette nulle)
+ Amortissements (hors amortissements liés à IFRS 16)
- Investissements
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1er octobre 2020.

4.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

4.3.2.4.1 - Approche court terme

Calcul du CMPC		
Approche		**Court terme**
Taux sans risque	(1)	-0,21%
Prime de risque du marché	(2)	8,52%
Beta désendetté	(3)	0,97
Gearing	(4)	0%
Beta endetté	(5)	0,97
Prime de taille	(6)	2,56%
Coût des fonds propres	**(7)**	**10,59%**
D/(D+CP)		0%
CP/(D+CP)		100%
Coût moyen pondéré du capital	**(10)**	**10,59%**

(1) OAT 10 ans - spot - 15/09/2020
(2) Prime Fairness Finance Août 2020
(3) Médiane 1 an des comparables
(4) Gearing de Groupe Open hors IFRS16
(5) Formule de Hamada
(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(7) Formule du modèle CAPM
(8) Coût de la dette
(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(10) Formule 1-D/(D+E)=E/(D+E)

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,59%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque spot au 15 septembre 2020 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit -0,21% ;
- une prime de risque du marché actions France de 8,52% calculée par Fairness Finance en Août 2020 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,97 retenu correspond à la moyenne des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à Groupe Open affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15%. Il regroupe les sociétés Cap Gemini, Atos et Sopra Steria (ayant été ajoutées à l'échantillon pour l'analyse des betas) en plus

des sociétés Infotel S.A., Neurones S.A., Aubay S.A., SQLI S.A., Umanis S.A. et SII (Société pour l'Informatique Industrielle) ; et

- la prime de taille retenue (2,56%) est fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson (publiée par Duff & Phelps en 2020) qui fait référence en la matière et de celle de la CCEF en janvier 2020. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.

En l'absence d'endettement net du secteur et de la Société, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond dans le cas présent au coût des fonds propres.

4.3.2.4.2 - Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme (2 ans) que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact économique et financier de la pandémie de COVID-19 sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC		
Approche		**Long terme**
Taux sans risque	(1)	0,15%
Prime de risque du marché	(2)	8,50%
Beta désendetté	(3)	0,98
Gearing	(4)	0%
Beta endetté	(5)	0,98
Prime de taille	(6)	2,56%
Coût des fonds propres	**(7)**	**11,05%**
D/(D+CP)		0%
CP/(D+CP)		100%
Coût moyen pondéré du capital	**(10)**	**11,05%**

(1) OAT 10 ans - 2 ans - 15/09/2020
(2) Prime Fairness Finance 2 ans
(3) Médiane 2 ans des comparables
(4) Gearing de Groupe Open hors IFRS16
(5) Formule de Hamada
(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(7) Formule du modèle CAPM
(8) Coût de la dette
(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(10) Formule 1-D/(D+E)=E/(D+E)

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 11,05%, sur la base des hypothèses suivantes :

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne 2 ans au 15 septembre 2020 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,15% ;
- La prime de risque du marché actions France retenue est la moyenne sur 2 ans glissants de 8,50% calculée par Fairness Finance en Août 2020 ; et
- Le bêta désendetté de 0,98 retenu correspond à la moyenne des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables à Groupe Open affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15%.

4.3.2.4.3 - Approche retenue

Nous retiendrons en définitive un taux d'actualisation qui résulte d'une moyenne du taux d'actualisation obtenu sur le « court terme » de 10,59% et du taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » de 11,05% et qui s'établit à 10,82%.

Calcul du CMPC	
Approche court terme	10,59%
Approche long terme	11,05%
Coût Moyen Pondéré du Capital retenu	**10,82%**

4.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon extrapolé du plan d'affaires (2026) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Un niveau de marge d'EBIT (ROC hors CVAE) de 7,0% du chiffre d'affaires correspondant à un niveau de marge proche de ceux constatés sur l'historique récent de la Société (moyenne 2017-2019) ;
- Un niveau de résultat opérationnel de 6,3% du chiffre d'affaires ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8% (y compris contribution additionnelle) équivalent à celui retenu à l'horizon de la période extrapolée (2026) et correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022 ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 1,1% du chiffre d'affaires ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

4.3.2.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF **En m€**	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	30,2
Valeur terminale actualisée	78,5
Valeur d'entreprise	**108,6**
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	2,7
Valeur des capitaux propres (m€)	**111,4**
Nombre d'actions (en milliions)	8,08
Valeur par action (€)	**13,78 €**
Prime offerte par le Prix d'Offre	*8,8 %*

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 111,4m€.

La valeur unitaire de l'action Groupe Open s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 13,78€.

Le prix d'Offre de 15,00€ induit une prime de 8,8% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.3.2.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité				
		Croissance à l'infini		
		1,0%	**1,5%**	**2,0%**
CPMC	**10,32%**	13,98	14,71	15,53
	10,82%	13,13	13,78	14,51
	11,32%	12,37	12,95	13,60

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 12,95€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 11,32%) et 14,71€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 10,32%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 13,78€.

4.3.3 - Référence au cours de bourse

Les actions Groupe Open, qui a été introduit en bourse en 1998, sont cotées sur le compartiment C d'Euronext sous le code ISIN FR0004050300 et ont pour code mnémonique OPN.

A notre connaissance, Groupe Open fait l'objet d'un suivi régulier par les analystes Oddo, CIC Market Solutions et Portzamparc. Nous retiendrons par conséquent la référence aux objectifs de cours de ces analystes en 4.4.2 - du présent rapport comme méthode de valorisation à titre secondaire.

4.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

L'actionnariat de Groupe Open se répartit à la date du présent rapport comme suit :

Groupe Open - Actionnariat				
Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nb de droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théoriques**
New Go	**502 698**	**6,22%**	**502 698**	**4,65%**
Frédéric Sebag	1 209 318	14,97%	2 414 336	22,35%
SC Double Impact investissement	355 000	4,39%	475 182	4,40%
Autres membres groupe familial Sebag	30 523	0,38%	61 046	0,57%
Groupe familial Sebag	**1 594 841**	**19,74%**	**2 950 564**	**27,31%**
Laurent Sadoun	1 000 177	12,38%		
Avya Partners	9 000	0,11%		
Groupe familial Sadoun	**1 009 177**	**12,49%**	**1 913 095**	**17,71%**
Guy Mamou-Mani	185 896	2,30%		
Gadax Conseil	170 850	2,11%		
Axel Mamou-Mani	11 000	0,14%		
Groupe familial Mamou-Mani	**367 746**	**4,55%**	**553 642**	**5,12%**
Valérie Benvenuto	**121 284**	**1,50%**	**209 748**	**1,94%**
Sous-total Concert	**3 595 746**	**44,50%**	**6 129 747**	**56,74%**
Financière de l'Echiquier	369 445	4,57%	369 445	3,42%
Amiral Gestion	612 582	7,58%	612 582	5,67%
Sycomore	567 883	7,03%	567 883	5,26%
Public	2 934 167	36,31%	3 123 796	28,91%
Sous-total Flottant	**4 484 077**	**55,50%**	**4 673 706**	**43,26%**
Total	**8 079 823**	**100%**	**10 803 453**	**100%**

Source : Projet de Note d'Information, Information management au 30 septembre 2020

Le capital flottant représente 55,50% du capital de la Société, soit 4.484.077 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Groupe Open - Analyse de la liquidité de l'action	Titres échangés en moyenne (en milliers)	Titres échangés en cumul (en milliers)	Volume cumulé en % du total[1]	Volume cumulé en % du flottant[2]
Moyenne 1 mois	13	275	3 %	6 %
Moyenne 3 mois	8	512	6 %	11 %
Moyenne 6 mois	9	1 164	14 %	26 %
Moyenne 9 mois	11	2 180	27 %	49 %
Moyenne 12 mois	11	2 823	35 %	63 %

Source : Euronext, 21/07/2020

[1] *Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions*

[2] *Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant*

Le tableau ci-dessus témoigne de l'importance des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 9 milliers de titres (moyenne 6 mois) et 13 milliers de titres (moyenne 1 mois), illustrant une légère hausse des échanges et de la liquidité au cours du dernier mois précédant l'annonce de l'opération (22 juillet 2020).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 2,8 millions d'actions, soit près de 35% du nombre total de titres composant le capital de la Société et 63% du flottant.

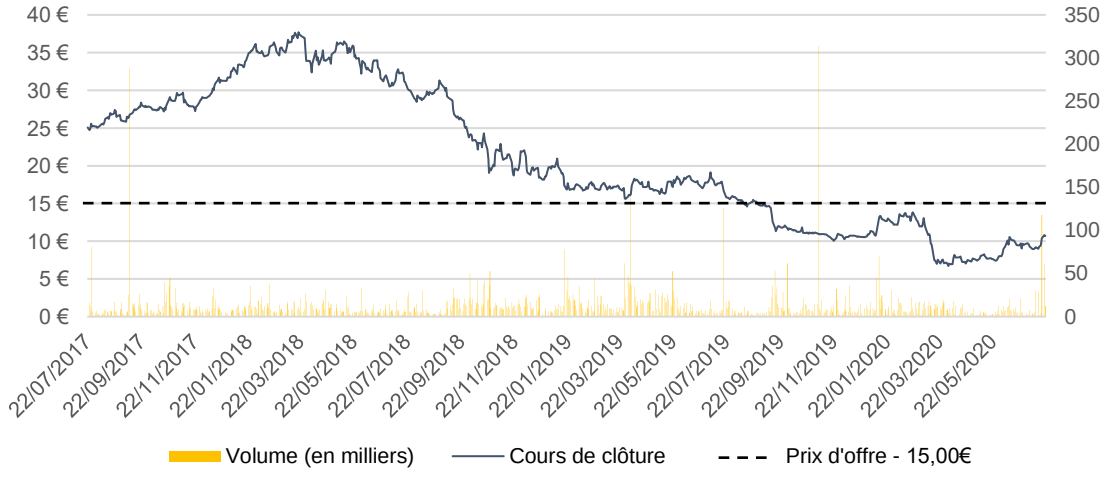
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération d'Offre Publique d'Achat, le nombre total de titres échangés représente 3% du nombre total de titres et 6% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Groupe Open, qui fait l'objet d'échanges réguliers sur son flottant (représentant plus de 55% du capital de la Société), présente une liquidité suffisante pour retenir cette méthode à titre principal.

4.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Groupe Open sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action Groupe Open



Postérieurement à l'annonce par la Société d'une croissance de +6,3% de chiffre d'affaire (dont +4,4% en organique) le 20 juillet 2017, le cours de Groupe Open, alors autour de 25€, connaît une tendance haussière, notamment avec une forte hausse du volume d'échange (288.780 titres échangés) le 8 septembre 2017, date de publication du rapport financier semestriel du 1er

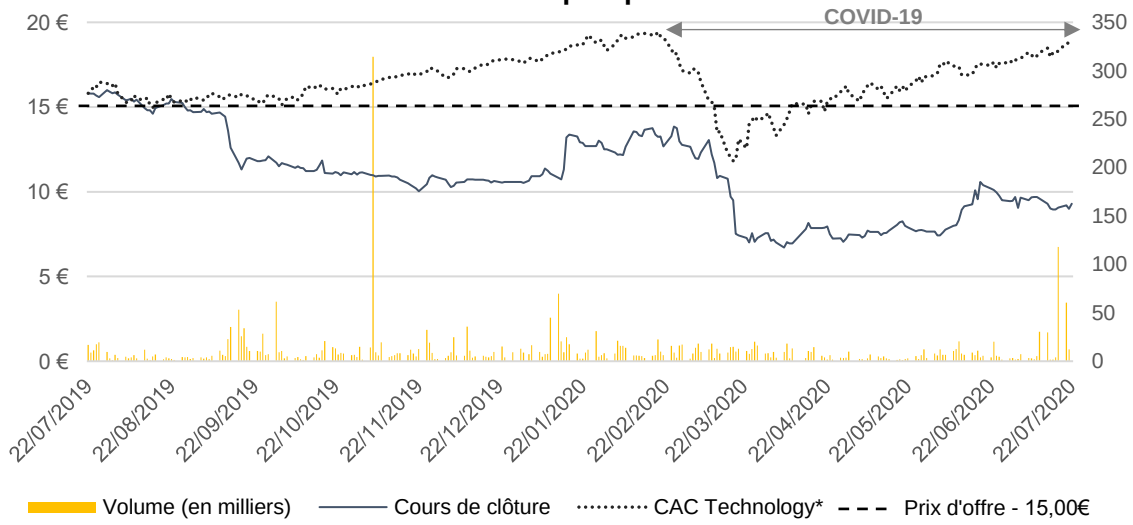
semestre 2017, faisant état d'une progression du Résultat Opérationnel Courant de +14,7%, et d'un taux de marge opérationnelle courant de 7,2%.

La progression du cours se poursuit alors par paliers successifs jusque début novembre 2017 où le cours atteint près de 30€ par action avant de décrocher à 27,3€ le 22 novembre 2017, veille de l'annonce relative au Plan Stratégique 2020 synthétisant les opérations structurelles engagées par Groupe Open pour accentuer sa performance. Par la suite, le cours Groupe Open reprend alors une tendance haussière jusque fin mars 2018, atteignant 37,7€ par action le 20 mars 2018 (niveau maximum observé sur la période), avant de connaître une baisse début avril 2018 et de s'établir à 32,4€ au 4 avril 2018, à la suite notamment de la parution le 27 mars 2018 des résultats annuels de 2017, affichant notamment une progression du chiffre d'affaires de 7% et un ROC de 8% du chiffre d'affaires.

Après un léger rebond, le cours s'est stabilisé entre 33€ et 36€ jusque mai 2018 avant de connaître une baisse importante et progressive en dépit de résultats semestriels 2018 positifs (croissances du chiffre d'affaires de +5,0% et taux de ROC de 7,3% proche du niveau enregistré au 1er semestre 2017) qui ont été publiés mi-septembre 2018, pour atteindre 18,6€ par action le 17 janvier 2019, jour de la parution du chiffre d'affaires 2018 affichant une croissance du chiffre d'affaires de 3,2% (hors IFRS 5), puis 16,8€ le 25 janvier 2020.

De fin janvier 2019 jusqu'à mi-juillet 2019, l'évolution du cours s'avère de moindre ampleur, le cours oscillant entre 15,6€ (fin mars 2019) à 18,4€ par action (début juillet 2019). L'annonce des résultats annuels 2018 le 27 mars 2019 avec notamment une croissance de 3,2% du chiffre d'affaires, un ROC à 7,5% du chiffre d'affaires (contre 8,0% en 2017) et la proposition de distribution de dividendes de 0,42€ par action a pour effet un recul du cours le 28 mars 2020 (de 17,1€ à 15,7€ sur cette journée).

Cours de bourse sur 1 an de l'action Groupe Open



** Indice rebasé sur le cours de Groupe Open*

A compter du 18 juillet 2019 et alors que le cours s'élève à 18,3€, la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2019 (en décroissance de 3% par rapport au premier semestre 2018) a pour conséquence une baisse progressive du cours jusqu'au 11 septembre 2019 (14,4€).

Le 11 septembre 2019, la publication du rapport financier concernant les résultats du premier semestre 2019 (avec un ROC de 3,7% du chiffre d'affaires contre 7,6% au premier semestre 2018) provoque la chute du cours de 14,4€ à 11,6€ par action le 18 septembre 2019.

Le cours de bourse Groupe Open reste par la suite relativement stable jusqu'au 7 janvier 2020 où il entame une semaine de hausse pour atteindre 13,4€ le 14 janvier 2020, en l'absence toutefois de communiqués de presse de la Société.

Par la suite, malgré la publication le 23 janvier 2020 du chiffre d'affaires 2019 (-3,9% et -1,9% hors sous-traitance) qui entraine une baisse du cours en quelques jours d'environ 13€ à 12€, le cours se maintient entre 12€ et 14€ jusque début mars 2020 où le cours de bourse atteint alors 13,1€ (4 mars 2020). Sur la période observée avant COVID-19, le cours de bourse a évolué moins favorablement que le CAC Technology qui intègre les sociétés comparables, au regard notamment des mauvaises performances évoquées.

Depuis le 4 mars 2020, date précédant de quelques jours les fortes baisses constatées dès le 9 mars 2020 sur les marchés boursiers liées à la conjoncture exceptionnelle (chute du pétrole et COVID-19), l'évolution du cours de Groupe Open semble dans un premier temps corrélée à la baisse des marchés boursiers ainsi qu'à l'indice CAC Technology[13] et atteint le 19 mars 2020 7,00€, quelques jours avant la publication le 25 mars 2020 des résultats annuels 2019 du Groupe Open, faisant état d'un chiffre d'affaires en décroissance de 4% et d'un ROC à 5,0% du chiffre d'affaires (contre 7,8% en 2018). Le cours de bourse atteint alors son minimum au cours de la dernière année le 1er avril 2020 (6,61€).

Par la suite, le cours rebondit rapidement autour de 8,0€ mi-avril 2020 avant d'osciller entre 7,0€ et 8,3€ jusque fin mai 2020. Début juin 2020, le cours progresse de nouveau pour atteindre 10,6€ le 10 juin 2020 avant de décrocher à nouveau et revenir autour des 9€ le 24 juin 2020. A compter de cette date, le cours de bourse de Groupe Open a évolué entre 9,0€ et 9,7€ avant de progresser à nouveau à compter du 17 juillet 2020 et atteindre 10,80€ le 20 juillet 2020.

Le dernier cours de clôture au 21 juillet 2020, soit la dernière journée d'échanges avant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat à 15,00€, s'élève à 10,68€.

A l'exception des évolutions observées directement après la survenance du COVID-19 (mars 2020), les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuel semblent relativement corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes.

4.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 21 juillet 2020, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat du Groupe Open au prix de 15,00€.

Groupe Open - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	**Prime extériorisée en %[1]**
Cours de clôture (le 21 juillet 2020)	10,68	40,4%
CMPV* 20 jours	**9,88**	**51,8%**
CMPV* 60 jours	**9,42**	**59,3%**
CMPV* 6 mois	10,02	49,8%
CMPV* 9 mois	10,63	41,1%
CMPV* 1 an	11,11	35,0%
Maximum - 1 an	*16,50*	*-9,1%*
Minimum - 1 an	*6,61*	*126,9%*

[1] *pour un prix d'offre de 15,0€ par action*
** Cours Moyen Pondéré par les Volumes*
Source : Euronext

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 9,42€ (moyenne 60 jours) et 11,11€ (moyenne 1 an).

Le prix proposé de 15,00€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 35,0% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 an) et 59,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours). Il offre une prime de

[13] Indice composé de 54 sociétés françaises du secteur des ESN et de l'édition de logiciels principalement cotées à Paris et comprenant Groupe Open.

40,4% sur le cours de clôture au 21 juillet 2020 mais reste toutefois inférieur au niveau maximum observé au cours de la dernière année (16,50€ le 22 juillet 2019).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 21 juillet 2020 (dernier cours observé avant l'annonce de l'opération et la suspension du cours) qui intègre la légère hausse du cours à la suite de la publication par la Société le 16 juillet 2020 de son chiffre d'affaires du 1er semestre 2020 et des perspectives 2020 (chiffre d'affaires et niveau de ROC).

4.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Nous avons retenu, à titre secondaire, les méthodes de valorisation suivantes :

- Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,
- Référence aux objectifs de cours des analystes.

4.4.1 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Groupe Open les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celles de Groupe Open et cette méthode étant une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

Néanmoins, cette méthode de valorisation n'a été retenue qu'a titre secondaire car :

- d'une part, avec la survenance du COVID-19 et ses conséquences économiques et financières multiples, nous constatons une volatilité accrue sur les cours de bourse des sociétés retenues et des incertitudes sur leurs prévisions d'activité reflétées dans leurs communiqués de presse sur leurs perspectives à court et moyen terme rendant ainsi les prévisions des analystes très incertaines ;
- d'autre part, bien qu'ayant des activités proches, les sociétés retenues génèrent des taux de marge opérationnelle historiques (notamment depuis 2019) et prévisionnels et des taux de croissance supérieurs à Groupe Open se traduisant par une meilleure valorisation boursière de ces sociétés sur le marché.

4.4.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Groupe Open.

Sur le marché des Entreprises de Services du Numérique (ESN), nous avons identifié dans un premier temps les sociétés Keyrus et Micropole. Toutefois, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en termes de modèle économique et d'activité avec Groupe Open ces dernières n'ont pas été retenues en raison de l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes. Nous avons identifié également les sociétés Devoteam et Sodifrance. Ces sociétés faisant l'objet d'une opération d'Offre Publique en cours visant leurs titres, nous ne les avons également pas retenues dans notre échantillon de sociétés comparables mais les avons retenues dans notre échantillon de transactions comparables.

L'échantillon de sociétés comparables retenu dans un second temps inclut donc des sociétés évoluant dans le secteur des entreprises de services du numérique (ESN) et réalisant comme Groupe Open des prestations de conseil et d'intégration de systèmes. Afin de tenir compte des spécificités de Groupe Open (activité, taille, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents (sociétés disposant d'une certaine liquidité), nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1 milliard d'euros ;
- opérant majoritairement en France comme Groupe Open (98,2% du chiffre d'affaires au 30 juin 2020) ;
- possédant un capital flottant d'un niveau minimum de 25%.

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés Cap Gemini, Atos et Sopra Steria, car celles-ci présentent une taille (entre 4,4 milliards d'euros et 14,1 milliards d'euros de chiffres d'affaires en 2019), une internationalisation significativement supérieure à Groupe Open (respectivement 21,4%, 15,4% et 40,9% du chiffre d'affaires réalisé en France) et qu'elles proposent des prestations de services complètes s'adressant à des multinationales.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés françaises présentes dans le secteur des ESN :

Présentation des sociétés comparables

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2019 (en m€)
Neurones S.A.	France	590	510
Aubay Société Anonyme	France	437	418
SII (Société pour l'Informatique Industrielle) **	France	387	631
Infotel SA	France	257	248
Umanis SA	France	104	219
SQLI SA	France	100	239
Moyenne		**313**	**378**
Médiane		**322**	**333**

Source : Capital IQ
**Moyenne 1 mois au 24/09/2020*
***Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 31 mars 2020*

Nous avons retenu six sociétés comparables à Groupe Open opérant dans le marché des Entreprises de Services du Numériques :

- Neurones (France) est une société de conseil (management, organisation et digital) et de services informatiques qui accompagne ses clients dans le cadre de leur transformation et dans la gestion de leur système d'information. Neurones s'inscrit comme un acteur national dont la totalité du chiffre d'affaires est réalisée en France notamment auprès d'entreprises du secteur de la banque et assurance (35% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 510m€ en 2019.

- Aubay est une société de services informatiques proposant des prestations de conseil technologique, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance majoritairement auprès d'acteurs de la banque (38% du chiffre d'affaires) et de l'assurance (23% du chiffre d'affaires). Les prestations couvrent l'ensemble du cycle des projets (du conseil métier et technique à la prise en charge d'applications dans des centres de services dédiés). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 418m€ en 2019 dont 51% en France.

- SII (Société pour l'Informatique Industrielle) est une société de services informatiques spécialisée en conseil en développement de systèmes d'information ainsi que dans l'intégration et la maintenance des systèmes d'information notamment auprès de grandes entreprises du secteur de la banque et assurance (20% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 631m€ au 31 mars 2020 dont 54% en France.

- Infotel (France) est une société de services informatiques intervenant majoritairement auprès de grands comptes du secteur bancaire (36% du chiffre d'affaires) et de l'assurance (13% du chiffre d'affaires) dans le cadre de prestations de services (conseil, études et audit de systèmes d'informations, infogérance, maintenance etc.). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaire s'est élevé à 248m€ en 2019 dont 90% en France.

- Umanis (France) est une société spécialisée dans les prestations de conseil et d'ingénierie accompagnant ses clients sur la globalité de leurs projets informatiques (conseil en gestion de la relation client, prestations d'assistance à maitrise d'ouvrage, intégration de systèmes d'information, maintenance etc.). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 219m€ en 2019 dont 98% en France.

- SQLI (France) est une société spécialisée dans le développement de technologies internet au travers de prestations de conseil et de conception et intégration de technologies internet. SQLI accompagne ses clients dans la mise en place et la mise en œuvre de leur transformation digitale. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 239m€ en 2019 dont 63% en France.

4.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT de 2017 à 2022 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables						
Comparables boursiers	**Croissance du chiffre d'affaires**					
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
Aubay Société Anonyme	6,8%	14,9%	4,3%	1,9%	2,0%	4,1%
Infotel SA	9,9%	10,7%	7,2%	-6,6%	6,3%	7,2%
Neurones S.A.	8,6%	1,0%	4,1%	-2,0%	4,9%	6,5%
SQLI SA	11,0%	9,4%	2,9%	-6,0%	5,9%	4,5%
Umanis SA	23,8%	8,9%	6,0%	-2,5%	3,0%	5,0%
SII (Société pour l'Informatique Industrielle) S	21,9%	27,8%	12,6%	7,1%	-1,1%	3,1%
Médiane	**10,4%**	**10,1%**	**5,2%**	**-2,3%**	**4,0%**	**4,7%**
Groupe Open*	**7,0%**	**3,2%**	**-3,9%**	**-5,4%**	**4,1%***	

Source : Capital IQ au 24/09/2020
**Taux de croissance / de marge annuel moyen sur la période 2020-2022*
Note : l'EBIT correspond au Résultat Opérationnel Courant

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires de Groupe Open est en-deçà de celle des sociétés comparables de l'échantillon. En effet, le taux de croissance médian historique des sociétés de l'échantillon est significativement supérieur à celui de Groupe Open notamment en 2018 et en 2019. Il en est de même sur la période prévisionnelle (2020-2022) durant laquelle la Société devrait connaître une croissance moins soutenue que celle des comparables. Il convient de noter que l'année 2020 a été fortement impactée par la crise sanitaire du COVID-19 et ses conséquences sur l'activité du secteur des ESN comme en atteste le taux de croissance du chiffre d'affaires médian des comparables de -2,3%.

Analyse des sociétés comparables						
Comparables boursiers	**Marge d'EBIT**					
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
Aubay Société Anonyme	10,1%	10,2%	10,0%	9,1%	9,1%	9,8%
Infotel SA	11,1%	9,9%	9,0%	8,1%	8,8%	10,6%
Neurones S.A.	9,1%	9,3%	9,6%	8,3%	8,8%	9,7%
SQLI SA	5,1%	5,3%	5,5%	3,1%	5,4%	7,1%
Umanis SA	10,0%	9,5%	7,3%	5,0%	7,0%	10,4%
SII (Société pour l'Informatique Industrielle) S	7,8%	6,9%	7,3%	6,4%	5,4%	4,7%
Médiane	**9,6%**	**9,4%**	**8,2%**	**7,2%**	**7,9%**	**9,7%**
Groupe Open*	**8,0%**	**7,8%**	**5,0%**		**5,1%***	

Source : Capital IQ au 24/09/2020

**Taux de croissance / de marge annuel moyen sur la période 2020-2022*

Note : l'EBIT correspond au Résultat Opérationnel Courant

Les taux de marge d'EBIT générés par Groupe Open sur la période historique (2017 à 2019) sont inférieurs aux taux de marge médians de l'échantillon avec un décrochage marqué en 2019 (5,0% contre 8,2%). Sur la période prévisionnelle (2020 à 2022), la marge d'EBIT moyenne de Groupe Open s'établit à 5,1% soit un niveau inférieur à celui des comparables, traduisant un niveau de profitabilité en-deçà de celui des sociétés de l'échantillon retenu.

4.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables et de Groupe Open. En effet, les EBIT qui découlent du plan d'affaires communiqué par le management de Groupe Open intègrent l'application de la norme IFRS 16. Par conséquent, nous avons réintégré la charge d'intérêt liée aux loyers opérationnels afin d'obtenir, pour Groupe Open et pour les sociétés comparables, des EBIT n'intégrant pas l'application de la norme IFRS 16. De même, nous avons exclu pour les sociétés comparables la dette de loyer opérationnelle de la valeur d'entreprise.

Nous avons exclu les multiples :

- de CA car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Groupe Open présente des marges nettement inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;

- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;

- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	**VE/EBIT ***	
	2021	**2022**
Aubay Société Anonyme	10,5x	9,4x
Infotel SA	8,4x	6,5x
Neurones S.A.	8,9x	7,5x
SQLI SA	9,8x	7,1x
Umanis SA	10,9x	6,9x
SII (Société pour l'Informatique Industrielle)	9,3x	10,3x
Médiane	**9,5x**	**7,3x**

Source : Capital IQ au 24/09/2020
**Dette nette (pour le calcul de la VE) et EBIT hors IFRS 16*

4.4.1.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2021 et 2022, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

Au regard de l'impact de la crise du COVID-19 sur le secteur d'activité des ESN tel que présenté dans la partie 2.1.2.4 - présent rapport, se traduisant sur l'année 2020 par des taux de croissance hétérogènes et majoritairement négatifs des différentes sociétés de l'échantillon et des taux de marge d'EBIT nettement inférieurs aux années historiques récentes (2017 à 2019) et aux années prévisionnelles postérieures (2021 et 2022), nous avons décidé d'exclure l'année 2020 dans l'application de la méthode.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon, l'écart entre la capitalisation boursière moyenne des comparables boursiers et la capitalisation boursière de la Société n'étant pas significatif.

4.4.1.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de Groupe Open obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Groupe Open - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
	VE/EBIT		**Moyenne**
	2021	**2022**	
Valeur des fonds propres (en m€)	**144,4**	**133,7**	**139,0**
Nombre d'actions (en milliers)	8 079	8 079	
Valeur par action (€)	**17,88 €**	**16,54 €**	**17,21 €**

Nous obtenons, en synthèse, une valeur de Groupe Open par la méthode des comparables boursiers de 17,21€.

Le prix d'Offre de 15,00€ fait ressortir une décote de 12,8% sur la valeur obtenue par cette méthode, les sociétés comparables identifiées ayant sur un historique récent (depuis 2019 notamment) et de façon prospective à court et moyen terme (jusqu'en 2022), des taux de croissance du chiffre d'affaires et des taux de marge opérationnelle plus élevés en moyenne que Groupe Open.

4.4.2 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Nous avons décidé de retenir la référence aux objectifs de cours des analystes dans la mesure où la valeur de l'action Groupe Open fait l'objet d'un suivi régulier par trois analystes financiers (CIC Market Solutions, ODDO BHF et Portzamparc). Néanmoins, le nombre d'analystes suivant la valeur étant relativement faible, nous retenons cette référence à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours est réalisée préalablement au 22 juillet 2020, jour de l'annonce de l'Offre.

Toutes les notes récentes identifiées ont été publiés par les analystes le 17 juillet 2020, à la suite de la publication la veille (16 juillet 2020) par la Société de son chiffre d'affaires du premier semestre 2020 (chiffre d'affaires de 147,9m€ en recul de 5,4% par rapport au premier semestre 2019) et des perspectives 2020 (chiffre d'affaires et ROC), tous les analystes recommandant l'achat dans leur note.

CIC Market Solutions, dans sa note du 17 juillet 2020, a relevé sa prévision de chiffre d'affaires 2020 à 293m€ (contre 289m€ dans sa note du 26 mars 2020 à la suite de la publication la veille des résultats annuels 2019) tout en abaissant sa prévision de ROC 2020 à 9m€ soit un taux de marge de 3,0% (contre 13m€ soit un taux de marge de 4,7% dans note du 26 mars 2020).

ODDO BHF, dans sa note du 17 juillet 2020, a également relevé sa prévision de chiffre d'affaires 2020 à 287m€ (contre 272m€ dans sa note du 17 avril 2020 à la suite de la publication la veille du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2020) et de ROC 2020 à 9,5m€ soit un taux de marge de 3,3% (contre 6,1m€ soit un taux de marge de 2,2% dans sa note du 17 avril 2020).

Portzamparc, dans sa note du 17 juillet 2020, a aussi relevé sa prévision de chiffre d'affaires 2020 à 288m€ (contre 271m€ dans sa note du 17 avril 2020 à la suite de la publication la veille du chiffre d'affaires du 1er trimestre 2020) et de ROC 2020 à 9,8m€ soit un taux de marge de 3,4% (contre 6,8m€ soit un taux de marge de 2,5% dans sa note du 17 avril 2020).

Les objectifs de cours des analystes financiers suivant régulièrement la valeur Groupe Open, préalablement à l'annonce de l'Offre, et qui découlent des prévisions des analystes mentionnés ci-avant sont synthétisés ci-après :

Cours cibles des analystes - avant annonce			
Date de publication	**Analystes**	**Recommandation**	**Objectif de cours**
17/07/2020	CIC Market Solutions	Achat	11,00 €
17/07/2020	ODDO BHF	Achat	12,00 €
17/07/2020	Portzamprac	Achat	12,60 €
Moyenne			**11,87 €**

Le prix d'offre de 15,00€ par action extériorise une prime de 26,4% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes financiers s'établissant à 11,87€. Il convient de noter que l'ensemble des objectifs de cours sont inférieurs au prix d'Offre.

A titre informatif, CIC Market Solutions présente également dans sa note d'analyste du 17 juillet 2020 un objectif de cours prospectif et à long terme (horizon 2024) se situant à 14,00€, en dessous du prix d'Offre.

5 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Groupe Open :

5.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches.

5.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Référence aux objectifs de cours ;
- Référence aux engagements de cession à New GO ;
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre indicatif) ;
- Référence à l'actif net comptable (retenue à titre indicatif).

Nous avons également retenu la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de Groupe Open, la référence au cours de bourse et la méthode des flux de trésorerie actualisés à titre principal.

L'établissement présentateur a retenu la méthode des comparables boursiers à titre principal. Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire pour les raisons explicitées en 4.4.1 -.

L'établissement présentateur a également retenu la référence aux objectifs de cours à titre principal. Nous avons retenu cette méthode à titre secondaire ayant jugé que le nombre d'analystes suivant la valeur n'est pas suffisamment élevé pour considérer cette référence comme étant représentative de la valeur de l'action Groupe Open.

L'établissement présentateur a retenu la méthode des transactions comparables et la référence à l'actif net comptable à titre indicatif dans le cadre de l'évaluation de la Société. Nous avons pour notre part écarté ces méthodes pour les raisons explicitées respectivement en 4.2.4 - et 4.2.1 - du présent rapport.

L'établissement présentateur a retenu la référence aux engagements de cession à New GO. Nous faisons référence à ces engagements de cession en section 6 de notre rapport sans toutefois considérer que ces engagements constituent une méthode ou référence d'évaluation à part entière dans le cadre de notre approche multicritères, ces engagements de cession à New GO étant fondés sur le prix d'Offre de 15,00€.

Notre approche est décrite dans les parties 4.2 -, 4.3 - et 4.4 - du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

5.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu en synthèse les transactions portant sur l'acquisition par New GO le 23 juillet 2020 en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 (concomitamment à l'annonce du projet d'Offre), de 502.698 actions représentant à cette date 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société auprès d'investisseurs institutionnels, au prix de 15,00€ par action (les cédants étant en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à 15,00€ avant le 31 décembre 2020).

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions du 23 juillet 2020 (conclus le 21 juillet 2020) comme référence d'appréciation du prix de l'action Groupe Open pour les raisons évoquées précédemment.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action Groupe Open retenue par référence aux transactions.

5.2.2 - Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières ainsi que les 6 derniers mois avant l'annonce de l'opération au 21 juillet 2020.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières au 21 juillet 2020 également pour les raisons mentionnées en partie 4.3.3 - du présent rapport.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.
Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre principal comme expliqué en partie 4.3.3 -, compte tenu de la liquidité suffisante du titre et de la part importante du flottant dans le capital de la Société.

5.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices clos le 31 décembre 2024 jusqu'au 31 décembre 2029 ;
- calculé une valeur terminale intégrant une marge opérationnelle (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) de 6,0% auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 11,11%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (-0,05%), une prime de risque (8,31%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,99, et une prime de taille de 2,94% et un gearing nul au regard de la situation structurelle de trésorerie positive de la Société ; et
- déduit de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2020 (-1,7m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Groupe Open de 13,03€, le prix d'Offre offrant une prime de 15,1% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 12,25€ (taux d'actualisation de 11,61% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 13,89€ (taux d'actualisation de 10,61% et taux de croissance à l'infini de 1,5%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2023, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur, à l'exclusion de la variation du BFR.

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le périmètre du BFR ;
- l'horizon et les hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires, ainsi que la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

5.2.3.1 - Périmètre du BFR

L'établissement présentateur a retenu comme périmètre du BFR uniquement le BFR opérationnel (strictement composé des créances clients et dettes fournisseurs) hors factor déconsolidant présenté par le management sur la période 2020-2023 et sur la période extrapolée (variation de BFR projetée 0,6% du chiffre d'affaires).

Nous avons considéré pour notre part le BFR dans son intégralité en intégrant les éléments non opérationnels tels que les dettes fiscales et sociales et les produits constatés d'avance ainsi que l'ensemble des créances cédées au factor (déconsolidant et non déconsolidant).

5.2.3.2 - Horizon et hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2029 (horizon au 31 décembre 2029), sa période d'extrapolation intégrant un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 1,5% à l'infini et une progression de la marge opérationnelle (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) vers 6,0% à l'horizon normatif (2029).

Nous avons, pour notre part, retenu l'année 2026 comme horizon explicite du plan d'affaires, considérant cette période de prévisions (7 ans dont 3 d'extrapolation) suffisamment longue en intégrant un ralentissement de la croissance progressif pour atteindre 1,5% à l'infini et une progression de la marge opérationnelle plus importante et plus rapide pour atteindre 6,3% à l'horizon normatif (2026).

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

5.2.3.3 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC					
	Etablissement Présentateur		Crowe HAF		
			Court terme	Long terme	Moyenne
Taux sans risque	-0,05%	(1)	-0,21%	0,15%	
Prime de risque du marché	8,31%	(2)	8,52%	8,50%	
Beta désendetté			0,97	0,98	
Gearing			0%	0%	
Beta endetté	0,99	(3)	0,97	0,98	
Prime de taille	2,94%	(4)	2,56%	2,56%	
Coût des fonds propres	**11,11%**	**(5)**	**10,59%**	**11,05%**	
D/(D+CP)	0%		0%	0%	
CP/(D+CP)	100%		100%	100%	
Coût Moyen Pondéré du Capital	**11,11%**		**10,59%**	**11,05%**	**10,82%**

(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois - 22/07/2020
(2) Prime Bloomberg - moyenne 3 mois au 22/07/2020
(3) Beta moyen Damodaran du secteur Computer Services - Europe
(4) Prime de taille - Associés en Finance - moy. 3 mois au 31/12/2019
(5) Formule du modèle MEDAF/CAPM
Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 4.3.1.7 du présent rapport

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau notamment concernant la prime de risque du marché actions, le coefficient bêta et la prime de taille.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (11,11%) est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (10,82%, moyenne des deux approches) et reste cohérent.

5.2.3.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -1,7m€ au 30 juin 2020 intégrant la dette financière nette (hors IFRS 16) au 30 juin 2020 (+22,4m€) ajustée des autres actifs financiers non courants (+4,6m€), des intérêts minoritaires (-0,1m€), du factor déconsolidant (-7,0m€), des provisions pour indemnités de départ à la retraite (-11,0m€), des autres provisions non courantes (-1,0m€), du décalage exceptionnel de paiement de charges sociales (-6,5m€) et des autres passifs financiers non courants (-3,1m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la trésorerie nette ajustée de 2,7m€ au 30 juin 2020 sur la base du calcul détaillé dans la partie 4.1.2 - du présent rapport.

L'écart porte principalement sur :

- les actifs financiers non courants pour 4,6m€ constituées de prêts à la construction et de dépôt de garantie (principalement pour des locaux) que nous n'avons pas pris en compte pour les raisons explicitées en 4.1.2 - du présent rapport ;
- les provisions pour indemnités de départ à la retraite que nous considérons nettes de la fiscalité latente (au taux de 25,8%), ces provisions étant déductibles fiscalement au paiement de l'indemnité ;
- le décalage exceptionnel de paiement de charge sociales estimant que ce décaissement est pris en compte dans les variations de BFR dans la méthode des flux de trésorerie actualisés et que les comparables boursiers bénéficient également au 30 juin 2020 d'un report de paiement de charges sociales ;
- la prise en compte par nos soins de la valeur des actifs destinées à être cédés nets des passifs associés (1,8m€) liée à la filiale Groupe Open Nederland en cours de cession ;
- la prise en compte pour notre part d'un effet relutif sur la valeur lié à l'acquisition de la société Neos (1,5m€).

5.2.3.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 13,03€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur (13,78€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

5.2.4 - Méthode des comparables boursiers

5.2.4.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de sept sociétés ESN françaises (Aubay, Infotel, Neurones, SQLI, Umanis, Micropole, Visiativ) évoluant principalement en France qui sont de tailles relativement similaires à celle de Groupe Open.

Nous avons pour notre part un échantillon composé six sociétés (Aubay, Infotel, Neurones, SQLI, Umanis et SII), cinq d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu la société Visiativ qui nous paraissait moins comparable à Groupe Open en termes d'activité et la société Micropole en l'absence d'informations prévisionnelles issues des notes d'analystes pour cette société dans nos bases de données (Capital IQ).

5.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le ratio médian retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 22 juillet 2020 (date d'annonce de l'Offre), retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière au 22 juillet 2020 et une dette nette au 31 décembre 2019. Nous avons pour notre part retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 24 septembre 2020 et une dette nette au 30 juin 2020[14].

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à des EBIT 2020 et 2021 de Groupe Open, correspondant aux ROC (avant coûts de restructuration) anticipés par la Société dans son plan d'affaires pour 2020 et 2021. Pour les raisons citées en 4.4.1 -, nous avons appliqué les multiples d'EBIT extériorisés aux ROC[15] 2021 et 2022 de Groupe Open.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de -1,7m€ au 30 juin 2020 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de +2,7m€, les principaux écarts étant expliqués en 5.2.3.4 - du présent rapport.

5.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Groupe Open obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 14,65€ et 14,70€.

[14] Toutes les sociétés de l'échantillon ont publié une dette nette au 30 juin 2020 à l'exception de SII qui a clôturé son exercice le 31 mars 2020 et qui par conséquent présente une dette nette au 31 mars 2020.
[15] Retraités de la charge d'intérêt IFRS 16 en cohérence avec le retraitement similaire appliqué sur les prévisions de ROC servant de base au calcul des multiples

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Groupe Open par la méthode des comparables boursiers de 17,21€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT pour les années 2021 et 2022.

L'écart principal observé provient essentiellement de la date retenue par l'établissement présentateur dans le calcul de la valeur d'entreprise correspondant à la date d'annonce de l'offre (22 juillet 2020), tandis que nous avons retenu une date proche de la remise du présent rapport. Par ailleurs, les multiples proviennent d'échantillons de sociétés retenues légèrement différents et sont calculés sur des années différentes (2020 et 2021 pour l'établissement présentateur et 2021 et 2022 pour notre part).

5.2.5 - Référence aux objectifs de cours

La valeur de l'action Groupe Open obtenue par l'établissement présentateur par référence aux objectifs de cours des analystes ressort dans une fourchette comprise entre 11,00€ et 12,60€.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur l'échantillon de note d'analystes retenu et sur le calcul effectué. Néanmoins, nous considérons que la référence aux objectifs de cours doit être retenue à titre secondaire comme expliqué dans la partie 4.4.2 -, compte tenu du nombre d'analystes limité assurant le suivi régulier de la valeur de l'action Groupe Open .

6 - Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- Le Memorandum of Understanding, conclu en date du 22 juillet 2020 entre Montefiore Investment, Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto ;
- Le Protocole d'Investissement, signé en date du 2 octobre 2020 entre les sociétés Montefiore Investment V S.L.P, Montefiore Investment SAS, D&A (ci-après « D&A »), les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les membres des groupes familiaux respectifs des Fondateurs ;
- Le projet de Traité d'Apport, qui sera signé entre les parties ; et
- Le projet de pacte d'associés, qui sera signé entre les parties.

Dans le cadre d'une opération capitalistique envisagée par les Fondateurs de Groupe Open et le fonds d'investissement Montefiore sur le capital de la Société, Frédéric Sebag, Laurent Sadoun, Guy Mamou-Mani et Valérie Benvenuto (ensemble les Fondateurs) et Montefiore Investment ont signé un accord de négociations exclusives (Memorandum of Understanding - MoU), le 22 juillet 2020, dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée et déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO (société créée pour les besoins de l'opération) qui serait réalisée par les Fondateurs (ainsi que leur société holding respective et les membres de leurs groupes familiaux respectifs) et Montefiore aux côtés de D&A et des Managers de la Société.

La signature du MoU a été suivie de la signature, le 2 octobre 2020, d'un Protocole d'Investissement auquel est notamment annexé un projet de traité d'apport ainsi qu'un projet de pacte d'associés.

Ces différents documents reprennent notamment la gouvernance envisagée de New GO et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres pour toute période pendant laquelle Montefiore serait Minoritaire Economique, Minoritaire Juridique ou, le cas échéant, Majoritaire (tel que ces termes sont définis dans le MoU et dans le Protocole d'Investissement).

Ces accords présentent les éléments relatifs à la structure de l'opération, la gouvernance projetée de New GO et de Groupe Open en cas de réalisation de l'opération, les conditions de transfert des titres New GO et des titres Manco[16], l'évolution de la structure actionnariale, les dispositions relatives à la sortie des Fondateurs et des Managers, les autres engagements relatifs aux Fondateurs et Managers et les dispositions finales de l'opération.

Ces différents éléments sont présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur et dans le projet de note d'information en réponse de Groupe Open (cible de l'Offre Publique d'Achat).

Il est précisé que l'ensemble des éléments chiffrés figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur, dans le projet de note d'information en réponse de Groupe Open et dans les paragraphes suivants seront ajustés à la Date de Réalisation sur la base de la valeur définitive des titres de New GO arrêtée par le même tiers évaluateur que celui ayant émis un projet de rapport en date du 22 septembre 2020, notamment en fonction du résultat final de l'OPA. Il sera ainsi procédé à un ajustement de la table de capitalisation définitive de New GO et de l'ensemble des chiffres visés aux présentes concernant les titres New GO faisant l'objet des différentes étapes décrites ci-après et devant intervenir à la Date de Réalisation. Ces ajustements dépendront de la taille finale de l'investissement de Montefiore dans New GO lui-même dépendant du niveau de l'apport à l'Offre. Ils sont neutres sur la valeur de Groupe Open et n'impacteront pas en tant que tel le prix d'Offre.

6.1 - Structure de l'opération

Le MoU prévoit la constitution par Montefiore de New GO, une société créée pour les besoins de l'opération et destinée à lancer l'Offre publique pour l'acquisition de titres Groupe Open auprès du public et à acquérir les titres Groupe Open par voie d'achat et d'apport auprès des Fondateurs (et leur société holding et leur famille respectives).

Comme convenu dans les accords entre les parties, l'Offre a été lancée à la suite d'une mise en concert déclarée entre New GO, Montefiore, les Fondateurs, leur société holding respective et les membres de leurs groupes familiaux respectifs (ensemble le « Concert ») étant précisé que les titres de la Société détenus par les Fondateurs, leur société holding respective et les membres de leurs groupes familiaux respectifs seraient apportés pour partie et cédés pour le solde à New GO sous réserve que le Concert détienne plus de 50% du capital et des droits de vote de la Société à la clôture de l'Offre réouverte, en tenant compte de la perte des droits de vote double qui résulterait de la réalisation des apports et cessions susvisés (ci-après cas de « Succès de l'Opération » tel que ce terme est défini dans la note d'information de l'Initiateur).

Selon le Protocole d'investissement, deux hypothèses sont envisagées :

- Hypothèse 1 : Non succès de l'Opération (ie l'Initiateur a acquis moins de 539.599 actions de la Société, soit 6,68% du capital de la Société)

  L'Opération ne pourra pas aboutir à un succès si le Concert, au travers de l'Initiateur, ne fait pas l'acquisition d'au moins 539.599 actions de la Société représentant 6,68% du capital de la Société dans le cadre de l'Offre. En effet, si l'Initiateur fait l'acquisition de moins de 539.599 actions de la Société, la détention en droits de vote des Fondateurs et de l'Initiateur à la clôture de l'Offre Réouverte n'atteindra pas le seuil de 61,38%, de sorte que cette même détention en droits de vote de la Société, à la Date de Réalisation, deviendra inférieure à 50% en conséquence de la perte des droits de vote double qui résulterait de la réalisation des Apports et du Transfert des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées. Dans une telle hypothèse, la condition liée au Succès de l'Opération ne sera pas satisfaite. Ainsi la structure actionnariale de la Société à la clôture de l'Offre Réouverte sera répartie comme suit (telle que présentée dans la note d'information de l'Initiateur) de façon synthétique :

[16] Entité destinée à investir dans des titres New Go et dans laquelle certains salariés et dirigeants (les « Managers ») de Groupe Open investiront

Groupe Open - Table de capitalisation (Hypothèse 1 Non succès de l'Opération)					
Actionnaires		**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nb de droits de vote exerçables**	**% de droits de vote exerçables**
Fondateurs (yc Holdings et familles)		3 093 048	38,28%	5 527 049	51,64%
New Go					
	Min	502 698	6,22%	502 698	4,70%
	Max	1 042 296	12,90%	1 042 296	9,74%
Sous-total Fondateurs et New GO (Concert)					
	Min	**3 595 746**	**44,50%**	**6 029 747**	**56,33%**
	Max	**4 135 344**	**51,18%**	**6 569 345**	**61,38%**
Public					
	Min	3 943 344	48,80%	4 134 108	38,62%
	Max	4 482 942	55,48%	4 673 706	43,67%
Autodétention (contrat de liquidité)		1 135	0,01%	**0**	0,00%
Total actionnaires		**8 079 823**	**100,0%**	**10 703 453**	**100,0%**

À défaut de Succès de l'Opération, le Protocole d'Investissement sera caduc entrainant ainsi la fin de l'action de concert entre les membres du Concert. En conséquence, il ne sera procédé ni aux Apports ni à la cession des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées au profit de New GO (tel que cela est détaillé dans le paragraphe 6.2), et le capital social de New GO restera donc entièrement détenu par Montefiore.

- Hypothèse n°2 : le Concert atteint le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société (i.e. un minimum de 539.599 actions de la Société est apporté à l'Offre, représentant 6,68% du capital de la Société)

Afin que soit constaté le Succès de l'Opération et que les opérations prévues dans le Protocole d'Investissement soient réalisées à la Date de Réalisation, il convient que le Concert détienne, à la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte, 50% du capital et des droits de vote de la Société, et ce, en tenant compte de la perte des droits de vote double qui résulterait de la réalisation des Apports et du transfert des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées, c'est-à-dire qu'un minimum de 539.599 actions de la Société soit apporté à l'Initiateur, représentant 6,68% du capital de la Société. Dans cette hypothèse, la structure actionnariale de New GO à la clôture de l'Offre Réouverte sera comme suit :

Groupe Open - Table de capitalisation (Hypothèse 2 Succès de l'Opération)					
Actionnaires		**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nb de droits de vote exerçables**	**% de droits de vote exerçables**
Fondateurs (yc Holdings et familles)		3 093 048	38,28%	5 527 049	entre 51,64% et 52,58%
New Go					
	Min	1 042 297	12,90%	1 042 297	9,74%
	Max	4 985 640	61,70%	4 985 640	46,58%
Sous-total Fondateurs et New GO (Concert)					
	Min	**4 135 345**	**51,18%**	**6 569 346**	**61,38%**
	Max	**8 078 688**	**99,99%**	**10 512 689**	**100,00%**
Public					
	Min	0	0,00%	0	0,00%
	Max	3 943 343	48,80%	4 134 107	38,62%
Autodétention (contrat de liquidité)		1 135	0,01%	**0**	0,00%
Total actionnaires		**8 079 823**	**100,00%**	**Min 10 703 453 Max 10 512 689**	**100,0%**

Il est rappelé que la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini dans la note d'information de l'Initiateur) correspond à la plus tardive des dates à intervenir entre l'expiration d'une période de 45 jours calendaires suivant la date du règlement-livraison de l'Offre Réouverte, soit le 6 mars 2021 selon le calendrier indicatif figurant dans la note d'Information de l'Initiateur et le 29 janvier 2021 ou à toute autre date convenue d'un commun accord entre les signataires du Protocole d'Investissement.

Nous présentons dans les paragraphes suivants, dans un premier temps, les apports et investissements projetés par les parties dans le cadre de l'opération envisagée et, dans un second temps, nous examinons les valeurs retenues et leurs rémunérations par des instruments financiers émis par New GO ainsi que les caractéristiques de ces instruments.

6.2 - Les apports et investissements des parties dans New GO

6.2.1 - Cessions d'une partie des titres Groupe Open détenus par les Fondateurs à l'Initiateur

Les Fondateurs et les membres du groupe familiale Sadoun se sont engagés à céder, dans le cadre du Protocole d'Investissement, respectivement 622.640 actions et 100.000 actions Groupe Open à New GO pour un prix égal à 15€ par action Groupe Open. Cet engagement de cession est toutefois conditionné au Succès de l'Opération.

Le prix de cession étant égal au prix d'Offre, nous n'avons pas de commentaire particulier à formuler à cet égard. L'analyse des clauses du Protocole d'Investissement relatives à cet engagement de cession ne fait pas apparaitre de complément de prix ou de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

6.2.2 - Apports du solde des titres Groupe Open détenus par les Fondateurs à l'Initiateur

En cas de Succès de l'Opération, les Fondateurs (et leurs société holding et famille respectives) apporteront en nature à New GO à la Date de Réalisation l'intégralité des titres Groupe Open qu'ils détiennent à New GO et qui ne font pas l'objet des cessions présentées ci-dessus au paragraphe 6.2.1. D'après le MoU et le Protocole d'Investissement et sur la base d'un prix d'Offre de 15€, les Fondateurs apporteront 2.370.408 actions Groupe Open soit 29,34% du capital du Groupe Open sur les 38,28% détenus par les Fondateurs et leurs société holding et famille respectives. Les apports seront effectués à une valeur équivalente au prix d'Offre, soit 15€ par action Groupe Open.

Sur la base d'un pourcentage de détention du capital par le Concert à la suite de l'Offre de 83,01%, les apports seront rémunérés par 20.089.988 « ADP B », 368.715 « ADP A » et 14.720.445 « OC Fondateurs » émises par New GO.

Les ADP A, en partie émises en rémunération partielle des apports des Fondateurs et en partie souscrites par Manco (voir §6.2.5 Investissement des Managers), sont des actions de préférence de la société New GO qui procurent un droit économique spécifique permettant à ses titulaires (notamment les Fondateurs et les Managers de Groupe Open de façon indirecte via Manco) de capter une quote-part de la plus-value réalisée par Montefiore en cas de Sortie. Ce droit économique est fondé sur les conditions telles qu'elles existeront au moment de la Sortie, et est calculé par rapport au niveau de gain en capital réalisé par Montefiore comme suit :

- En cas de réalisation d'un multiple de Sortie par Montefiore entre 1,8x et 2x, le pourcentage de rétrocession de la super plus-value de Montefiore (après prise en compte de la rétrocession) capté par les ADP A sera de 20%,
- En cas de réalisation d'un multiple de Sortie par Montefiore entre 2x et 2,5x, le pourcentage de rétrocession de la super plus-value de Montefiore (après prise en compte de la rétrocession) capté par les ADP A sera de 25%,

- En cas de réalisation d'un multiple de Sortie par Montefiore entre 2,5x et 3x, le pourcentage de rétrocession de la super plus-value de Montefiore (après prise en compte de la rétrocession) capté par les ADP A sera de 30%,
- En cas de réalisation d'un multiple de Sortie par Montefiore supérieur à 3x, le pourcentage de rétrocession de la super plus-value de Montefiore (après prise en compte de la rétrocession) capté par les ADP A sera de 35%.

Les droits économiques liés aux ADP A seront uniquement supportés par Montefiore et D&A (les investisseurs financiers) ainsi qu'il ressort des termes du MoU et du Protocole d'Investissement.
Sur la base d'une hypothèse de détention par le Concert à l'issue de l'Offre de 83,01% du capital de Groupe Open, la fourchette de valeurs indiquée par le tiers évaluateur dans son rapport en date du 22 septembre 2020, est de 671k€ à 814k€ pour les ADP A[17].

Les ADP B, émises en rémunération partielle des apports des Fondateurs (et de leurs familles respectives), sont des actions de préférence de la société New GO conférant à leur détenteur un droit de vote double (ou dans certains cas 51% des droits de vote de New GO) et un droit anti-dilutif préservant leurs détenteurs de l'effet dilutif pouvant provenir du déclenchement des droits financiers des ADP A. Comme précisé ci-dessous, les droits financiers attachés aux ADP A sont supportés uniquement par les investisseurs financiers (i.e. Montefiore et D&A) au profit de leurs détenteurs (i.e. les Fondateurs et Managers).
Sur la base d'un pourcentage de détention du capital par le Concert à la suite de l'Offre de 83,01%, les ADP B seront émises à la valeur nominale (1,00€ par action) plus une prime d'émission globale pour l'ensemble des ADP B évaluée par le tiers évaluateur entre 343k€ et 416k€.

Les ADP A et les droits anti-dilutifs attachés aux ADP B et ADP C (voir §6.2.5 Investissement des Managers) prennent la forme d'un « management package » et permettent donc aux Fondateurs et aux Managers de capter, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance, une partie de la plus-value réalisée, le cas échéant, par Montefiore lors d'une Sortie.
Les ADP A, ADP B et ADP C ont été évaluées par un tiers évaluateur (NG Finance), en tenant compte des caractéristiques détaillées ci-avant, et sur la base des méthodes optionnelles Trinomiale et Monte-Carlo. Nous avons procédé à l'analyse du projet de rapport du tiers évaluateur en date du 22 septembre 2020. Les méthodes optionnelles d'évaluation utilisées par ce dernier dans son projet de rapport sont usuelles pour des actions de préférence de cette nature et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.
Le tiers évaluateur a déterminé les principaux paramètres d'évaluation qui concernent notamment la valeur du sous-jacent, les critères de « payoff » des ADP A, ADP B et ADP C, la maturité et les probabilités de sortie pour chaque horizon de sortie et la volatilité du sous-jacent. Les paramètres retenus par l'évaluateur nous apparaissent cohérents.
Il est, par ailleurs, convenu dans le Protocole d'Investissement que les valeurs définitives des titres de New GO devant être émis à la Date de Réalisation seront déterminés sur la base de la valeur définitive des titres New GO arrêtée par le même tiers évaluateur en fonction notamment du résultat final de l'Offre.

Les OC Fondateurs, émises en rémunération partielle des apports des Fondateurs (et leurs sociétés holdings et familles respectives), sont des obligations convertibles en ADP B (1 ADP B pour 1 OC Fondateur) ayant un taux d'intérêt capitalisé de 2%, une maturité de 10 ans et une faculté de conversion à partir de l'écoulement d'une période de 18 mois suivant la Date de Réalisation. Les porteurs des OC Fondateurs ont également le droit de demander leur rachat par New GO à tout moment. Les OC Fondateurs sont émises pour une valeur de 1,00€ par OC Fondateur.

Les apports d'actions Groupe Open par les Fondateurs (et leurs familles respectives) sont réalisés sur la base de la valeur réelle de l'action Groupe Open, retenue à 15€, et correspondant au prix de l'Offre, ce qui n'appelle pas de commentaire particulier.

Nous nous sommes assurés que les valeurs des actions de préférence qui seraient émises par New GO en rémunération des apports de titres Groupe Open correspondent aux valeurs d'apport.

[17] L'analyse des travaux du tiers évaluateur est effectuée dans les paragraphes qui suivent.

La rémunération des apports en titres New GO sera réalisée sur la base d'une évaluation de ces titres qui sera mise à jour à la Date de Réalisation par le même tiers évaluateur qui a émis un rapport le 22 septembre 2020 et qui n'appelle pas de commentaire de notre part. Les conditions d'apport de titres Groupe Open et de rémunération des apports telles que présentées dans les accords entre les parties ne mettent pas en exergue de clause de complément de prix et ne font pas apparaitre de clause qui remettrait en causes l'équité du prix d'Offre.

6.2.3 - Investissement de Montefiore dans New GO

L'investissement de Montefiore dans New GO sera réalisé en numéraire au profit de New GO et est destiné à financer le prix d'acquisition des actions apportées à l'Offre, le prix d'acquisition des titres cédés par les Fondateurs (et leurs société holding et famille respectives) comme décrit ci-dessus ainsi qu'une partie des frais relatifs à l'opération.

Ces apports en numéraire au profit de l'Initiateur (New GO) seront réalisés au moyen d'avances en compte courant d'associés, qui, en cas de Succès de l'Opération, seront converties à hauteur d'un montant maximum de 60m€ (à l'exclusion du prix d'acquisition des 722.640 actions cédées par les Fondateurs à New GO) à 49,08% en actions ordinaires de New GO (« AO ») et à 50,92% en obligations convertibles en « ADP D » de catégorie 1 (les « OC T1 ») et, à concurrence de la somme du prix d'acquisition des actions cédées par les Fondateurs à New GO et le montant investi par Montefiore au-delà des 60m€, en obligations convertibles en « ADP D » de catégorie 2 (les « OC T2 »).

A la Date de Réalisation, New GO procédera à l'émission au profit de Montefiore par compensation avec les avances en compte courant d'associé un nombre maximum de 29.447.446 AO et un nombre maximum de 30.552.553 OC T1. Le nombre d'OC T2 correspondra à un nombre égal à la somme (i) du prix d'acquisition des Actions Fondateurs Cédées et des Actions Membres du Groupe Familial Sadoun Cédées, soit 10.839.600 euros (15€/action Groupe Open), et (ii) le cas échéant, du solde du montant nécessaire au financement de l'acquisition des actions de Groupe Open qui se seraient présentées à l'Offre au-delà du seuil de 60m€ (tel que présenté dans la note d'information de l'Initiateur).

Les AO sont des actions ordinaires de New GO qui seront émises en rémunération partielle des apports en numéraire de Montefiore. Les AO sont émises à une valeur nominale de 1,00€.

Les OC T1 sont des obligations convertibles d'un euro de valeur nominale émises par New GO en rémunération partielle des apports en numéraire de Montefiore générant des intérêts capitalisés au taux annuel de 8% et d'une maturité de 10 ans. Chaque OC T1 est convertible à tout moment à l'issue d'une période de 36 mois à compter de la Date de Réalisation à la demande du porteur en une action de préférence donnant droit à perception d'un dividende prioritaire, reportable et cumulatif prélevé en priorité sur toute autre distribution, au taux annuel de 8% (« ADP D »).

Les OC T2 sont des obligations convertibles d'un euro de valeur nominale émises par New GO en rémunération partielle des apports en numéraire de Montefiore générant des intérêts capitalisés au taux annuel de 8% et d'une maturité de 10 ans. Chaque OC T2 est convertible, à la première date à intervenir entre l'expiration d'une période de 10 ans ou une Sortie, en une ADP D.

En cas de Succès de l'Opération, et dans l'hypothèse où le montant nécessaire au financement de l'acquisition des actions Groupe Open présentées à l'Offre (à l'exclusion des actions cédées par les Fondateurs et leurs société holding et famille respectives) et de la quote-part des frais supportés par Montefiore, serait inférieur à 60m€, des bons de souscription d'AO seront émis gratuitement par New GO au bénéfice de Montefiore (les « BSA »). Ces BSA seront exerçables sous réserve de financer exclusivement l'acquisition par New GO de titres Groupe Open. Montefiore ne pourra, dans le cadre d'un tel projet d'acquisition par New GO de titres Groupe Open, exercer les BSA qu'à concurrence d'un nombre de BSA permettant strictement, via la souscription aux AO auxquelles lesdits BSA donnent droit, de financer 49,08% du montant du prix d'acquisition desdits titres Groupe Open, étant précisé que Montefiore devra,

concomitamment à l'exercice des BSA, souscrire à des OC T1 de telle sorte qu'il souscrive à concurrence de 49,08% à des AO résultant de l'exercice des BSA et à concurrence de 50,92% à des OC T1.
Les BSA sont attribués gratuitement à Montefiore. Un BSA permettra de souscrire à une AO au prix de souscription (soit 1€) de l'action New GO à la Date de Réalisation. Les BSA sont exerçables à tout moment pendant 5 ans sous réserve de financer exclusivement l'acquisition par New GO de titres Groupe Open. L'exercice du BSA oblige par ailleurs le titulaire à souscrire également des OC T1 de façon à maintenir les proportions de souscription de 49,08% d'AO et 50,92% d'OC T1. Le nombre de BSA à émettre dépendra du montant du flottant apporté à l'Offre afin de permettre à Montefiore d'atteindre un montant d'investissement en AO et OC T1 de 60m€ jusqu'à la fin de la période d'exercice des BSA.
Ces BSA n'étant exerçables que dans le but exclusif de l'acquisition par New GO de titres Groupe Open, ces instruments sont émis dans le seul but de permettre à Montefiore de financer des acquisitions futures de titres Groupe Open par New GO au prix initial de souscription des AO New GO (1€ par action New GO). Il est précisé que, par nature, ces BSA ne déterminent pas le prix d'acquisition futur par New GO de titres Groupe Open.
Ces BSA (dans le cas de leur émission : investissement de Montefiore inférieur à 60m€) permettent à Montefiore de se reluer au capital de New GO dans le cadre de financement de New GO d'acquisitions futurs (après la Date de Réalisation) de titres Groupe Open et résultent de négociations entre les parties. L'impact de l'exercice de ces BSA n'est ni relutif, ni dilutif pour l'actionnaire minoritaire de Groupe Open.

Les conditions d'investissement de Montefiore dans New GO, nous semblent usuelles et cohérentes avec le prix d'Offre. Les accords analysés ne font pas apparaitre de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

6.2.4 - Investissement de D&A dans New GO

En cas de Succès de l'Opération, D&A réalisera un apport en numéraire à New GO d'un montant de 500.000€. Cet apport en numéraire sera rémunéré par l'émission de 350.000 AO émises au pair au profit de D&A et de 150.000 OC T1 émises au pair au bénéfice de D&A.

Les conditions de l'investissement de D&A dans New GO n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

6.2.5 - Investissement des Managers

En cas de Succès de l'Opération, Montefiore réalisera un apport en numéraire d'un montant de 2.200.000€ au bénéfice d'une société par actions simplifiée (« Manco ») qui sera constituée et qui aura comme seul objet la détention d'ADP A et d'actions de préférence de New GO (les « ADP C »).

Ces apports en numéraire seront rémunérés en actions ordinaires de Manco (« AO Manco ») qui sont destinées à être cédées aux Managers de Groupe Open. Manco souscrira à des ADP A[18] et à des ADP C à concurrence d'un montant de 2.200.000€, soit 368.701 ADP A et 1.797.569 ADP C sur la base d'un pourcentage de détention du capital par le Concert à la suite de l'Offre de 83,01%. Le nombre définitif d'ADP A et d'ADP C dépendra du résultat final de l'Offre et sera calculé sur la base de l'évaluation de ces titres qui sera réalisée par le même tiers évaluateur ayant permis la détermination du nombre d'ADP A et d'ADP C cité ci-dessus.

Les ADP C, émises en rémunération des apports en numéraire de Manco et destinées à être détenues indirectement par les Managers de Groupe Open, sont des actions de préférence de la société New GO conférant à leur détenteur les mêmes droits politiques qu'une AO et un droit anti-dilutif préservant leurs détenteurs de l'effet dilutif pouvant provenir du déclenchement des droits financiers des ADP A.

[18] Voir paragraphe §6.2.2 pour le détail des caractéristiques des ADP A

Sur la base d'un pourcentage de détention du capital par le Concert à la suite de l'Offre de 83,01%, les ADP C seront émises à la valeur nominale (1,00€ par action) plus une prime d'émission globale pour l'ensemble des ADP C évaluée par le tiers évaluateur à une valeur comprise entre 30k€ et 37k€.

Il est prévu que les Managers procèdent à l'acquisition auprès de Montefiore d'une partie des AO Manco (à concurrence de 1.800.000€ soit 1.800.000 AO Manco) étant précisé que les montants maximums d'investissement pourront varier selon les Managers concernés. Par ailleurs, Montefiore gardera une partie des AO Manco (les 400.000 AO Manco restant) détenues à titre de réserve qui aura vocation à être allouée par Montefiore à des dirigeants et salariés clés futurs ou existants de Groupe Open. Cette allocation se fera par acquisition par les Managers futurs auprès de Montefiore des AO Manco à un prix de marché (si la transaction est réalisée après 9 mois suivant la réalisation de l'opération) ou au prix de souscription des AO Manco retenu dans le cadre de l'opération objet du MOU et du Protocole d'Investissement (si la transaction est réalisée dans les 9 mois suivant la réalisation de l'opération). Les titres faisant partie de cette réserve et qui n'auront pas été transférés avant une Sortie (tel que ce terme est défini dans le MoU et le Protocole d'Investissement) seront définitivement acquis à Montefiore étant rappelé que les droits financiers attachés aux ADP A et ADP C indirectement détenues par Montefiore par l'intermédiaire de Manco seront neutralisés à la Sortie.

L'investissement des Managers via Manco leur permet d'investir indirectement dans New GO et par conséquent indirectement dans des titres Groupe Open. Les conditions de détermination du prix de souscription sont cohérentes avec le prix d'Offre : Manco investissant dans des titres New GO à des prix de souscription qui seront déterminés de façon définitive sur la base d'une évaluation réalisée par un tiers évaluateur dont les travaux (rapport du 22 septembre 2020) n'appellent pas de commentaire particulier de notre part. Il est rappelé que ces travaux ont été effectués sur la base du prix de l'action Groupe Open de 15€, soit le prix d'Offre.

L'analyse des accords relatifs à l'investissement des Managers (en dehors des promesses analysées ci-dessous §6.3) ne font pas apparaitre de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

6.3 - Analyse des promesses faites entre les parties

6.3.1 - Promesses de Vente Fondateurs

Chaque Fondateur (à l'exception de Monsieur Laurent Sadoun et Monsieur Guy Mamou-Mani) et Montefiore signeront, à la Date de Réalisation, une promesse de vente aux termes de laquelle le Fondateur concerné promet irrévocablement à Montefiore, dans l'hypothèse où et tant que ce dernier serait Minoritaire Juridique ou Majoritaire, de lui transférer, dans l'éventualité de son départ, et à première demande de Montefiore, l'intégralité des ADP A non vestées qu'il détient à la date de départ concernée, au prix d'un euro par ADP A.

Le pourcentage d'ADP A vestées sera déterminé en fonction du cas de départ du Fondateur concerné.

Ces promesses permettent (sans en induire l'obligation) à Montefiore de racheter les ADP A non vestées à leur prix de souscription initial dans le cas du départ du Fondateur concerné peu importe le montant de la plus-value économique latente des ADP A.

Les Promesses de Vente Fondateurs ne traduisent aucun complément de prix et ne contiennent aucune clause de prix de sortie garanti.

6.3.2 - Promesses Managers

Chaque Manager conclura :

- des promesses portant sur les titres Manco qu'il détient, aux termes desquelles chaque Manager promet irrévocablement à Montefiore de lui transférer, dans l'éventualité de son départ l'intégralité des titres Manco qu'il détient, à la date de départ concernée ; et
- des promesses portant sur les titres Manco qu'il détient, aux termes desquelles Montefiore, avec faculté de substitution au profit de l'Initiateur, promet irrévocablement à chaque Manager d'acquérir, en cas de son départ, l'intégralité des titres Manco,

(les « Promesses Managers »).

Le prix d'exercice des Promesses Managers sera déterminé suivant l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA.

Cette formule appliquée à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, de prix par action Groupe Open supérieur au Prix d'Offre et les Promesses Managers ne contiennent aucune clause de prix de sortie garanti.

6.4 - Conclusion sur les accords connexes

En synthèse, les différentes catégories d'instruments financiers qui seront émises par New GO ont pour vocation d'organiser le profil de gain et la répartition de la plus-value globale entre les actionnaires de New GO en cas de Sortie du capital. Cette plus-value sera calculée sur la base du prix réalisé par les investisseurs lors d'une sortie future du capital et est fondée sur la valeur de marché du seul sous-jacent de New GO, à savoir les titres Groupe Open. Les détenteurs des actions de préférence sont donc indirectement associés au risque et au bénéfice de la réalisation des objectifs de progression de valeur de Groupe Open.
Le pacte d'associés prévu en annexe du Protocole d'Investissement a vocation à décrire la gouvernance envisagée de New GO et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres. Les conditions du pacte d'associés sont usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier.

Par ailleurs, les accords et différents mécanismes décrits dans cette partie §6 du présent rapport ne prévoient aucune clause de complément de prix ou disposition assimilable. Les investissements et réinvestissements devant intervenir via différents titres émis notamment par New GO seront réalisés sur la base de prix déterminés par un tiers évaluateur (NG Finance) en fonction du résultat définitif de l'Offre. Ces prix sont déterminés à partir de l'investissement total de New GO dans les titres Groupe Open au prix d'Offre. La valeur définitive des titres New GO souscrits par les Fondateurs (et leurs familles respectives) et Manco dépendent de la taille de l'investissement final réalisé par Montefiore qui, comme expliqué dans les paragraphes précédents, dépendent du résultat définitif de l'Offre.
Dans le cadre des opérations d'investissement et de réinvestissement citées ci-dessus, il n'existe aucune clause de prix de sortie garanti hormis celles prévues en cas de départ des Managers au niveau de Manco dans le cadre de l'exercice des promesses qui prévoient une formule de détermination du prix fondée sur un multiple d'EBITDA ajusté en fonction du niveau de marge de la Société. L'application de cette formule à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, « par transparence », de prix par action Groupe Open supérieur au prix d'Offre de 15€.

Dans ces conditions, les dispositions du MoU et du Protocole d'Investissement fixant en particulier les modalités de rémunération des apports des Fondateurs (et leurs familles respectives), et de l'investissement de Montefiore et D&A ainsi que l'investissement des Managers (indirectement via Manco) dans New GO, ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

7 - Analyse des observations écrites d’actionnaires

7.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n’avons pas reçu à la date du présent rapport d’observations écrites de la part d’actionnaires minoritaires.

7.2 - Analyse et appréciation des observations

N’ayant reçu aucune observation écrite d’actionnaires minoritaires, nous n’avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

8 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Il est rappelé que le présent rapport a été présenté au Conseil d'administration de Groupe Open le 5 octobre 2020 et que les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires incluent l'arrivée récente du Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde et ses effets qui sont multiples.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 15,00€
en €/action	**Bas**	**Valeur centrale**	**Haut**	**Valeur centrale**	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence*		15,00 €		15,00 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	12,25 €	13,03 €	13,89 €	13,78 €	8,9%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 21 juillet 2020)		10,68 €		10,68 €	40,4%
*Cours moyen pondéré 20 jours***		9,88 €		9,88 €	51,8%
*Cours moyen pondéré 60 jours***		9,42 €		9,42 €	59,2%
*Cours moyen pondéré 6 mois***		10,02 €		n.a.	n.a.
Référence aux engagements de cession à New GO		15,00 €		n.a.	n.a.
Méthodes secondaires :					
Méthode des comparables boursiers	14,65 €	n.a.	14,70 €	17,21 €	-12,8%
Référence aux objectifs de cours des analystes***	11,00 €	11,87 €	12,60 €	11,87 €	26,4%
Méthode des transactions comparables		16,02 €		n.a.	n.a.
Référence à l'actif net comptable		14,09 €		n.a.	n.a.

n.a. : non applicable
**6,22% du capital via la signature de contrats d'acquisition de blocs d'actions par New GO auprès d'investisseurs institutionnels (Sycomore, Amiral Gestion et deux autres sociétés de gestion) le 21 juillet 2020*
***calcul des cours moyen pondérés au 21/07/2020*
****retenue à titre principal par l'établissement présentateur*

Il est rappelé que le 22 juillet 2020, les Fondateurs et Montefiore Investment ont conclu un accord de négociations exclusives (ou Memorandum of Understanding) dont l'objet était principalement de décrire la structure de l'opération envisagée, la gouvernance envisagée de l'Initiateur et de la Société, et de déterminer les principaux termes et conditions de l'investissement dans New GO (société créée pour les besoins de l'opération) qui serait réalisé par les membres du Concert.

Un Protocole d'Investissement a été signé le 2 octobre 2020 entre les membres du Concert et Montefiore Investment, celui-ci étant relatif à l'acquisition envisagée, par l'intermédiaire de l'Initiateur (agissant au nom du Concert), de l'intégralité du capital social de la Société. L'Offre est consécutive à la mise en concert déclarée entre les membres du Concert résultant de la signature du Protocole d'Investissement.

Il est rappelé également que le 23 juillet 2020, New GO a procédé à l'acquisition de blocs d'actions de la Société en vertu de contrats d'acquisition conclus le 21 juillet 2020 auprès de certains investisseurs institutionnels portant sur un total de 502.698 actions représentant à cette date 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote de la Société, au prix de 15 € par action Groupe Open.

Dans ce contexte, New GO, qui détient 6,22% du capital et 4,65% des droits de vote de la Société à la date du présent rapport, dépose une Offre Publique d'Achat portant sur les actions Groupe Open émises, étant précisé que le Concert détient à ce jour 44,50% du capital et 56,74% des droits de vote de la Société, de telle sorte qu'il est d'ores et déjà acquis que le seuil de caducité prévu à l'article 231-9, I 1° du règlement général de l'AMF sera atteint à la clôture de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur (New GO) n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Il est précisé qu'à la Date de Réalisation, postérieure au règlement livraison de l'Offre réouverte, et sous réserve du Succès de l'Opération :

- une partie des titres de la Société détenus par les Fondateurs et les Holdings Fondateurs, soit 622.640 actions de la Société (7,7% du capital), ainsi que la totalité des actions de la Société qui seront détenues par les Membres du Groupe Familial Sadoun à la Date de Réalisation, soit 100.000 actions de la Société (1,2% du capital), seraient cédées en numéraire à New GO pour un prix égal au prix d'Offre (15,00 euros par action Groupe Open), soit au total 722.640 actions cédées représentant 8,9% du capital et 23,4% des actions détenues par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs ;
- le solde des titres de la Société détenus par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Sebag et Mamou-Mani, soit 2.370.408 actions de la Société, serait apporté en nature à New GO à une valeur égale au prix d'Offre (15,00 euros par action Groupe Open), représentant 29,3% du capital et 76,6% des actions détenues par les Fondateurs, les Holdings Fondateurs et les Membres des Groupes Familiaux Fondateurs ;
- conformément aux engagements pris dans le Protocole d'Investissement, l'ensemble des actions cédées et apportées susmentionnées ne seront donc pas apportés à l'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

L'Offre est facultative pour les actionnaires de Groupe Open. Elle permet aux actionnaires de Groupe Open qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Groupe Open fait ressortir des valeurs :

- de 15,00€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Groupe Open ;
- de 13,78€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 9,42€ (cours moyen 60 jours) à 9,88€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 10,68€ pour le cours spot au 21 juillet 2020, date précédant l'annonce de l'opération ;
- de 17,21€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- de 11,87€ pour la référence aux objectifs de cours des analystes (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 15,00€ par action dans le cadre de la présente Offre :

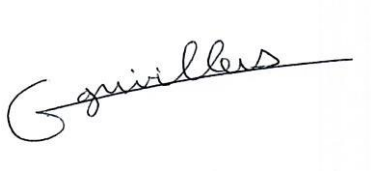
- ne présente ni prime ni décote sur le prix des transactions de référence intervenues récemment sur le capital de Groupe Open ;
- présente une prime de 8,9% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 40,4% (cours de clôture au 21 juillet 2020) à 59,2% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une décote de 12,8% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une prime de 26,4% sur la référence aux objectifs de cours des analystes (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire aux transactions de référence conclus le 21 juillet 2020 avec différents investisseurs institutionnels et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque mises en œuvre (méthode des flux de trésorerie actualisés) et sur la référence aux objectifs de cours. Le prix proposé présente toutefois une décote sur la valeur extériorisée par la méthode des comparables boursiers.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 15,00€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe Open.

Fait à Levallois-Perret, le 3 novembre 2020

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global



Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission du comité ad hoc

Projet Jeantet

Cabinet Crowe HAF
85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret

A l'attention de *Monsieur Olivier Grivillers*

Paris, le 7 septembre 2020

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat visant les actions Groupe Open (l' « **Offre** ») initiée par les fondateurs de Groupe Open, en association avec un fonds géré par Montefiore Investment, le Conseil d'administration de Groupe Open doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »).

A cette fin, le Conseil d'administration de Groupe Open a constitué un comité *ad hoc* avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant, de suivre ses travaux et de préparer un projet d'avis motivé (le « **Comité *ad hoc*** »).

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration de Groupe Open lors de sa réunion du 31 août 2020, sur la base d'un entretien et de votre proposition de service détaillée datée du 31 juillet 2020.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de Groupe Open vous a désigné le 31 août 2020 en qualité d'expert indépendant et m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de Groupe Open, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Groupe Open qui sera proposé aux actionnaires de Groupe Open et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

2) Calendrier de la mission

Le calendrier prévu de l'opération serait le suivant :

Date	Action
22 juillet 2020	Communiqué de presse relatif à l'annonce de l'opération
21 août 2020	Avis du comité social économique et central de Groupe Open
31 août 2020	Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'administration de Groupe Open sur recommandation du Comité *ad hoc*
8 septembre 2020	Réunion de lancement entre le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant
Semaines du 14 et du 21 septembre 2020	Réunions intermédiaires entre le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant
Semaine du 28 septembre 2020	Réunion de synthèse entre le Comité *ad hoc* et l'expert indépendant
29/30 septembre 2020	Remise par l'expert indépendant de son rapport
30 septembre 2020	Conseil d'administration de Groupe Open pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
30 septembre 2020	Dépôt du projet de note en réponse
27 octobre 2020	Déclaration de conformité de l'AMF
2 novembre 2020 au 7 décembre 2020	Ouverture de l'Offre + 25 jours de bourse

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

3) Cadre réglementaire de votre mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

4) Méthodologie envisagée

L'évaluation de Groupe Open sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

- *Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)*

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société (marchés, endettement...). La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs d'exploitation, les dettes financières nettes.

- *Analyse de sociétés cotées comparables*

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- *Comparaison avec des transactions récentes du secteur*

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net...) des sociétés cibles.

- *Analyse du cours de bourse*

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- *Analyse des notes d'analystes*

Une analyse des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence, le cas échéant, aux objectifs de cours des analystes.

- *Référence à la transaction récente sur le capital de la société*

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre, au prix d'acquisition des blocs d'actions auprès de certains investisseurs institutionnels concernant 502.698 actions représentant 6,22% du capital et 4,66% des droits de vote.

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

- *Référence aux accords conclus entre les fondateurs et actionnaires de référence de Groupe Open et Montefiore Investment*

Les accords conclus entre les fondateurs et actionnaires de référence de Groupe Open et Montefiore Investment seront analysés pour apprécier le prix d'offre.

Groupe Open s'engage à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de vos diligences.

5) Conflits d'intérêts

Nous avons compris qu'Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;

- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de Groupe Open au cours des dix-huit derniers mois ;

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

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

6) Approche de la mission

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. des entretiens avec le management de la société ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats) et des discussions avec le Comité *ad hoc* ;

2. l'analyse des documents financiers historiques au 31 décembre 2017, 2018 et 2019 ;

3. l'analyse des états financiers au 30 juin 2020 ;

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

4. l'analyse du plan d'affaires prévisionnel ;

5. l'analyse du cours de bourse de Groupe Open ;

6. l'analyse des notes des analystes suivant la valeur de Groupe Open ;

7. l'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées ;

8. l'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés ;

9. l'analyse des accords conclus (Memorandum of Understanding, protocole d'investissement, pacte d'associés, etc.) entre les fondateurs (actionnaires de référence de Groupe Open) et Montefiore Investment ;

10. l'analyse des contrats d'acquisition de blocs d'actions avec certains investisseurs institutionnels concernant 502.698 actions représentant 6,22% du capital et 4,66% des
droits de vote ;

11. la présentation des résultats de vos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à votre fourchette de valeurs ;

12. l'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur ;

13. l'analyse du projet de note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant) ;

14. la rédaction de votre rapport ;

15. la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec l'AMF ou les actionnaires minoritaires de Groupe Open.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées.

Frédéric SEBAG
Président du Conseil d'Administration

GROUPE OPEN
Carré Champerret | 28, rue Jacques Ibert | CS 10149 | 92309 Levallois-Perret cedex | France
Tél : +33 1 71 06 31 28 | contact@open-groupe.com | www.open.global
Société Anonyme | Capital de 1.349.893,34 Euros | RCS NANTERRE 348 975 087 | Siret 348 975 087 00050

© 2020 Crowe HAF - www.crowe-haf.fr

ANNEXE 2 – AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE

A l'attention du Président du Comité Social et Economique Central du Groupe OPEN

Avis du Comité Social et Economique Central du Groupe OPEN dans le cadre de l'information-consultation sur le projet d'Offre Publique d'Achat 2020

Le projet d'OPA présenté aux élus du CSEC lors de la réunion extraordinaire du 23 juillet 2020, consiste à offrir aux actionnaires du Groupe OPEN, par l'intermédiaire de New GO, l'opportunité de céder leurs actions au prix avantageux de 15€ par action, dans le but d'acquérir la majorité des droits de vote au sein du Groupe et ainsi d'en garder le contrôle.
Cette opération permettrait notamment une sortie partielle en capital pour les Fondateurs et un effet de levier substantiel à la fois pour les Fondateurs et pour le fonds d'investissement MONTEFIORE. Ce dernier financera l'opération en étant rémunéré à plus de 52% sous forme d'obligations convertibles.
L'opération ainsi montée permettrait également aux Fondateurs de limiter le risque d'être confrontés à une OPA hostile tout en posant les jalons d'un probable désengagement à plus ou moins court terme.

Cependant, même si les élus perçoivent l'intérêt de ce projet d'OPA pour les parties prenantes (Fondateurs, MONTEFIORE et Managers), les apports sociaux pour les salariés ne sont pas ou peu perceptibles et les modalités de l'opération ainsi que la stratégie de continuité envisagée génèrent inquiétudes et interrogations.

Tout d'abord, les élus du CSEC s'interrogent sur l'attachement du Groupe OPEN à une stratégie de croissance externe déjà éprouvée par le passé et ayant conduit à l'acquisition de structures non rentables qui pèsent encore aujourd'hui sur les résultats du Groupe.
Demain, l'acquisition des cibles identifiées dans le cadre de cette croissance externe sera financée en priorité par emprunts bancaires. Mais ces cibles ne dégageront pas de capacité d'autofinancement suffisante et récurrente pour rembourser un emprunt avant plusieurs années, contraignant ainsi le groupe OPEN à assumer leurs déficits futurs.
L'ambition de croissance de 10% par an, décrite comme une opportunité, apparaît de fait comme une contrainte au regard de la stratégie envisagée pour atteindre cet objectif. Les élus déplorent qu'une présentation plus détaillée de celle-ci ne leur ait été fournie. En cas d'atteinte de cet objectif de croissance, le Groupe OPEN réaliserait un chiffre d'affaires de 500 M€ sous 5 ans, soit un niveau de chiffre d'affaires déjà visé par le passé, mais jamais atteint. Rappelons à ce sujet que les Fondateurs n'ont plus souhaité présenter de plan stratégique depuis le dernier plan 2020 non atteint.

De plus, l'opération étant partiellement financée par emprunt, le Groupe OPEN devra supporter les contraintes liées à ce mode de financement, à savoir des frais financiers importants qui s'ajouteront aux frais induits par les emprunts contractés dans le cadre des investissements futurs (que ceux-ci permettent une croissance externe ou organique).

Les élus s'interrogent spécialement sur la rémunération particulièrement avantageuse des obligations convertibles (échéance à 10 ans avec remboursement in fine et un coupon de 8% capitalisable) qui permettront à MONTEFIORE de doubler leur capital en 10 ans.

Ces éléments sont de nature à peser de manière significative sur le compte de résultat, et donc sur les bénéfices du Groupe et la Participation des salariés, condamnant ainsi le résultat à être affecté au remboursement des emprunts.

Les élus notent que cet objectif de croissance externe et interne fixé en pleine période COVID par les actionnaires dans un moment de concurrence accrue sur son marché, présente un risque important.

Les élus regrettent également que les moyens envisagés pour atteindre l'objectif de croissance organique de 5% n'ait pas fait l'objet d'une attention particulière.
Le projet présenté ne fait aucunement mention des conséquences organisationnelles d'une telle ambition de croissance, en particulier sur la nécessaire évolution des effectifs, la volumétrie des compétences recherchées ou la réorientation des compétences disponibles en interne, les dispositifs de formation, ou encore la politique de fidélisation des collaborateurs, encore en retrait par rapport aux autres acteurs du secteur.
De la même manière que pour la croissance externe, les élus déplorent que la nature et la volumétrie des investissements nécessaires à la croissance organique de l'activité, ne leur soient pas présentées.

Enfin, dans ce projet largement favorable aux actionnaires et dirigeants, les élus ne peuvent se satisfaire d'hypothétiques opportunités de carrières ou perspectives d'évolution. Par conséquent, et afin de faire converger les intérêts des salariés et des dirigeants/actionnaires, les élus attendent des contreparties à la hauteur de leur engagement, notamment un accord d'intéressement, un accord GPEC ambitieux, des formations permettant l'acquisition de compétences en essor, et un juste partage de la valeur ajoutée à travers une politique de rémunération motivante. Ces engagements poseraient ainsi les bases d'une nouvelle politique de fidélisation des salariés jusqu'alors défaillante.

Cette déclaration vaut avis du Comité Social et Economique Central sur le projet d'Offre Publique d'Achat dont le Groupe OPEN fait l'objet.

Le 21 Août 2020
Florence Bannier-Colignon
Secrétaire CSEC OPEN