

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



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

New GO



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** ») en date du 29 mars 2022, apposé le visa n° 22-073 en date du 29 mars 2022 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Cette 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.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport (complété d'un addendum) du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en 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.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
1.2.1.	Présentation de l'Initiateur	5
1.2.2.	Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société.....	6
1.2.3.	Motifs de l'Offre	8
1.3.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	8
1.3.1.	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	8
1.3.2.	Principales autres caractéristiques de l'Offre.....	9
1.3.3.	Procédure de présentation des actions à l'Offre.....	9
1.3.4.	Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre.....	10
1.3.5.	Calendrier indicatif de l'Offre.....	10
1.3.6.	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 DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	13
2.3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	14
3.	INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE.....	19
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	19
5.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	20
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	20
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	20
7.1.	CONVENTION DE PRET	20
7.2.	PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT.....	21
7.3.	PACTE D'ASSOCIES RELATIF A L'INITIATEUR	23
8.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	26
8.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	26
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.....	26
8.3.	RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE	27
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	28
8.5.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSON OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE	28
8.6.	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	28
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	28
8.8.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS.....	29
8.8.1.	Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration	29
8.8.2.	Modification des statuts.....	29
8.9.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	29
8.10.	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	33
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.....	33
8.12. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MIS EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE.....	33
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	33
10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	33
ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	34

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 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF, New GO, société par actions simplifiée de droit français ayant un capital social de 43.914.071 euros, dont le siège social est sis au 24-32 rue Jacques Ibert, 92300 Levallois-Perret, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 885 055 608 (« **New GO** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée à offrir 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 mnémorique OPN (« **Groupe Open** » ou la « **Société** »), d'acquérir l'intégralité de leurs actions de la Société au prix de 33,50 euros par action (le « **Prix d'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur a conclu, le 7 janvier 2022, (i) un contrat d'acquisition avec Amiral Gestion portant sur l'acquisition d'un bloc composé de 882.176 actions de la Société au Prix de l'Offre, représentant 10,92% du capital et 10,83% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) un contrat d'acquisition avec Sycomore Asset Management portant sur l'acquisition d'un bloc composé de 324.424 actions de la Société au Prix de l'Offre, représentant 4,02% du capital et 3,98% des droits de vote théoriques de la Société.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré avoir acquis sur le marché réglementé d'Euronext Paris, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, les actions ci-dessous au prix de 33,50 euros par action :

- 19.097 actions le 2 février 2022 ;
- 91.901 actions le 3 février 2022 ;
- 25.886 actions le 4 février 2022 ;
- 7.613 actions le 7 février 2022 ;
- 396 actions le 8 février 2022 ;
- 449 actions le 9 février 2022 ;
- 9.327 actions le 10 février 2022 ;
- 14.303 actions le 11 février 2022 ;
- 22.886 actions le 14 février 2022 ;
- 1.409 actions le 15 février 2022 ;
- 5.275 actions le 16 février 2022 ;
- 16 actions le 17 février 2022 ;
- 10.085 actions le 18 février 2022 ;
- 3.459 actions le 21 février 2022 ;
- 200 actions le 22 février 2022 ;
- 1.701 actions le 23 février 2022 ;
- 41.546 actions le 24 février 2022 ;
- 510 actions le 25 février 2022 ;
- 10.986 actions le 28 février 2022 ;
- 11.166 actions le 1^{er} mars 2022 ;
- 11.093 actions le 2 mars 2022 ; et
- 9.395 actions le 3 mars 2022.

En tenant compte de ces acquisitions, et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse, 7.363.676 actions Groupe Open représentant 91,14% du capital et

90,56% des droits de vote théoriques de la Société¹.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par ODDO BHF SCA (l'« **Établissement Présentateur** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions Groupe Open non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises à la date de la Note en Réponse (à la connaissance de la Société, un nombre de 716.147 actions Groupe Open), à l'exclusion des 19.222 actions Groupe Open auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre total de 696.925 actions de la Société.

Le Prix d'Offre est de 33,50 euros par action Groupe Open. Il est précisé qu'au cours des douze derniers mois, à la connaissance de la Société, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'actions de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre.

L'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société constituée spécialement dans le cadre de l'offre publique d'acquisition qui a été déposée par New GO sur Groupe Open le 6 octobre 2020 (l'« **OPA Initiale** »). Elle est contrôlée par un concert majoritaire composé des « dirigeants fondateurs » de Groupe Open et de la société Montefiore Investment V S.L.P. Les « dirigeants fondateurs » étant prépondérants au sein du concert et désignant Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto, ainsi que leur holding personnelle et les membres de leur famille respectifs (à l'exception de la société Avya Partners, Monsieur Gary Sadoun et Monsieur Michaël Sadoun).

Pour mémoire, le capital de l'Initiateur était initialement détenu, à la date de dépôt de l'OPA Initiale, par Montefiore Investment V S.L.P, une société de libre partenariat, dont le siège est situé 28, rue Bayard, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 881 387 583 (« **Montefiore** »).

Dans le cadre de l'OPA Initiale, et conformément à ce qui est décrit dans la note d'information établie par New GO visée par l'AMF le 10 novembre 2020 sous le numéro 20-545 (la « **Note d'Information OPA** »), la détention du capital de l'Initiateur a évolué :

- i) à raison des actions Groupe Open transférées à l'Initiateur par voie d'apport en nature par (x) Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto (ensemble les « **Fondateurs** »), (y) SC Double Impact Investissement et Gadax Conseil et (z) Madame Léa Sebag, Madame Allison Sebag, Monsieur Zacharie Sebag, et Monsieur Axel Mamou-Mani (les « **Membres des Groupes Familiaux** »),
- ii) à raison des actions émises au profit de Montefiore par compensation avec les avances en compte courant conformément à ce qui est décrit dans la section 1.3.1 de la Note d'Information OPA, et
- iii) à raison des actions émises au profit de la société D&A (« **D&A** ») en rémunération d'un apport en numéraire conformément à ce qui est décrit dans la section 1.3.1 de la Note d'Information OPA.

¹ Sur la base d'un nombre total de 8.079.823 actions et de 8.131.421 droits de vote théoriques de la Société, au 28 février 2022. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

Enfin, la société TeamGO, société par actions simplifiée dont le siège social est sis au 24-32 rue Jacques Ibert, 92300 Levallois-Perret, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 893 671 438 (« **TeamGo** »), a également souscrit à des actions de préférence émises par l'Initiateur dans le cadre des opérations d'investissement de certains dirigeants et salariés clés, conformément à ce qui est décrit dans la section 1.3.1 de la Note d'Information OPA.

Le 30 mars 2021, D&A a cédé la totalité de ses titres de New GO à la société D&A Corporate Finance (891 441 958 RCS Nanterre) (« **D&A Corporate Finance** »).

À la suite de ces opérations, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, le capital et les droits de vote de l'Initiateur sont répartis comme suit :

Actionnaires	Actions ordinaires	ADP B	ADP C	ADP A	% du capital	% des droits de vote
Montefiore	20.966.848				47,75%	32,76%
Groupe Sebag		12.842.896		40.500	29,34%	40,20%
Laurent Sadoun		5.194.294			11,83%	16,23%
Groupe Mamou-Mani		995.867		107.970	2,51%	3,28%
Valérie Benvenuto		1.063.264		188.955	2,85%	3,62%
TeamGO			1.826.076	337.401	4,93%	3,38%
D&A Corporate Finance	350.000				0,80%	0,55%
Total	21.316.848	20.096.321	1.826.076	674.826	100%	100%

1.2.2 Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société

L'OPA Initiale

Le 6 octobre 2020, l'Initiateur, agissant de concert avec Montefiore, 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 (le « **Concert** »), a déposé un projet d'offre publique d'achat libellé à un prix de 15 euros par action de la Société, ladite offre faisant suite à la conclusion d'un protocole d'investissement le 2 octobre 2020 (le « **Protocole d'Investissement 2020** ») et dont les principaux termes sont décrits à la section 1.3.1 de la Note d'Information OPA.

L'OPA Initiale a fait l'objet d'une note d'information de l'Initiateur et d'une note en réponse de la Société visées par l'AMF le 10 novembre 2020 respectivement sous les numéros 20-545 et 20-546 (en application de la décision de conformité AMF n° 220C4921). Elle a été ouverte du 13 novembre 2020 au 17 décembre 2020 inclus. À la clôture de l'OPA, l'Initiateur détenait, de concert, 71,71% du capital et 77,08% des droits de vote de la Société.

L'OPA Initiale a ensuite été réouverte du 29 décembre 2020 au 13 janvier 2021 inclus, réouverture à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait, de concert, 72,20% du capital et 78,03% des droits de vote de la Société.

Acquisition d'actions postérieurement à l'OPA Initiale

Depuis la date de clôture de la réouverture de l'OPA Initiale, à la connaissance de la Société, l'Initiateur a acquis :

- le 15 janvier 2021, 25.000 actions Groupe Open sur le marché au prix de 15 euros par action ;
- le 24 février 2021, 722.640 actions Groupe Open auprès de Monsieur Frédéric Sebag, SC Double Impact Investissement, Monsieur Laurent Sadoun, Avya Partners, Monsieur Gary Sadoun, Monsieur Michael Sadoun et Monsieur Guy Mamou-Mani au prix de 15 euros par action ;
- le 24 février 2021, 2.370.408 actions Groupe Open suite aux apports en nature réalisés par les personnes visées au point i) de la section 1.2.1 de la Note en Réponse ;
- le 12 janvier 2022, 882.176 actions Groupe Open hors marché auprès d'Amiral Gestion au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition du Bloc Amiral** ») ;
- le 12 janvier 2022, 324.424 actions Groupe Open hors marché auprès de Sycomore Asset Management au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition du Bloc Sycomore** ») ;
- le 2 février 2022, 19.097 actions Groupe Open sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 3 février 2022, 91.901 actions Groupe Open sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 4 février 2022, 25.886 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 7 février 2022, 7.613 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 8 février 2022, 396 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 9 février 2022, 449 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 10 février 2022, 9.327 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 11 février 2022, 14.303 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 14 février 2022, 22.886 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 15 février 2022, 1.409 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 16 février 2022, 5.275 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 17 février 2022, 16 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 18 février 2022, 10.085 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 21 février 2022, 3.459 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 22 février 2022, 200 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 23 février 2022, 1.701 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 24 février 2022, 41.546 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 25 février 2022, 510 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 28 février 2022, 10.986 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 1^{er} mars 2022, 11.166 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ;
- le 2 mars 2022, 11.093 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action ; et

- le 3 mars 2022, 9.395 actions sur le marché au prix de 33,50 euros par action.

À l'issue de ces acquisitions, et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse, 7.363.676 actions Groupe Open représentant 91,14% du capital et 90,56% des droits de vote théoriques de la Société².

Au titre du contrat d'acquisition relatif à l'Acquisition du Bloc Amiral, Amiral Gestion est 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 33,50 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 Amiral (ii) multiplié par le nombre d'actions objet de l'Acquisition du Bloc Amiral, avant le 30 juin 2022.

Il n'existe aucun mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre de l'Acquisition du Bloc Sycomore.

1.2.3. Motifs de l'Offre

L'Offre est présentée volontairement et sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est motivée (i) par la volonté de la Société de ne plus faire appel au marché pour se financer, (ii) par la volonté de l'Initiateur de proposer aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité totale et (iii) par la volonté de l'Initiateur d'alléger les contraintes réglementaires et de coûts induites par la cotation de la Société.

Le conseil d'administration de la Société a constitué, le 12 janvier 2022, un comité *ad hoc*, composé de trois administrateurs, à savoir Madame Valérie Benvenuto et deux administrateurs indépendants, Madame Jessica Ifker Delpirou (désignée en qualité de présidente dudit comité) et Monsieur Dominique Malige. Ce comité est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au conseil d'administration de la Société concernant l'Offre. Sur recommandation du comité *ad hoc*, le conseil d'administration a nommé, le 19 janvier 2022, le cabinet BM&A (représenté par Monsieur Pierre Béal) en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

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

L'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse, 7.363.676 actions Groupe Open représentant 91,14% du capital et 90,56% des droits de vote théoriques de la Société³.

L'Offre porte sur la totalité des actions Groupe Open non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises à la date de la Note en Réponse (à savoir un nombre de 716.147 actions Groupe Open), étant toutefois précisé que les 19.222 actions Groupe Open auto-détenues par

² Sur la base d'un nombre total de 8.079.823 actions et de 8.131.421 droits de vote théoriques de la Société, au 28 février 2022. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

³ Sur la base d'un nombre total de 8.079.823 actions et de 8.131.421 droits de vote théoriques de la Société, au 28 février 2022. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

la Société ne sont pas visées par l'Offre.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre total de 696.925 actions de la Société.

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

1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre

Conformément à l'article 233-1, 1° du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réalisée suivant la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Groupe Open les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre, au prix de 33,50 euros par action, pendant une période de 10 jours de négociation.

L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

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 réglementaires 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.

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat de l'Offre.

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

Les actionnaires qui souhaitent apporter leurs actions Groupe Open à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions Groupe Open un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre des actions Groupe Open, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre selon les modalités décrites aux sections ci-dessous.

Les actions de la Société détenues au nominatif devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre qui sera réalisée par achats sur le marché Euronext Paris.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions Groupe Open à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

ODDO BHF SCA, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des actions Groupe Open qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

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

À compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, 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, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant au maximum à 30% des actions existantes visées par le projet d'Offre au Prix de l'Offre. De telles acquisitions seront déclarées à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.3.5. 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 :

2 février 2022	<ul style="list-style-type: none"> - 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'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites 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.
2 mars 2022	<ul style="list-style-type: none"> - 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 les sites 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.
29 mars 2022	<ul style="list-style-type: none"> - 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 aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la note d'information de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société 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.

30 mars 2022	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatif 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 les sites Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatif 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.
31 mars 2022	Ouverture de l'Offre.
13 avril 2022	Clôture de l'Offre.
14 avril 2022	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
21 avril 2022	Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des actions Groupe Open d'Euronext Paris.

1.3.6. Restriction concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La Note en Réponse n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Les actionnaires de Groupe Open en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la Note en Réponse peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la Note en Réponse doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question. La Société rejette toute responsabilité en cas de violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables. La Note en Réponse ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, enregistrement ou visa en dehors de France. La Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone ou courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire de la Note en Réponse, aucun autre document lié à la Note en Réponse ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'est pas une « US Person » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie de la Note en Réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses actions et (v) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de l'Initiateur, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion). En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que 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 ;
- New GO SAS, administratrice (représentée par Monsieur Daniel Elalouf) ;
- Madame Jessica Ifker-Delpirou, administratrice indépendante ;
- Monsieur Dominique Malige, administrateur indépendant ;
- Madame Michèle Benzeno, administratrice indépendante ;
- Madame Souad Hibatallah, administratrice représentant les salariés.

A la date de la Note en réponse, la direction générale de la Société est composée comme suit :

- Monsieur Frédéric Sebag, directeur général ;
- Monsieur Guy Mamou-Mani, directeur général délégué.

2.2. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de Groupe Open, réuni le 12 janvier 2022, a accueilli favorablement le principe de l'Offre.

Conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Groupe Open a décidé, le 12 janvier 2022, 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 ensuite réuni le 19 janvier 2022 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, 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° et II 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 1^{er} mars 2022, 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'Initiateur, représenté par Monsieur Daniel Elalouf, s'est également abstenu de participer au débat et a suivi la position dégagée et recommandée par le Comité *ad hoc*.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 1^{er} mars 2022 est reproduit *in extenso* 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 (l'« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition simplifiée (l'« Offre »), visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 33,50 euros par action, initié par New GO (ou l'« Initiateur »).

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Le projet d'Offre de New GO a été présenté au Conseil d'administration de la Société, réuni le 12 janvier 2022, qui a accueilli favorablement le principe de l'Offre.

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, le 12 janvier 2022, 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 19 janvier 2022 et a décidé de désigner, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, 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° et II du règlement général de l'AMF.

Il est également rappelé que l'Offre est motivée (i) par la volonté de Groupe Open de ne plus faire appel au marché pour se financer, (ii) par la volonté de New GO de proposer aux actionnaires minoritaires de Groupe Open de bénéficier d'une liquidité totale et (iii) par la volonté de New GO d'alléger les contraintes réglementaires et de coûts induites par la cotation de Groupe Open.

L'Initiateur a également indiqué son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre si les conditions sont réunies.

En outre, New GO a l'intention de procéder à une réorganisation de ses instruments financiers et notamment au rachat auprès des « dirigeants fondateurs » d'une partie de leurs intérêts économiques au sein de New GO

à des conditions équivalentes au prix de l'Offre, tel qu'envisagé dans la documentation contractuelle signée en 2020 et décrite dans la note d'information visée par l'AMF le 10 novembre 2020 sous le numéro 20-545 et dans la section 1.4 du projet de note d'information déposé le 2 février 2022 par l'Initiateur, qui conférerait alors à Montefiore Investment V S.L.P la prédominance au sein du concert constitué par Montefiore Investment V S.L.P et les « dirigeants fondateurs » au niveau de New GO. Le changement de contrôle, qui se traduirait par le franchissement de seuil indirect de 30% du capital et des droits de vote par Montefiore Investment V S.L.P dans Groupe Open, donnera lieu à une information-consultation des instances représentatives du personnel de Groupe Open, à une notification de l'Autorité de la concurrence et à la finalisation des accords entre actionnaires. En tout état de cause, l'Offre annoncée sera libellée à des conditions qui seront cohérentes avec celles de l'offre publique qui résulterait de ce franchissement de seuils. Le dépôt de l'Offre suggère la finalisation du contrat de financement d'un montant en principal de 120 millions d'euros. Ce montant financera notamment l'Offre ainsi que les opérations de réorganisation du capital de New GO susvisées. L'Offre ne sera soumise à aucune autorisation réglementaire autre que l'examen par l'AMF de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

Monsieur Frédéric Sebag, Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto (les « **Fondateurs** ») indiquent ensuite que compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent au regard de leur participation au capital de l'Initiateur, 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*. L'Initiateur, représenté par Monsieur Daniel Elalouf, s'abstiendra également de participer au débat et suivra 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 déposé auprès de l'AMF le 2 février 2022, 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, ODDO BHF SCA ;
- l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 33,50 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 le 2 mars 2022, lequel reste à être complété du rapport du cabinet BM&A et de l'avis motivé du Conseil d'administration.

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 19 janvier 2022, sur recommandation du Comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1-I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières 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 BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Groupe Open auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 33,5 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Open		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Méthodes/Référence					
Cours de bourse	36 mois	6,6	14,2	28,8	135,2 %
	24 mois	6,6	13,3	28,8	151,5 %
	12 mois	14,1	18,6	28,8	80,0 %
	6 mois	16,9	23,2	28,8	44,6 %
	3 mois	19,6	24,8	28,8	35,0 %
	20 jours	25,0	26,9	28,8	24,6 %
	Spot	27,2	27,7	28,3	21,1 %
DCF		25,0	27,6	30,3	21,3 %
Multiples boursiers	moyens	28,9	29,1	29,4	15,0 %
	médians	27,7	27,8	28,0	20,3 %
	régressés	22,6	26,7	31,0	25,7 %
Transactions comparables		24,2	28,8	34,2	16,3 %
Objectifs de cours			25,0		34,0 %
Transactions sur le capital	07/01/2022 OPA		33,5		-
	(07/20)		15,0		123,3 %
ANC	31-déc.-21		15,7		114,0 %

Nous avons tout d'abord analysé les accords conclus à l'occasion de la présente Offre ainsi que les conditions de cession à l'Initiateur des OC Fondateurs émises par New GO. Nous avons relevé un raccourcissement du délai permettant la conversion de ces titres hybrides en ADP B New GO. Cependant, cette accélération du délai de conversion ne nous paraît pas de nature à remettre en cause le principe de traitement équitable des actionnaires car le prix de cession des OC Fondateurs reflète le prix d'Offre de 33,50 € et a un impact théorique négligeable sur leur valeur.

Ensuite, afin d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix d'Offre, nous avons mis en œuvre quatre approches retenues à titre principal : le cours de bourse de la Société, la méthode DCF, la méthode des comparables boursiers et les transactions récentes sur le capital de la Société. A l'exception de cette dernière référence, nous relevons que les valeurs centrales issues de ces approches convergent et ressortent dans une fourchette restreinte.

La référence au cours de bourse de la Société à la date précédant l'annonce de l'Offre conduit à une valeur de l'action Groupe Open comprise entre 24,81 € (moyenne 3 mois des cours pondérés par les volumes) et 26,88 € (20 jours), le prix d'Offre extériorisant aux bornes de cette fourchette une prime comprise entre 25 % et 35 %. L'approche par actualisation des flux de trésorerie conduit à des valeurs comprises entre 25,04 € et 30,34 €, pour une valeur centrale de 27,62 € sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 21 %.

Nous avons également développé l'approche des comparables boursiers. Cette méthode qui s'appuie sur un échantillon d'entreprises de services du numérique actives dans le conseil, en France, a été appliquée en retenant les multiples médians, moyens et régressés. Elle conduit à une fourchette de valeurs centrales comprises entre 26,66 € et 29,14 €, sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 15 % et 26 %.

Enfin, nous avons retenu la référence aux contrats d'acquisition par l'Initiateur auprès de deux actionnaires, d'actions Groupe Open représentant environ 15 % du capital soit plus de la moitié du flottant pré Offre et réalisés à un prix égal à celui de l'Offre soit 33,50 €.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 33,50 € par action Groupe Open proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en

œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

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 réglementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces trois experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leurs références récentes auprès de sociétés du secteur du numérique, 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 BM&A, notamment du fait de ses références dans des opérations d'offres publiques récentes dans le secteur numérique.

Le cabinet BM&A 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 19 janvier 2022 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant.

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

- Le 15 février 2022, le Comité *ad hoc* a tenu sa première réunion par visioconférence avec l'expert indépendant. Le cabinet BM&A était représenté par Monsieur Pierre Béal. 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 ;
- Le 18 février 2022, 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 mars 2022, 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 au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du Conseil d'administration

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

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

- l'Offre vise notamment à accélérer la transformation de Groupe Open et à renforcer le groupe dans sa dynamique de croissance, en lui permettant de disposer des moyens pour financer les investissements nécessaires à cette transformation, ainsi qu'à alléger les coûts et contraintes induites par la cotation. Ces moyens financiers devraient permettre à Groupe Open de financer des acquisitions, qui pourraient dans un premier temps être dilutives, avec un objectif de création de valeur dans un horizon de 4 à 5 ans ;
- 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 33,50 euros par action extériorise une prime de :
 - +20,9% par rapport au cours de clôture de l'action Groupe Open au 7 janvier 2022 ;
 - +24,6% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 20 derniers jours de négociation ;
 - +33,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 60 derniers jours de négociation ;
 - +43,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 120 derniers jours de négociation ;
 - +57,4% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur les 180 derniers jours de négociation ;
 - +123,3% par rapport au prix de la précédente offre publique (15 € par action).
- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 33,50 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 proposées 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 indique que « *dans le cadre de documentation de financement relative à l'Unitrache, l'Initiateur s'est engagé à adopter et à ce que que les autres membres du groupe (en ce compris la Société) adoptent, dans les limites fixées par la réglementation en vigueur, une politique de distribution de dividendes (en ce compris les réserves) cohérente avec les contraintes de paiement des intérêts et d'amortissement prévues au titre de la documentation 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. Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société* ».

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

Les administrateurs indiquent, à l'unanimité, ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent le cas échéant, étant précisé que dans la mesure où l'Initiateur a d'ores et déjà franchi les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société avant l'ouverture de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire de la cotation sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre, de sorte que les administrateurs devront en tout état de cause céder le solde des actions Groupe Open qu'ils détiennent dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire.

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 ODDO BHF SCA, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité *ad hoc* et (v) 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 dérogée et recommandée par le Comité *ad hoc*, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité *ad hoc*, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires minoritaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- de ne pas apporter à l'Offre les 19.222 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. INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE CENTRAL DE LA SOCIETE

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

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

Les administrateurs ont indiqué, à l'unanimité, ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent le cas échéant, étant précisé que dans la mesure où l'Initiateur a d'ores et déjà franchi les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société avant l'ouverture de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire de la cotation sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre, de sorte que les administrateurs devront en tout état de cause céder le solde des actions Groupe Open qu'ils détiennent dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire.

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

A la date de la présente Note en Réponse, 19.222 actions sont auto-détenues par la Société, étant précisé que le contrat de liquidité conclu avec la société Crédit Industriel et Commercial a été résilié au cours du 1^{er} semestre 2021.

Le Conseil d'administration de la Société réuni en date du 1^{er} mars 2022 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 19 janvier 2022, 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^o, 2^o et 4^o et II du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant en charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 1^{er} mars 2022 et complété d'un addendum en date du 21 mars 2022, est reproduit dans son intégralité en Annexe, 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.

7.1 Convention de prêt

Montefiore et New GO ont conclu le 10 janvier 2022 une convention de prêt d'un montant de 50.773.901 euros, afin de financer le prix d'Acquisition du Bloc Amiral ainsi que celui d'Acquisition du Bloc Sycomore à hauteur d'un montant global de 40.421.100 euros, et une partie du prix d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre à hauteur de 10.352.801 euros (globalement l'« **Avance en Compte Courant** »). Le solde du prix d'acquisition des actions de la Société apportées à l'Offre est financé conformément à la section 2.7.1 de la note d'information de l'Initiateur.

Il est prévu que l'Avance en Compte Courant soit remboursée à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous en section 7.2 de la Note en Réponse), comme suit :

- une partie de l'Avance en Compte Courant égale au montant de la Première Tranche, par le biais du tirage par New GO de l'Unitranche (telles que définies ci-dessous) ;
- une partie de l'Avance en Compte Courant égale au montant de la Seconde Tranche, fera l'objet d'une compensation de créance à la Date de Réalisation dans le cadre de l'Augmentation de Capital n°2 et de l'Emission d'OC T1 n°2 (telles que définies ci-dessous),

étant précisé que :

- la « **Première Tranche** » désigne le montant égal à la différence calculée à la Date de Réalisation entre (i) le montant en principal et intérêts de l'Avance en Compte Courant et (ii) le montant de la Seconde Tranche ; et
- la « **Seconde Tranche** » désigne le montant égal à la différence calculée à la Date de Réalisation entre (i) la somme (a) du montant du prix d'acquisition des actions de la Société qui seront apportées

à l'Offre, du prix d'Acquisition du Bloc Amiral et du prix d'Acquisition du Bloc Sycomore, (b) du prix de Rachat des OC Fondateurs, (c) du prix de Rachat des OC T2, (d) du montant en principal et en intérêts de la dette existante de la Société refinancée à la Date de Réalisation autrement que par la trésorerie du Groupe et (e) des frais liés à l'Offre et aux Opérations Connexes pris en charge par New GO, d'une part, et (ii) la somme (x) du montant de l'Unitranche tiré à la Date de Réalisation et (y) du montant total de la souscription par Montefiore à l'Augmentation de Capital n°1 et à l'Emission d'OC T1 n°1.

7.2 Protocole d'investissement

À l'issue du processus d'information-consultation du comité social et économique central de Groupe Open requis au titre du changement de prédominance au profit de Montefiore devant intervenir à la Date de Réalisation (telle que définie ci-dessous), et non au titre de l'Offre, un protocole d'investissement a été signé, le 15 mars 2022, entre Montefiore, les Fondateurs, SC Double Impact Investissement et Gadax Conseil, les Membres des Groupes Familiaux, D&A Corporate Finance et TeamGO (le « **Protocole d'Investissement** »)⁴.

Il est précisé qu'un contrat de prise ferme a été conclu le 1^{er} février 2022 entre notamment (i) l'Initiateur en qualité d'émetteur et (ii) Idinvest Debt S.à. r.l. - EPD VI – Senior Secured Compartment, Idinvest Debt S.à. r.l. - Unlevered Compartment et FCPR Idinvest Private Value Europe 3 en qualité de souscripteurs initiaux relatif à un programme d'émissions d'obligations à bons de souscription d'actions pour un montant total maximal de 140 millions d'euros (le « **Contrat de Prise Ferme** »), qui permettra de (x) refinancer partiellement le financement à court terme de l'Offre décrit à la section 2.7.2 de la note d'information de l'Initiateur, (y) financer les Opérations Connexes et (z) refinancer tout ou partie de la dette existante de Groupe Open (l'« **Unitranche** »).

Le Contrat de Prise Ferme prévoit l'émission par l'Initiateur, à la Date de Réalisation, d'un maximum de 120 millions d'obligations à bons de souscription d'actions pour un montant nominal total maximum de 120 millions d'euros, portant intérêts à un taux d'intérêt maximal égal à l'EURIBOR de la période d'intérêt applicable + 7,25% (tel que cette marge pourra être ajustée dans les conditions prévues dans le Contrat de Prise Ferme et étant précisé que l'Initiateur dispose d'une faculté de capitalisation de tout ou partie desdits intérêts) et amortissables in fine à la septième date anniversaire de la Date de Réalisation. Le Contrat de Prise Ferme prévoit également la possibilité pour l'Initiateur de procéder à des émissions ultérieures d'obligations à bons de souscription d'actions pour un montant nominal total maximum de 20 millions d'euros, soumises aux mêmes conditions que l'émission susvisée. L'ensemble des bons de souscription d'actions attachés aux obligations à bons de souscription d'actions (un bon de souscription d'action étant attaché à chaque obligation) donnera droit à la souscription d'une seule action ordinaire nouvelle de l'Initiateur d'une valeur nominale d'un euro, étant précisé que les bons de souscription d'actions ne pourront être exercés qu'en une seule fois et pour tous les bons de souscription d'actions ensemble à la plus proche des dates suivantes : (i) en cas de changement de contrôle de l'Initiateur ou (ii) dans les six mois suivant la date d'échéance finale des obligations à bons de souscription.

Aux termes du Protocole d'Investissement, il est prévu la réalisation des « Opérations Connexes » suivantes à la Date de Réalisation, devant intervenir postérieurement au retrait obligatoire :

A. L'exercice par Montefiore de 5.729.802 BSA

Le 24 février 2021, Montefiore a souscrit à 8.594.704 bons de souscription d'actions ordinaires émis par New GO (les « **BSA** ») conformément aux stipulations du Protocole d'Investissement 2020.

Les termes et conditions des BSA prévoient que chaque BSA donne le droit de souscrire à une action ordinaire émise par New GO, d'une valeur nominale d'un euro émise au pair, sous réserve de financer exclusivement l'acquisition par New GO de titres de Groupe Open. Concomitamment à l'exercice des BSA, le titulaire des BSA devra souscrire à des obligations de catégorie 1 convertibles en actions de

⁴ Préalablement à la signature du Protocole d'Investissement, un Memorandum of understanding a été signé le 1^{er} février 2022 dans l'attente de la satisfaction du processus d'information-consultation requis au titre du changement de prédominance au profit de Montefiore devant intervenir à la Date de Réalisation et non au titre de l'Offre.

préférence de catégorie D (les « **OC T1** »)⁵ de telle sorte qu'il souscrive à concurrence de 49,27% à des actions ordinaires de New GO résultant de l'exercice des BSA et à concurrence de 50,73% à des OC T1.

Il est prévu que Montefiore exerce 5.729.802 BSA et renonce au solde, soit 2.864.902 BSA qui seront caducs.

A la suite de l'exercice des 5.729.802 BSA, Montefiore souscrira à :

- 5.729.802 actions ordinaires dans le cadre d'une augmentation de capital par New GO d'un montant de 5.729.802 euros, par émission de 5.729.802 actions ordinaires d'une valeur nominale d'un euro chacune (l'« **Augmentation de Capital n°1** ») ; et
- 5.892.514 OC T1 dans le cadre de l'émission d'un emprunt obligataire par New GO pour un montant en principal de 5.892.514 euros, par émission d'un nombre de 5.892.514 OC T1 (l'« **Emission d'OC T1 n°1** »).

Montefiore libérera le montant total de sa souscription à l'Augmentation de Capital n°1 et à l'Emission d'OC T1 n°1 par compensation d'une partie de sa créance au titre du Rachat des OC T2 (tel que ce terme est défini ci-dessous).

Montefiore procédera également à la souscription d'actions ordinaires et d'OC T1 à émettre par New GO dans le cadre :

- d'une augmentation de capital par émission d'actions ordinaires d'un montant maximum total (prime d'émission incluse) égal à 50% du montant de la Seconde Tranche (l'« **Augmentation de Capital n°2** ») ; et
- d'un emprunt obligataire par émission d'OC T1 pour un montant en principal maximum égal à 50% du montant de la Seconde Tranche (l'« **Emission d'OC T1 n°2** »).

Montefiore libérera le montant total de sa souscription à l'Augmentation de Capital n°2 et à l'Emission d'OC T1 n°2 par compensation d'une partie de sa créance au titre de l'Avance en Compte Courant.

B. Rachat des OC Fondateurs

Le 24 février 2021, les Fondateurs, SC Double Impact Investissement, Gadax Conseil et les Membres des Groupes Familiaux ont souscrit à 14.720.445 obligations convertibles en actions de préférence de catégorie B émises par New GO (les « **OC Fondateurs** »)⁶ conformément aux stipulations du Protocole d'Investissement 2020.

Postérieurement à l'Offre, il est prévu que New GO procède au rachat de l'ensemble des OC Fondateurs en vue de leur annulation (« **Rachat des OC Fondateurs** ») pour un prix total (intérêts compris) de 41.491.070,27 euros⁷, étant précisé que ce montant a été déterminé en prenant pour hypothèse une Date de Réalisation au 15 avril 2022 et un prix d'Offre à 33,50 euros. A cet égard, le prix définitif de Rachat des OC Fondateurs (i) sera augmenté du montant des intérêts courus entre le 15 avril 2022 et la Date de Réalisation déterminée conformément au Protocole d'Investissement et (ii) ajusté, le cas échéant, pour tenir compte de tout rehaussement du prix de l'Offre.

Le Rachat des OC Fondateurs entraînera la disparition des droits de vote double attachés aux actions de préférence de catégorie B⁸.

Le Rachat des OC Fondateurs sera financé par l'Unitranche.

⁵ Les termes et conditions des OC T1 et des actions de préférence de catégorie D sont décrits à la section 1.3.1 de la Note d'information OPA.

⁶ Les termes et conditions des OC Fondateurs et des actions de préférence de catégorie B sont décrits à la section 1.3.1 de la Note d'information OPA.

⁷ Le prix de rachat des OC Fondateurs a été déterminé par transparence sur la base du Prix de l'Offre.

⁸ Les actions de préférence de catégorie B sont détenues par les Fondateurs (à l'exception de Monsieur Guy Mamou-Mani), SC Double Impact Investissement et Gadax Conseil.

C. Rachat des OC T2

Le 24 février 2021, Montefiore a souscrit à 10.839.600 obligations de catégorie 2 convertibles en actions de préférence de catégorie D émises par New GO (les « **OC T2** »)⁹ conformément aux stipulations du Protocole d'Investissement 2020.

Il est prévu que New GO procède au rachat de l'ensemble des OC T2 en vue de leur annulation (« **Rachat des OC T2** ») pour un prix égal au montant principal des OC T2 augmenté des intérêts capitalisés et des intérêts courus et non capitalisés au titre des OC T2 en circulation à la Date de Réalisation¹⁰.

Le prix de Rachat des OC T2 sera décomposé en :

- (i) une créance d'un montant de 11.622.316 euros de Montefiore sur New GO faisant l'objet des compensations de créances dans le cadre de l'Augmentation de Capital n°1 et de l'Emission d'OC T1 n°1 ; et
- (ii) un paiement en numéraire à hauteur du solde restant dû au titre des OC T2, estimé à titre illustratif uniquement, sur la base d'un calcul des intérêts au titre des OC T2 arrêtés au 1^{er} mai 2022, à un montant de 253.799 euros.

Les Opérations Connexes interviendront, sous réserve de l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence française sans condition et de la publication des résultats de l'Offre, (x) à l'expiration d'une période de quinze (15) jours ouvrés à compter de la date de mise en œuvre du retrait obligatoire tel que figurant dans l'avis de mise en œuvre du retrait obligatoire publié par l'AMF ou (y) à toute autre date convenue d'un commun accord entre les parties au Protocole d'Investissement (la « **Date de Réalisation** »).

À l'issue des Opérations Connexes à intervenir à la Date de Réalisation, le capital social et les droits de vote de New GO évolueront et la répartition définitive dépendra du montant final de l'Augmentation de Capital n°2 et de l'Emission d'OC T1 n°2, étant précisé que le changement de prédominance au profit de Montefiore sera, en tout état de cause, certain.

7.3 Pacte d'associés relatif à l'Initiateur

Montefiore, les Fondateurs, SC Double Impact Investissement et Gadax Conseil, les Membres des Groupes Familiaux, D&A et TeamGO ont conclu le 24 février 2021, un pacte d'associés dont les principales stipulations sont décrites à la section 1.3.2 de la Note d'information OPA (le « **Pacte d'Associés 2021** »).

Le Pacte d'Associés 2021 avait notamment pour vocation de décrire la gouvernance envisagée de New GO et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres de la Société, en fonction de la participation en droits de vote et la quote-part de fonds propres et quasi-fonds propres de Montefiore.

Les parties au Pacte d'Associés 2021 (en ce compris D&A Corporate Finance ayant adhéré au Pacte d'Associés 2021 le 30 mars 2021) (autres que les Membres des Groupes Familiaux) envisagent, sous réserve de la réalisation des Opérations Connexes, de refondre le Pacte d'Associés 2021 en signant un nouveau pacte d'associés qui :

- (iii) ne fera plus référence aux instruments financiers qui n'existeraient plus à la Date de Réalisation ; et
- (iv) qui décrira la gouvernance envisagée de New GO et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres de la Société,

⁹ Les termes et conditions des OC T2 et des actions de préférence de catégorie D sont décrits à la section 1.3.1 de la Note d'information OPA.

¹⁰ Le Rachat des OC T2 permettra de refinancer le bridge de Montefiore et est indépendant du Prix de l'Offre.

applicable uniquement à la situation post-réalisation des Opérations Connexes (à savoir le cas où Montefiore détient une participation majoritaire en capital social et en droits de vote dans New GO) (le « **Pacte d'Associés** »).

Ainsi, à l'issue des Opérations Connexes à intervenir conformément au Protocole d'Investissement, Montefiore, les Fondateurs, D&A Corporate Finance et TeamGO signeront, à la Date de Réalisation, le Pacte d'Associés qui 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 direct ou indirect 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.

Les principaux termes du Pacte d'Associés sont les suivants :

- **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** »).

Président

Le Président, personne physique ou morale, sera nommé pour une durée limitée ou illimitée par les membres du Comité Stratégique. Le premier Président qui a été nommé pour une durée illimitée, le 24 février 2021, est 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 par Montefiore, après consultation de Monsieur Laurent Sadoun, Monsieur Guy Mamou-Mani et Madame Valérie Benvenuto.

Comité Stratégique

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** »).

Toutes les décisions du Comité Stratégique (en ce compris les Décisions Stratégiques mais à l'exception des Décisions Stratégiques Qualifiées) 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 (étant précisé que Monsieur Daniel Elalouf sera nommé président du Comité Stratégique à la Date de Réalisation).

Les 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.

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 la mise en place de toute nouvelle dette du groupe (dont la Société) 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 cession de titres de Groupe Open par New GO ou la cession d'une part substantielle des actifs du groupe ainsi que toute modification des statuts d'une société du groupe.

- **Gouvernance de la Société**

Tant que ses actions seront admises sur un marché réglementé, la Société restera une société anonyme à conseil d'administration, représentée et gérée par Monsieur Frédéric Sebag, en tant que président-directeur général, avec l'assistance et sous le contrôle du conseil d'administration.

Dans l'hypothèse où Groupe Open serait à terme retirée de la cote, celle-ci sera transformée à terme en société par actions simplifiée.

- **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 :

- un principe d'inaliénabilité des titres de l'Initiateur (i) détenus par les parties au Pacte d'Associés (autre que TeamGO), pendant une période de 4 ans à compter du 24 février 2021 et (ii) détenus par TeamGO, jusqu'à la première des dates à intervenir entre (a) une Sortie et (b) l'expiration d'une période de 10 ans à compter du 24 février 2021 ;
- à compter de l'expiration de la période d'inaliénabilité et jusqu'au 24 février 2028 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 ;
- 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, dans les deux cas sous conditions ;
- dans l'éventualité où l'un des Fondateurs ou D&A Corporate Finance 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 avec faculté de se substituer l'Initiateur pour les besoins de l'acquisition de tout ou partie des titres de l'Initiateur dans la limite de la réglementation applicable ;
- dans l'éventualité où TeamGO souhaiterait transférer tout ou partie de ses titres de l'Initiateur 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 associés de TeamGO bénéficieront d'un droit de sortie conjointe ;
- à l'issue de la période d'inaliénabilité, Montefiore pourra initier et conduire un processus de vente de la totalité des titres de New GO dans le but de la réalisation d'une Sortie ;
- à l'issue de la période d'inaliénabilité, Montefiore sera en droit d'accepter toute offre d'achat visant tous les Titres de l'Initiateur en dehors de tout processus de vente organisé ;
- Montefiore bénéficiera d'un droit de cession forcée afin que toutes les parties transfèrent l'ensemble de leurs titres de l'Initiateur à l'acquéreur potentiel, simultanément au transfert par Montefiore de tous ses titres de l'Initiateur ;
- une clause anti-dilution permettant à chaque partie de souscrire aux émissions de titres de l'Initiateur à concurrence d'un montant lui permettant de maintenir sa participation au sein de chaque catégorie

de titres de l'Initiateur (autre que les actions de préférence de catégorie A) étant précisé que ces stipulations ne seront pas applicables dans certaines situations.

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 (théoriques) de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
New GO	7.363.676	91,14%	7.363.676	90,56%
Public	696.925	8,62%	748.523	9,20%
Auto-détention	19.222	0,24%	19.222	0,24%
Total	8.079.823	100%	8.131.421	100%

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

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

Depuis le 1^{er} janvier 2021 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
New GO	14 janvier 2021	2.740.347	33,92%	25,56%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 25% des droits de vote
Amiral Gestion	16 février 2021	818.465	10,13%	7,63%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 10% du capital
New GO	24 février 2021	5.858.395	72,51%	71,82%	Franchissement à la hausse des seuils légaux de 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote
Frédéric Sebag (directement et indirectement par l'intermédiaire de	24 février 2021	0	0%	0%	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 5%, 10% et 15% du capital et 5%,

SC Double Impact Investissement)					10%, 15%, 20% et 25% des droits de vote
Guy Mamou-Mani (directement et indirectement par l'intermédiaire de Gadax Conseil) et ses enfants	24 février 2021	0	0%	0%	Franchissement à la baisse du seuil légal de 5% des droits de vote
Laurent Sadoun (directement et indirectement par l'intermédiaire d'Avya Partners)	24 février 2021	0	0%	0%	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 5% et 10% du capital et 5%, 10% et 15% des droits de vote
TeamGO ¹¹	24 février 2021	5.858.395	72,51%	71,82%	Franchissement à la hausse des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote
Amiral Gestion	2 mars 2021	846.676	10,48%	10,38%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 10% des droits de vote
Amiral Gestion	12 novembre 2021	803.092	9,94%	9,84%	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 10% du capital et des droits de vote
Amiral Gestion	10 janvier 2022	0	0%	0%	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 5% du capital et des droits de vote
New GO ¹²	18 février 2022	7.273.620	90,02%	89,07%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 90% du capital
New GO ¹⁰	24 février 2022	7.320.526	90,60%	90,02%	Franchissement à la hausse du seuil légal de 90% 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.

¹¹ Agissant de concert avec New GO, les membres des groupes familiaux Sebag, Sadoun et Mamou-Mani, Montefiore Investment V S.L.P., Valérie Benvenuto et D&A.

¹² Agissant individuellement et de concert avec Montefiore Investment V S.L.P., les membres des groupes familiaux Sebag, Sadoun et Mamou-Mani, Montefiore Investment V S.L.P., Valérie Benvenuto, TeamGO et D&A.

8.4. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER 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. la Convention de Prêt, le Protocole d'Investissement 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, bénéfiques 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 réglementaires 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 ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Montant nominal maximum autorisé ou pourcentage du capital social	Durée	Utilisation
19 mai 2021 (17 ^{ème} résolution)	Rachat par la Société de ses propres actions (prix maximum d'achat : 30 euros).	10% du capital arrêté au 31 décembre 2020 (correspondant à 807.982 actions)	18 mois	Mouvements au cours de l'exercice 2021

				Achats : 19.222 actions Ventes : 0 action
19 mai 2021 (18 ^{ème} 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	18 mois	Non utilisée
19 mai 2021 (19 ^{ème} 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 était de 1.349.893,34 euros)	26 mois	Non utilisée
19 mai 2021 (20 ^{ème} résolution)	Réduction du capital social par voie d'offre publique de rachat d'actions.	Réduction du capital : 133.333 euros	18 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (17 ^{ème} 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 ¹³ Titres de créance : 15.000.000 euros ¹⁴	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (18 ^{ème} résolution)	Emission d'actions ordinaires de la Société et de valeurs mobilières (titres de capital) donnant accès à d'autres titres de capital	Augmentation de capital : 150.000 euros ¹⁰ Titres de créance : 15.000.000 euros ¹¹	26 mois	Non utilisée

¹³ Sous réserve du respect d'un plafond global de 500.000 euros sur lequel s'imputerait ce montant.

¹⁴ Sous réserve du respect d'un plafond global de 15.000.000 euros sur lequel s'imputerait ce montant.

	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.			
17 juin 2020 (20 ^{ème} résolution)	Autorisation au Conseil d'Administration, en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires 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, de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'assemblée générale).	Dans la limite de 10% du capital social à la date de l'assemblée (lequel était de 1.428.041,50 euros) par période de 12 mois	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (21 ^{ème} 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 17 ^{ème} et 18 ^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 17 juin 2020.	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (22 ^{ème} 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, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières	Dans la limite de 10% du capital social à la date de l'assemblée (lequel était de 1.428.041,50 euros)	26 mois	Non utilisée

	donnant accès au capital.			
17 juin 2020 (23 ^{ème} 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 prévu à la 18 ^{ème} résolution de l'assemblée générale du 17 juin 2020, soit 150.000 euros	26 mois	Non utilisée
17 juin 2020 (25 ^{ème} 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 (26 ^{ème} 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 (27 ^{ème} résolution)	Réduction du capital social par annulation d'actions propres.	Dans la limite de 10% du capital par période de 24 mois	24 mois	Cette délégation a été utilisée au cours de l'exercice 2020 pour annuler 2.280 actions de préférence 488.426 actions ordinaires auto-détenues.
17 juin 2020 (29 ^{ème} 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 (18 ^{ème} 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 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

BMA



Groupe Open

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Mars 2022

SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPERATION	4
2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3 PRESENTATION DE GROUPE OPEN	10
3.1 Activité et historique	10
3.1.1 Présentation du Groupe Open	10
3.1.2 Présentation de l'activité.....	11
3.2 Analyse historique des comptes publiés	13
3.2.1 Evolution des résultats	13
3.2.2 Evolution de la situation bilancielle.....	15
3.2.3 Flux de trésorerie.....	18
3.3 Présentation du plan d'affaires	18
4 TRAVAUX D'EVALUATION	20
4.1 Analyse des opérations connexes	20
4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	21
4.2.1 Nombre de titres	21
4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	22
4.3 Méthodes ou références non retenues	22
4.3.1 Actif net comptable	22
4.3.2 Méthode de l'actif net réévalué.....	22
4.3.3 Méthodes basées sur le dividende.....	23
4.3.4 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :	23
4.3.5 Approche par les transactions comparables	24
4.4 Critères et méthodes retenus	25
4.4.1 Transactions sur le capital de la Société.....	25
4.4.2 Cours de bourse.....	26
4.4.3 Revue historique du cours de bourse.....	27
4.4.4 Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie	29
4.4.5 Evaluation par les comparables boursiers.....	31
5 ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	34
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	34
5.1.1 Nombre de titres	34
5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	34
5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues	35
5.2.1 Actif net comptable	35

5.2.2	Transactions comparables	35
5.2.3	Autres méthodes non retenues.....	35
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues.....	35
5.3.1	Transactions récentes sur le capital de la société	35
5.3.2	Cours de bourse.....	36
5.3.3	Objectifs de cours des analystes	36
5.3.4	Actualisation de flux de trésorerie	36
5.3.5	Comparables boursiers.....	38
6 	CONCLUSION	39
7 	ANNEXES	41
7.1	Lettre de mission	41
7.2	Echantillon de transactions comparables.....	47
7.3	Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers	47
7.4	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	48
7.4.1	Activités	48
7.4.2	Principaux agrégats	49

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Par voie de communiqué de presse en date du 11 janvier 2022, la société Groupe Open (ci-après « **Groupe Open** » ou la « **Société** » ou le « **Groupe** ») a indiqué que la société New GO¹ (ci-après « **New GO** » ou l' « **Initiateur** ») l'avait informée avoir conclu, le 7 janvier 2022, deux contrats d'acquisition portant sur 1 206 600 actions Groupe Open (ci-après les « **Blocs d'Actions** ») représentant ensemble environ 15 % du capital de la Société, auprès de deux actionnaires minoritaires², au prix de 33,50 € par action Groupe Open.

Ces acquisitions font suite à l'offre publique d'achat initiée en novembre 2020 et clôturée le 13 janvier 2021 (ci-après l' « **OPA 2020** ») qui avait vu le concert formé par New GO, les fondateurs et les membres de leurs familles³ (ci-après les « **Fondateurs** »), acquérir environ 28 % du capital de la Société à un prix de 15 € par action, pour détenir à son issue 72,5 % de son capital. Après acquisition des Blocs d'Actions, ces opérations conduisent New GO à contrôler plus de 87,44 % du capital et 86,51 % des droits de vote de Groupe Open répartis comme suit :

Groupe Open Actionnariat au 12 janvier 2022	Actions		Droits de vote	
	nombre	%	nombre	%
New GO	7 064 995	87,44%	7 064 995	86,51%
Public	995 606	12,32%	1 082 237	13,25%
Autocontrôle	19 222	0,24%	19 222	0,24%
Total	8 079 823	100,00%	8 166 454	100,00%

Il convient de noter qu'après acquisition de 255 531 actions⁴ entre le 2 et le 24 février 2022, New GO détient à cette dernière date 7 320 526 actions New GO, représentant 90,60 % du capital et 90,02 % des droits de vote de Groupe Open⁵.

Dans ce cadre, compte tenu de l'accroissement de sa quote-part de détention dans le capital de la Société, New GO a déposé le 2 février 2022, un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l' « **Offre** » ou l' « **OPAS** ») visant les actions de Groupe Open non détenues par New GO⁶, soit 995 606 actions⁷, au prix de 33,50 € par action payable en numéraire, suivie, si les conditions sont réunies, par la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire⁸.

Selon l'Initiateur, l'Offre est motivée par la volonté de la Société (i) de ne plus faire appel au marché pour se financer, (ii) de proposer aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une totale liquidité et (iii) d'alléger les contraintes réglementaires et les coûts induits par la cotation de la Société.

Pour les douze mois à venir, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la stratégie de la Société ni la politique en matière d'emploi, tout en précisant que l'opération vise à accélérer la transformation de Groupe Open en lui permettant de

¹ New GO est une société constituée pour les besoins de l'OPA 2020. Elle est contrôlée par les Fondateurs de Groupe Open et le fonds Montefiore Investment V SLP (géré par la société d'investissement Montefiore Investment).

² Soit 882 176 actions Groupe Open auprès d'Amiral Gestion, et 324 424 actions Groupe Open auprès de Sycomore Asset Management.

³ Les Fondateurs regroupent les groupes familiaux Sebag, Sadoun et Mamou-Mani, et madame Valérie Benvenuto.

⁴ En application des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur peut acquérir au maximum 30 % des actions visées par l'Offre entre le dépôt du projet d'Offre et son ouverture.

⁵ Sur la base d'un nombre total d'actions de la Société s'élevant à 8.079.823, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 8.113.005 au 24 février 2022.

⁶ A l'exception des 19 222 actions Groupe Open auto-détenues.

⁷ Au 24 février 2022, le public ne détient plus que 740 075 actions Groupe Open.

⁸ Dans la mesure où, au 24 février 2022, les actionnaires minoritaires ne détiennent plus un pourcentage de capital et de droits de vote supérieur à 10 %, la procédure de retrait obligatoire sera automatiquement mise en œuvre.

disposer des moyens de financer des acquisitions. En termes de gouvernance, l'Initiateur serait susceptible de modifier la composition des organes sociaux en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire. La politique de distribution de dividendes sera assujettie aux conditions de remboursement liées au financement de l'opération.

L'Initiateur n'envisage pas non plus de fusionner avec la Société mais entend demander, si les conditions de seuil de détention prévues par l'article 237-1 du règlement général de l'AMF sont remplies⁹, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions non détenues par l'Initiateur (à l'exception des actions auto-détenues) à un prix identique à celui de l'Offre soit 33,50 € par action, entraînant la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Enfin, l'Initiateur n'identifie pas de synergie significative de coûts ou de revenus résultant de la réalisation de l'opération.

Il faut relever qu'à l'occasion de cette Offre, l'Initiateur envisage de procéder à une réorganisation de ses instruments financiers, et notamment au rachat auprès des Fondateurs d'une partie de leurs intérêts économiques au sein de New GO en application des contrats conclus lors de l'OPA 2020, constituant des opérations connexes à l'Offre.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 19 janvier 2022 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Groupe Open visées par l'Offre.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé¹⁰.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

⁹ Art. 237-1 du RGAMF : « A l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, l'initiateur de cette offre publique peut se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote moyennant indemnisation de ces derniers. », cf. note 7.

¹⁰ Dans la mesure où, au 24 février 2022, les actionnaires minoritaires ne détiennent plus un pourcentage de capital et de droits de vote supérieur à 10 %, la procédure de retrait obligatoire sera automatiquement mise en œuvre.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 200 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 28 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 68 000 € hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Jillian Walter, directeur de mission, spécialisé en évaluation financière des entreprises, et Amaël Nabet, assistante.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 11 janvier 2022. A la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Groupe Open, intervenue le 19 janvier 2022, nous avons commencé nos travaux le 27 janvier 2022 et les avons achevés le 1^{er} mars 2022, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Groupe Open – Membres du comité ad hoc :
 - Valérie Benvenuto¹¹, directrice générale Opérations & Finance, administratrice de Groupe Open ;
 - Jessica Ifker Delpirou, administratrice indépendante de Groupe Open ;
 - Dominique Malige, administrateur indépendant de Groupe Open ;
- Oddo BHF – Etablissement présentateur :
 - Marc Antao, executive director – Head of Public M&A ;
 - Joséphine Schneider, vice-president Corporate Finance ;
 - Elise Harlé, M&A analyst ;
- Jeantet (Cabinet d'avocats, conseil de la Société) :
 - Me Guillaume Soulé, avocat.

Nous précisons qu'à ce jour, nous n'avons rencontré aucun actionnaire minoritaire de la société Groupe Open ni reçu de question émanant de leur part.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- iv) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le Management, et notamment les déterminants de la croissance, la dynamique commerciale et la problématique de la gestion des ressources humaines (attraction et rétention des collaborateurs).

¹¹ Valérie Benvenuto est également actionnaire de New GO et fait partie des Fondateurs

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre ;
- iii) étudier les accords conclus avant et dans le cadre de l'Offre et analyser les conditions de réalisation de certains de ces accords, envisagées à l'issue de l'Offre ;
- iv) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) comprendre les écarts de valeur entre l'OPA 2020 et la présente opération ;
- viii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par Oddo BHF afin de réaliser un examen critique ;
- ix) prendre connaissance de la documentation juridique liée aux accords conclus à l'occasion de l'OPA 2020 et analyser les conditions de rachat de certains intérêts économiques des Fondateurs ;
- x) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de la note d'information relative à l'Offre ;
- du projet de note en réponse ;
- du projet de rapport d'évaluation du 2 février 2022 de la Banque présentatrice, Oddo BHF et de sa mise à jour du 24 février 2022 ;
- des accords conclus dans le cadre de l'OPA 2020 et la documentation juridique relative à la présente opération, et notamment :
 - le protocole d'investissement signé le 2 octobre 2020 entre Montefiore Investment V SLP et les Fondateurs et son avenant du 24 février 2021, ainsi que la pacte d'associés de New GO du 24 février 2021 ;
 - les traités d'apport relatifs à l'apport d'actions Groupe Open à New GO de la part des Fondateurs en date du 24 février 2021 ;
 - la table de capitalisation de New GO à l'issue de l'OPA 2020 et des opérations d'apport ;
 - les contrats d'acquisition de bloc d'actions signés le 7 janvier 2022 entre Sycomore Asset Management et Amiral Gestion d'une part, et New GO d'autre part ;
 - le contrat de prise ferme signé le 1^{er} février 2022 relatif au programme d'émission par New GO d'obligations d'un montant total maximal de 140 m€, destinée au financement de l'Offre et d'opérations de croissance externe (ci-après l' « **Unitranche** ») ;
 - le *Memorandum of Understanding* (ci-après le « **MoU** ») signé le 1^{er} février 2022 entre Montefiore Investment V SLP et les Fondateurs, comprenant le projet de protocole d'investissement et le projet de pacte d'associés de New GO ;
 - la table de capitalisation de New GO prévisionnelle à l'issue de l'Offre ;

- des rapports financiers annuels et les documents d'enregistrement universel de la Société de 2016 à 2020 ;
- du compte de résultat, du bilan et du tableau de flux de trésorerie (consolidés) provisoires de l'exercice 2021 (ci-après, les « **Comptes Provisoires** ») ;
- des comptes simplifiés et de la balance générale de New GO au 31 décembre 2021 ;
- du plan d'affaires 2022-2026 produit par le management ;
- du plan d'affaires 2020-2023 communiqué lors de l'OPA 2020.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv¹² et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Groupe Open nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause. Elle nous a également affirmé que les Comptes Provisoires de l'exercice 2021 qui nous ont été communiqués, ne différeront pas des comptes définitifs.

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. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

¹² ex Thomson-Reuters.

3 | PRESENTATION DE GROUPE OPEN

3.1 Activité et historique

3.1.1 Présentation du Groupe Open

Le 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 admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris (ISIN FR0004050300-OPN).

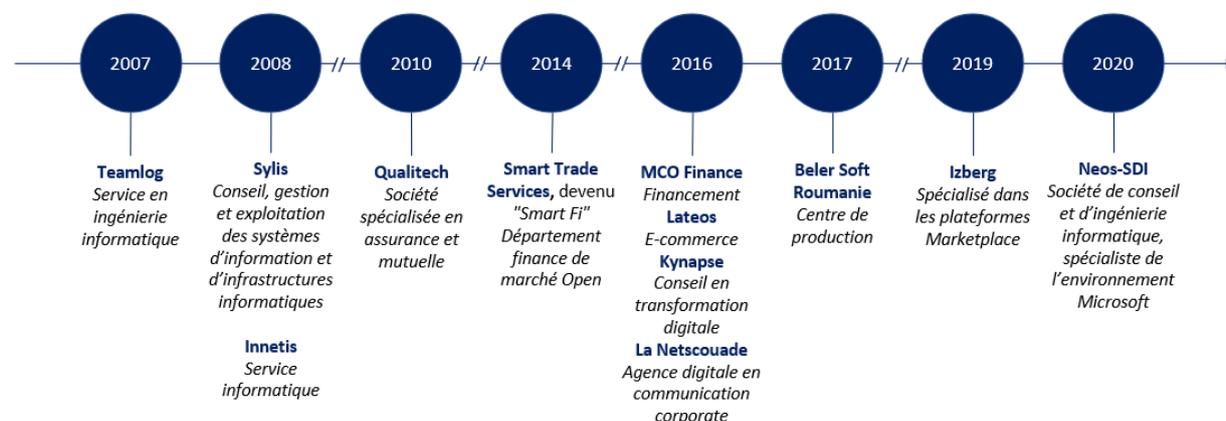
Fondée en 1989, la Société est un acteur du marché des Entreprises de Services du Numérique (ESN) françaises, se positionnant au cœur de la transformation industrielle et digitale des entreprises. Au 31 décembre 2021, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 336,3 m€ et emploie environ 3 800 personnes.

3.1.1.1 Historique de développement et position stratégique, de 1989 à aujourd'hui

En 1989, Frédéric Sebag fonde la société Open Technologie, qui deviendra par la suite Groupe Open. En 1998, la Société s'introduit en bourse sur le compartiment B d'Euronext Paris.

Au milieu des années 2000, Groupe Open opère un repositionnement stratégique, s'éloignant progressivement d'une activité de distribution pour celle des services informatiques.

A partir de 2007, le Groupe Open s'est développé par l'intermédiaire d'opérations de croissance externes successives :



Source : Groupe Open

En 2008, le Groupe cède son activité de distribution Logix, et s'impose progressivement comme un acteur du secteur des ESN.

En 2010, le Groupe procède à la fusion d'Innetis (activité de services historique d'Open), Teamlog et Sylis, et regroupant ces entités au sein du Groupe et de la marque Open.

En 2014, le Groupe acquiert SmartFi Services, société de services informatiques spécialisée dans la banque et la finance, afin de renforcer son activité Finance.

En 2016, Groupe Open lance le Plan « Stratégie Open 2020 » visant à répondre aux enjeux de la transformation digitale de ses clients, et qui prévoit sur 5 ans des investissements de croissance externe et un plan de recrutement centré autour des technologies « Social, Mobilité, Analytique et Cloud » (« SMAC »). La même année, les acquisitions

des sociétés Lateos (intégrateur de solutions e-commerce), Kynapse (conseil en transformation digitale), La Netscouade (agence de communication digitale) et MCO Finance (logiciel crédit et crowdfunding) renforcent la croissance du Groupe.

En 2017, Groupe Open cède sa filiale en Belgique (Groupe Open Belgium) et se sépare de sa filiale en Chine basée à Shanghai, abandonnant ainsi ses activités dans ce pays. Le Groupe acquiert toutefois la société roumaine Beler Soft afin de bénéficier d'un centre de production piloté depuis la France.

La Société réalise en 2018 l'acquisition de l'entreprise française Izberg (édition de plateformes Marketplace/e-commerce) afin de compléter son offre de solutions numériques.

En 2019, le Groupe Open doit faire face (i) à un taux de rotation de ses employés (*turnover*) important, entraînant une refonte de sa politique de ressources humaines afin d'attirer et de fidéliser les talents, (ii) à la nécessaire mise en conformité de ses entreprises sous-traitantes, entraînant une baisse du recours à ces dernières et (iii) à la fragilisation des institutions financières, qui comptent parmi les principaux clients de la Société, dans un contexte de taux d'intérêt bas, et d'exigences en capitaux propres plus élevées qui ont provoqué une diminution de leurs dépenses informatiques.

En 2020, la crise sanitaire perturbe la stratégie de recrutement du Groupe qui voit ses effectifs et son TACE¹³ diminuer. Dans ce contexte difficile, le cours de bourse chute à un plus bas de 6 € en avril. Cependant, la Société résiste à la crise, son chiffre d'affaires ne diminuant que de 2,5 % (-3,3 % de croissance organique) grâce, notamment, à une croissance de son activité sur le secteur public, la banque-assurance et l'énergie. L'acquisition de Neos-SDI, société de conseil et d'ingénierie informatique et spécialiste de l'environnement Microsoft contribue au chiffre d'affaires 2020 à hauteur de 2,5 m€.

Au deuxième semestre 2020, Groupe Open annonce la signature d'un accord de négociations exclusives avec le fonds d'investissement Montefiore Investment suivi par l'avis favorable du Conseil d'administration pour le lancement d'une offre publique d'achat, l'OPA 2020, sur les actions Groupe Open initiée par ses Fondateurs, de concert avec Montefiore via la société NEW GO. A l'issue de cette offre et après cession et apport de la part des Fondateurs, le Groupe est contrôlé à hauteur de 72,5 % par New GO.

Fin 2020, Groupe Open cède sa filiale en Hollande (Groupe Open Nederland). Les résultats de l'année 2021, sont caractérisés par un net rebond du chiffre d'affaires (+13,5 %, dont +9,2 % de croissance organique) et une amélioration de la marge opérationnelle, qui témoignent d'une bonne dynamique commerciale avec le gain de nouveaux marchés, particulièrement dans les services publics et de l'énergie. Le développement du télétravail soutient l'activité « Microsoft » autour des solutions collaboratives Office 365, grâce à la filiale Neos-SDI intégrée en 2020.

3.1.2 Présentation de l'activité

3.1.2.1 Activité de la Société

Groupe Open accompagne les entreprises, en France et à l'international, dans leurs enjeux de transformation industrielle et numérique. La Société propose une offre intégrée IT sur toute la chaîne de valeur grâce à la maîtrise des technologies SMACS (Social, Mobility, Analytics, Cloud, Security), centrée sur la fourniture de prestations autour des applications, des infrastructures et du conseil.

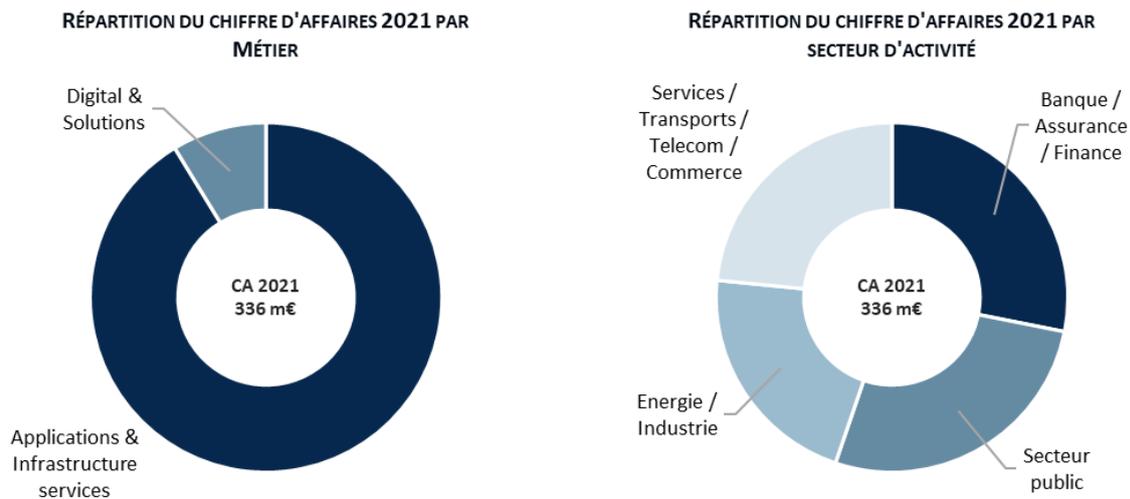
Le Groupe est organisé autour de deux principaux métiers :

- **Applications & Infrastructure services** (Développement et industrialisation des applications et environnements technologiques) : principale activité du Groupe permettant la gestion de l'intégralité du cycle de vie des systèmes d'information et des projets digitaux, de la mise en place à l'optimisation, en passant par la gestion et la prestation de différents services.

¹³ Taux d'activité, congés exclus

- prestations de conseil (innovation, conception, pilotage et accompagnement) ;
 - expertises Technologiques pour renforcer les équipes projets sur toute la chaîne de valeur du SI (Apps et Ops) ;
 - expertises Méthodes et Expertises Métiers dans chaque secteur.
- **Digital & Solutions** dédié à l'édition de logiciels, de solutions et de plateformes, et notamment :
 - des plateformes technologiques : Fullmaps (solution de cartographie web et mobile), Swizi (plateforme web de création et d'animation d'applications mobiles) ;
 - des plateformes business : Izberg (plateforme de marketplace), Primpromo (suivi et pilotage de la promotion immobilière), Xloan (solution de gestion des opérations de financement).

L'activité de Conseil Digital du Groupe intégrée au métier Digital & Solutions, se décline autour de la transformation digitale, la communication digitale et la valorisation des données, notamment via Kynapse, son cabinet de conseil spécialisé en Data et IA.



Groupe Open intervient sur sept secteurs et principalement sur le secteur public (28%), le secteur finance et bancassurance (27%) et le secteur de l'énergie (12%). La part du secteur public dans le chiffre d'affaires d'Open a progressé d'environ 3% en 2021 par rapport à 2020. Cette évolution s'explique par un accompagnement sur ce secteur, comme envisagé dans la stratégie 2020 de spécialisation sectorielle moyen/long terme.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

3.2.1 Evolution des résultats

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Les résultats consolidés du Groupe sont présentés dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2016. Les données présentées au 31 décembre 2021 sont issues des Comptes Provisaires communiqués par le management :

Groupe Open Compte de résultat m€	31-déc.-16 12 m.	31-déc.-17 12 m.	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12m.	31-déc.-21 12 m.
Chiffre d'affaires	304,7	313,9	323,8	303,9	296,2	336,3
% croissance		3,0%	3,2%	(6,1%)	(2,5%)	13,5%
Achats consommés	(3,7)	(3,1)	(2,7)	(0,3)	(0,9)	(1,7)
Salaires et charges	(214,6)	(219,0)	(227,4)	(223,6)	(216,9)	(241,1)
Impôts et taxes	(4,6)	(4,8)	(4,9)	(3,8)	(4,8)	(5,0)
Autres produits et charges	(58,5)	(59,6)	(61,5)	(52,9)	(51,3)	(61,2)
Charges d'exploitation	(281,4)	(286,5)	(296,5)	(280,6)	(273,9)	(309,0)
% croissance		1,8%	3,5%	(5,4%)	(2,4%)	12,8%
Ebitda	23,3	27,4	27,3	23,3	22,3	27,3
Ebitda en % du CA	7,6%	8,7%	8,4%	7,7%	7,5%	8,1%
Ebitdaal	23,3	27,4	27,3	18,0	16,7	21,6
Ebitdaal en % du CA	7,6%	8,7%	8,4%	5,9%	5,6%	6,4%
Dotations aux amortissements (hors IFRS 16)	(1,8)	(2,3)	(2,9)	(3,3)	(4,4)	(3,3)
Dotations aux amortissements (IFRS 16)	-	-	-	(4,9)	(5,2)	(5,4)
Résultat opérationnel courant	21,5	25,1	24,4	15,1	12,7	18,6
ROC en % du CA	7,1%	8,0%	7,5%	5,0%	4,3%	5,5%
Ebital	21,5	25,1	24,4	14,7	12,3	18,3
Ebital en % du CA	7,1%	8,0%	7,5%	4,8%	4,1%	5,4%
Autres charges op. non courantes	(1,2)	(0,8)	(0,7)	(2,1)	(1,1)	(0,9)
Charges IFRS 2	-	(3,7)	(1,1)	(0,9)	-	-
Dépréciation des écarts d'acquisition	-	(1,3)	(2,5)	-	-	-
Résultat opérationnel	20,3	19,3	20,1	12,1	11,6	17,8
RESOP en % du CA	6,7%	6,1%	6,2%	4,0%	3,9%	5,3%
Résultat financier	(1,0)	(0,9)	(0,7)	(1,0)	(0,9)	(0,8)
dont charge financière sur droits d'utilisation	-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,3)
Résultat exceptionnel	0,1	(1,7)	(0,3)	(2,0)	(1,6)	(0,7)
Impôt société	(7,8)	(8,2)	(8,2)	(6,7)	(5,7)	(6,0)
dont CVAE	(3,6)	(3,8)	(4,0)	(3,8)	(3,7)	(2,1)
Résultat net	11,6	8,5	10,9	2,4	3,4	10,2
RN en % du CA	3,8%	2,7%	3,4%	0,8%	1,1%	3,0%

3.2.1.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires, qui s'élève à 336 m€ en 2021, a connu un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 2,0% sur la période 2016-2021. Cette croissance n'a toutefois pas été linéaire, avec une chute de 6,1 % du CA en 2019, année affectée par un retournement de la conjoncture du marché des ESN, et une baisse de 2,5 % en 2020, conséquence de la crise sanitaire. Cette dernière année marque un point bas depuis 2015, avant un fort rattrapage en 2021 et une croissance de 13,5 % (dont 9,2 % en croissance organique) grâce notamment :

- au secteur public, passant de 24,7 % du CA total en 2020 à 27,1 % en 2021 ;
- à une hausse de l'effectif productif lié notamment à l'acquisition de Neos SDI en 2020 ;
- à une augmentation du tarif journalier moyen.

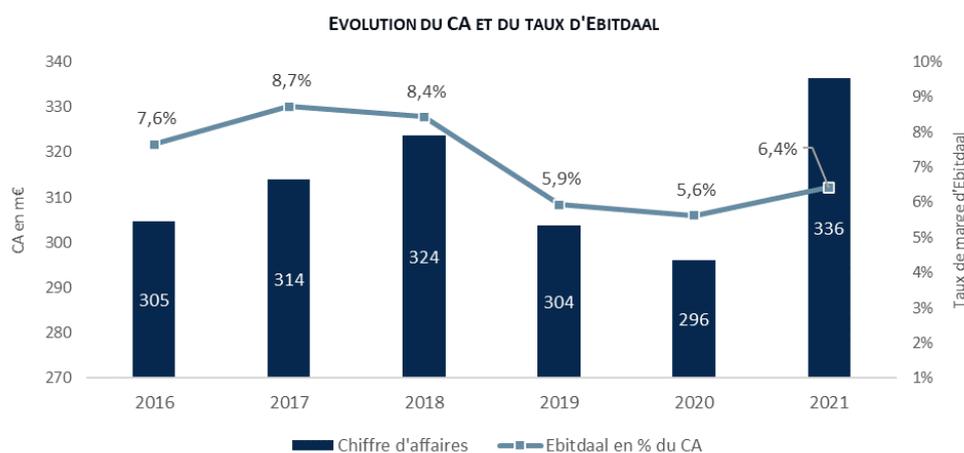
L'activité commerciale en 2021 a été dynamique, se traduisant par le gain de nouveaux marchés particulièrement dans le secteur public. Les contrats signés durant le premier trimestre illustrent les expertises d'Open autour de *Modern Workplace* et du *Cloud* (AWS, OVH, Microsoft Azure). La période actuelle, marquée par un accroissement du recours au télétravail, engendre une activité avec Microsoft soutenue autour des solutions collaboratives Office 365 via la filiale Neos-SDI, intégrée en 2020. Le recours croissant à la sous-traitance, pour répondre à la demande notamment sur les véhicules contractuels publics, a également soutenu la croissance sur l'année 2021.

3.2.1.2 Ebitdaal

Le taux d'Ebitdaal¹⁴ est en constante diminution entre fin 2017 et fin 2020, passant de 8,7 % à 5,6 %. L'évolution de cette marge est essentiellement liée à celle des charges salariales, qui représentent l'essentiel des dépenses opérationnelles et qui passent d'environ 70 % du CA à fin 2016/2017 à plus de 73 % à fin 2019/2020, avant de revenir à un niveau de 71,7 % fin 2021. La diminution de ce ratio en 2021 est liée à une meilleure couverture des coûts fixes grâce à la dynamique commerciale et à l'effet positif du plan stratégique RH lancé en 2018 visant à attirer les talents et à fidéliser les effectifs. Entre 2020 et 2021, ces derniers ressortent en croissance de 8,4 % passant de 3 516 à 3 811 employés (97 % de l'effectif est situé en France). Le management, comme le reste du secteur, anticipe toutefois une hausse du *turnover* et des difficultés de recrutement en 2022.

Sur la période étudiée cette tendance est partiellement compensée par le recours à la sous-traitance.

L'évolution du taux d'Ebitdaal du Groupe Open sur la période 2016-2021 est présentée ci-dessous :



La rentabilité ressort en nette amélioration en 2021, avec une marge d'Ebitdaal atteignant 6,4 % contre 5,6 % l'année précédente.

3.2.1.3 Ebital¹⁵

L'Ebital (21,5 m€ en 2016 représentant 7,1 % du CA 2016, 18,3 m€ en 2021 représentant 5,4 % du CA), est en recul de 14,8 % sur la période (taux de croissance annuel moyen de -3,1 %). Son évolution baissière, largement corrélée à l'Ebitdaal, est dégradée par l'augmentation des dotations aux amortissements, en croissance annuelle d'environ 13 % sur la période, passant de 0,6 % à 1 % du chiffre d'affaires (hors effets de la norme IFRS 16), reflétant essentiellement l'augmentation tendancielle des investissements en immobilisations incorporelles.

L'incidence du retraitement de la part financière des loyers opérationnel sur l'Ebit, nécessaire pour assurer la comparabilité des agrégats pré norme IFRS 16, a une incidence peu significative sur l'agrégat (entre 0,3 m€ et 0,4 m€, soit moins de 2 % de l'Ebital).

3.2.1.4 Résultat opérationnel

L'absence de dépréciation des écarts d'acquisition¹⁶ entre 2019 et 2021, et l'annulation des AGAP (attribution gratuite d'actions et d'actions de préférence) en 2020, ont permis de compenser partiellement la baisse du résultat opérationnel, qui passe, entre 2016 et 2021, de 20,3 m€ à 17,8 m€ soit une baisse annuelle moyenne de 1,6 %. La

¹⁴ EBITDA *after lease*, ou EBITDA retraité des amortissements de l'actif de droit d'usage et de la part financière des loyers opérationnels visant à annuler les biais introduits par la norme IFRS 16.

¹⁵ EBIT *after lease* ou EBIT retraité de la part financière des loyers opérationnels visant à annuler les biais introduits par la norme IFRS 16.

¹⁶ Qui avaient concerné en 2017 une restructuration au Bénélux et en 2018 la dépréciation dans les comptes de l'entité Groupe Open Nederland.

marge de résultat opérationnelle est en constante diminution entre 2016 et 2020, passant de 6,7 % à 3,9 %, avant de rebondir en 2021 à 5,3 %,

Les autres produits et charges opérationnels, qui s'élèvent à (1,1) m€ en 2020 et à (0,9) m€ en 2021, sont principalement liées à des mesures de réorganisation interne dans les entités françaises. Malgré le caractère exceptionnel de ces charges, le management fait toutefois le constat de la régularité historique de ce montant .

3.2.1.5 Résultat financier

Retraité des effets de la norme IFRS 16, le résultat financier est en constante diminution sur la période, passant de 1 m€ à 0,4 m€. Il est essentiellement composé d'intérêts sur emprunts et d'intérêt divers auxquels sont ajoutés les autres produits et charges financiers. Les intérêts relatifs à l'affacturage sont inclus dans les intérêts divers et ne représentent pas, dans un contexte général de taux d'intérêt encore faibles, un montant significatif.

3.2.1.6 Résultat net

Le résultat net ressort très volatil sur la période 2016 – 2021, passant d'un point haut à 11,6 m€ en 2016, soit une marge nette de 3,8 %, à un point bas en 2019 à 2,5 m€, pour une marge nette de 0,8 %, avant de s'établir à 10,3 m€ en 2021, soit 3,1 % du chiffre d'affaires. Entre 2020 et 2021, le résultat net a presque triplé passant de 3,5 m€ à 10,3 m€, conséquence de la forte reprise de l'activité.

En 2021, il comprend un impôt sur les sociétés de l'ordre de 3,9 m€ et un montant de cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) de 2,1 m€, le Groupe considérant que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat, tel que défini par la norme IAS 12.

3.2.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan fonctionnel du Groupe est présenté dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2016 :

Bilan fonctionnel m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Immobilisations incorporelles	114,9	112,5	114,2	113,2	120,4	121,7
Droits d'utilisation IFRS 16	-	-	-	21,4	18,3	12,3
Immobilisations corporelles	4,2	4,8	5,9	5,7	5,0	5,2
Immobilisations financières	3,1	3,1	3,7	4,3	4,9	5,7
Actif d'impôts différés	2,2	2,6	2,7	1,3	3,7	3,7
Immobilisations	124,4	123,0	126,5	145,8	152,3	148,5
Stocks	-	-	-	-	-	-
Créances clients	58,6	60,0	56,7	44,0	49,5	60,8
Autres créances d'exploitation	12,6	15,5	13,6	10,4	7,9	0,8
Dettes fournisseurs	(16,2)	(18,6)	(17,4)	(15,3)	(17,5)	(23,5)
Dettes fisc. & sociales	(61,7)	(65,6)	(62,4)	(55,7)	(59,1)	(63,8)
Autres dettes	(11,8)	(12,2)	(11,8)	(11,9)	(16,3)	(15,1)
BFR d'exploitation	(18,5)	(20,9)	(21,3)	(28,5)	(35,5)	(40,8)
<i>BFR d'exploitation en % du CA</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Actifs financiers courants	11,6	11,3	10,1	17,3	11,6	16,2
BFR	(6,9)	(9,6)	(11,2)	(11,2)	(23,9)	(24,6)
<i>BFR en % du CA</i>	<i>(2,3%)</i>	<i>(3,1%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,7%)</i>	<i>(8,1%)</i>	<i>(7,3%)</i>
Provisions	(5,9)	(8,9)	(10,9)	(11,2)	(13,6)	(14,1)
Emprunts et dettes financières	(19,8)	(14,8)	(14,8)	(10,8)	(6,8)	(15,3)
Passifs financiers courants	(8,8)	(7,9)	(5,4)	(5,8)	(6,7)	(4,9)
Dettes de loyers IFRS 16	-	-	-	(22,7)	(19,4)	(12,9)
Trésorerie et équivalents	30,8	33,9	32,2	28,0	34,4	49,5
Trésorerie (dettes) nettes (y compris IFRS 16)	2,2	11,2	12,0	(11,3)	1,5	16,4
Actifs/(passifs) nets détenus en vu d'être cédés	-	-	-	0,7	-	-
Total	113,8	115,7	116,4	112,8	116,3	126,2
Capitaux propres	113,8	115,5	116,3	112,8	116,4	126,2

Au 31 décembre 2021, l'actif immobilisé de Groupe Open s'élève à 148,5 m€ et se compose essentiellement d'immobilisations incorporelles, elles-mêmes essentiellement constituées d'écarts d'acquisition :

m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Goodwill	112,5	108,2	108,4	106,9	115,3	115,3
Droits d'utilisation IFRS 16	-	-	-	21,4	18,3	12,3
Autres immobilisations incorporelles	2,4	4,3	5,8	6,3	5,1	6,3
Immob. incorp.	114,9	112,5	114,2	134,5	138,7	134,0
Immob. corp.	4,2	4,8	5,9	5,7	5,0	5,2
Prêt à la construction	2,4	2,5	2,9	3,5	4,1	4,7
Dépôts et cautionnements	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9
Autres actifs financiers	-	-	-	-	-	0,2
Immobilisations financières	3,1	3,1	3,7	4,3	4,9	5,7
Actif d'impôts différés	2,2	2,6	2,7	1,3	3,7	3,7
Actif immobilisé	124,4	123,0	126,5	145,8	152,3	148,5

Ces écarts d'acquisitions résultent des différentes acquisitions réalisées depuis 2006, dont Teamlog (2007), Syllis (2008), Smart Trade Services devenu SmartFi Services (2014), MCO Finance (2016), Lateos (2016), Kynapse, La Netscouade (2016), BelerSoft (2017), Izberg (2018) ou encore NEOS-SDI (2020).

Les autres immobilisations incorporelles résultent notamment de l'activation de charges de R&D dans le cadre de projets de développement d'outils internes et de solutions éditées, à hauteur de 3,8 m€ en 2020.

Les droits d'utilisation relatifs aux contrats de locations opérationnels issus de l'application depuis 2019 de la nouvelle norme IFRS 16 s'élèvent à 12,3 m€ en 2021.

Les immobilisations corporelles, dont le montant s'élève à 5,2 m€ en 2021, se composent essentiellement de matériels informatiques et équipements ainsi que de travaux d'aménagement dans les locaux.

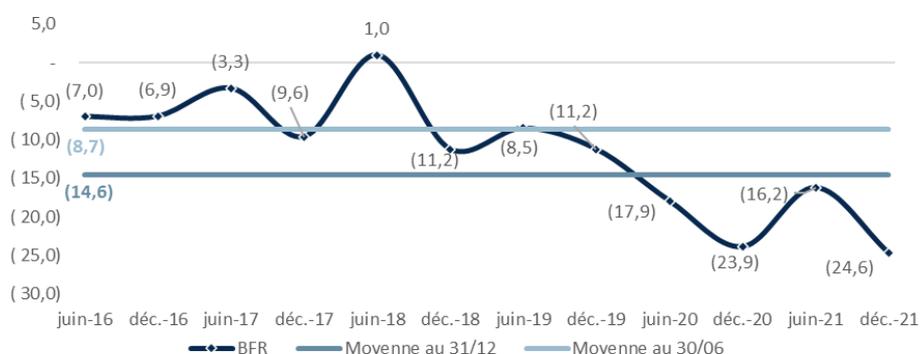
Les immobilisations financières correspondent à des actifs financiers non courants et s'élèvent à 5,7 m€ en 2021, dont 4,7 m€ de prêts à la construction.

Le besoin en fonds de roulement, structurellement négatif, ressort à -24,6 m€ en 2021. Il est essentiellement composé de créances clients, de dettes fournisseurs et de dettes fiscales et sociales. La Société, qui fait financer certaines de ses créances par des sociétés d'affacturage, procède à la déconsolidation d'une partie des créances financées (créances sans recours). Le Groupe met en avant sa bonne maîtrise des délais de règlement et encours clients :

m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stocks	-	-	-	-	-	-
Créances clients	58,6	60,0	56,7	44,0	49,5	60,8
Autres créances d'exploitation	12,6	15,5	13,6	10,4	7,9	0,8
Dettes fournisseurs	(16,2)	(18,6)	(17,4)	(15,3)	(17,5)	(23,5)
Dettes fisc. & sociales	(61,7)	(65,6)	(62,4)	(55,7)	(59,1)	(63,8)
Autres dettes	(11,8)	(12,2)	(11,8)	(11,9)	(16,3)	(15,1)
BFR d'exploitation	(18,5)	(20,9)	(21,3)	(28,5)	(35,5)	(40,8)
<i>BFR d'exploitation en % du CA</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Actifs financiers courants	11,6	11,3	10,1	17,3	11,6	16,2
BFR	(6,9)	(9,6)	(11,2)	(11,2)	(23,9)	(24,6)
<i>BFR en % du CA</i>	<i>(2,3%)</i>	<i>(3,1%)</i>	<i>(3,5%)</i>	<i>(3,7%)</i>	<i>(8,1%)</i>	<i>(7,3%)</i>

La saisonnalité du BFR est cependant significative, ce dernier s'établissant en moyenne à -8,7 m€ au 30 juin entre 2016 et 2021 contre -14,6 m€ au 31 décembre sur la même période. :

Evolution du besoin en fonds de roulement 2016-2021



Les capitaux propres du Groupe s'élèvent à 126,2 m€ au 31 décembre 2021, contre 116,4 m€ en 2020. Ils sont pour l'essentiel composés de réserves consolidées. Il n'y a pas eu d'augmentation de capital social en 2021. La part des capitaux propres consolidés attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle (intérêts minoritaires) est marginale et s'élève à 0,1 m€.

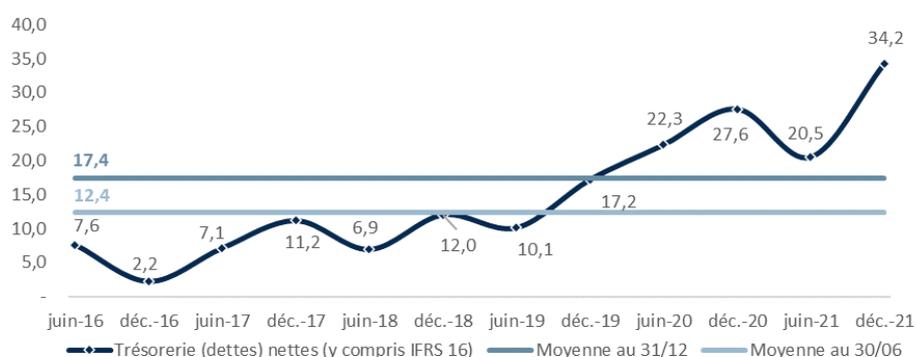
Fin 2021, la dette financière s'élève à 15,3 m€ et correspond à des emprunts auprès d'établissements de crédit. Les dettes liées aux obligations locatives (IFRS 16) sont de 12,9 m€. Dans le cadre de ses financements bancaires, le groupe n'a pas eu recours au Prêt Garantie par l'Etat (PGE).

La trésorerie s'élève, quant à elle, à 49,5 m€ conduisant à une position de trésorerie nette (y c. passifs courants et dette IFRS 16) fin 2021 de 16,4 m€.

m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Emprunts et dettes financières	(19,8)	(14,8)	(14,8)	(10,8)	(6,8)	(15,3)
Passifs financiers courants	(8,8)	(7,9)	(5,4)	(5,8)	(6,7)	(4,9)
Dette de loyers IFRS 16	-	-	-	(22,7)	(19,4)	(12,9)
Trésorerie et équivalents	30,8	33,9	32,2	28,0	34,4	49,5
Trésorerie (dettes) nettes (y compris IFRS 16)	2,2	11,2	12,0	(11,3)	1,5	16,4

La trésorerie nette hors dette de loyer IFRS 16 apparaît en nette amélioration depuis l'année 2020 (cf. graphique infra). Comme le BFR, la trésorerie nette est sujette à une nette saisonnalité et s'établit à un niveau significativement supérieur au 31 décembre par rapport au 30 juin sur la période 2016-2021.

Evolution de la trésorerie (dette) nette (hors dette de location IFRS 16) 2016-2021



Les provisions, qui s'élevaient à 14,1 m€ en 2021, comprennent majoritairement des indemnités de fin de carrière pour 12,7 m€ :

m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Engagements de retraite	4,6	7,7	10,5	10,7	12,2	12,7
Autres provisions non courantes	1,0	1,0	0,4	0,5	1,4	1,4
Provisions courantes	0,3	0,2	-	-	-	-
Provisions pour R&C	5,9	8,9	10,9	11,2	13,6	14,1

3.2.3 Flux de trésorerie

Groupe Open TFT m€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Résultat net des activités poursuivies	11,4	10,2	11,2	4,5	5,0	10,9
Dotations nettes aux amortissements et provisions <i>en % du CAHT</i>	2,5 0,8%	4,2 1,3%	5,4 1,7%	5,3 1,7%	5,8 2,0%	4,4 1,3%
Dotations amortissements/droits d'utilisation relatifs aux contrats de location				4,9	5,2	5,4
Autres items sans impact en trésorerie	0,1	3,7	0,3	0,9	1,6	(0,1)
Résultat des activités arrêtées, cédées ou en cours de cession	0,2	(1,7)	(0,3)	(2,0)	(1,6)	(0,7)
Coût de l'endettement financier net	0,8	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6
Charge d'impôt (y compris impôts différés)	7,8	8,4	8,2	6,7	5,7	6,0
Capacité d'autofinancement avant coût endettement financier net et impôt (A)	22,8	25,5	25,3	21,0	22,4	26,4
Impôt versé (B)	(9,3)	(10,6)	(8,5)	(9,2)	(2,2)	(5,9)
Variation du BFR lié à l'activité (C)	(4,8)	5,3	0,6	4,5	8,2	0,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité (D) = (A+B+C)	8,7	20,2	17,4	16,3	28,4	21,1
Décassements liés aux acquisitions d'immobilisations corp. et incorp.	(3,7)	(4,9)	(5,4)	(3,7)	(2,5)	(4,7)
Autres flux liés aux opérations d'investissement	(4,5)	1,0	(3,3)	(1,6)	(11,3)	(1,3)
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement (E)	(8,2)	(3,9)	(8,7)	(5,3)	(13,8)	(5,9)
Rachats et ventes d'actions propres	(2,0)	(4,5)	(2,3)	(3,7)	-	(0,3)
Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	(2,1)	(2,8)	(3,5)	(3,4)	-	(0,0)
Encaissements liés aux nouveaux emprunts	20,4	0,2	-	-	-	15,0
Remboursements d'emprunts	(11,3)	(3,5)	(3,1)	(3,0)	(3,1)	(6,6)
Rbt de la dette/droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	-	-	-	(4,7)	(5,5)	(6,0)
Autres flux liés aux opérations de financement	(1,1)	(1,1)	(1,4)	(0,2)	0,4	(2,1)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement (F)	3,9	(11,7)	(10,3)	(15,0)	(8,2)	(0,0)
Incidence des variations des cours des devises (G)	-	-	-	-	-	-
Variation de la trésorerie nette (D+E+F+G+H)	4,4	4,6	(1,6)	(4,0)	6,4	15,1

La Société génère des flux de trésorerie opérationnels élevés découlant d'une marge brute d'autofinancement largement positive, et d'une évolution du BFR au 31 décembre favorable depuis 2017. Un point haut est atteint en 2020 à 28,4 m€, avant de retomber fin 2021 à 21,1 m€ essentiellement du fait d'une variation de BFR moins favorable.

Les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement sont essentiellement composés de décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles, et à l'incidence des variations de périmètre. En 2021, il s'élève à 5,9 m€, en diminution de 7,9 m€ par rapport à 2020 du fait, essentiellement, de l'incidence de variations de périmètre cette même année. Les investissements en immobilisations corporelles du Groupe consistent principalement à des aménagements de locaux et à l'achat de matériel informatique. Les investissements en immobilisations incorporelles correspondent à des acquisitions de logiciels et à la capitalisation de frais de R&D.

3.3 Présentation du plan d'affaires

Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre s'appuient sur le plan d'affaires 2022-2026 produit par le management de Groupe Open. Nous avons eu accès à une version détaillée de celui-ci, incluant des prévisions couvrant le compte de résultat jusqu'au résultat net, des prévisions sur les principaux postes du bilan ainsi que quelques éléments du TFT. Le modèle fourni inclut également les hypothèses du management s'agissant des principaux leviers opérationnels de la Société soit le taux journalier moyen (TJM), le taux d'activité congés exclus (TACE), l'évolution du salaire moyen et la croissance des effectifs en équivalent temps plein (ETP).

Pour rationaliser l'évolution des perspectives du Groupe, nous avons également eu accès au plan d'affaires 2020-2023 qui avait été produit à l'occasion de l'OPA 2020.

Le plan 2022-2026 du management retient les principales hypothèses suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : le management retient une hypothèse volontariste concernant le chiffre d'affaires avec la poursuite d'une croissance soutenue en 2022 (+ 9,6 %, après une croissance de +13,5 % observée en 2021)

qui tend ensuite vers une croissance cible de l'ordre 5 % par an. Cette évolution repose sur des hypothèses de croissance soutenue du TJM et des effectifs. La prévision sur ce dernier point a d'ailleurs été significativement revue à la hausse par rapport au plan 2020-23.

- **Charges d'exploitation** : L'évolution des charges d'exploitation anticipées dans le plan suit celle du chiffre d'affaires et, en cohérence avec la nécessité de maintenir une croissance importante des effectifs, s'accompagne d'une augmentation significative de la participation des salariés aux bénéfices.
- **EBITDAaL** : Afin de limiter les biais introduits par l'application de la norme IFRS 16, nous avons recalculé à partir des prévisions du management un EBITDAaL en réintégrant la dotation aux amortissements de l'actif de droit d'usage IFRS 16 dans l'EBITDA, ainsi que la part financière des loyers opérationnels estimée en proportion du résultat financier sur une base historique. Les taux de marge d'EBITDAaL ainsi obtenus progressent d'un niveau de 6,4 % observé en 2021, vers une cible de 7,7 % à horizon 2026, soit en hausse par rapport aux prévisions de fin 2020 (qui visaient un taux de marge de 7,1 % à horizon 2023). Le niveau de marge d'EBITDAaL attendu en 2023 ressort toutefois quasiment identique dans les deux plans. Du fait du contexte de retrait obligatoire, nous avons déduit de l'EBITDAaL les charges induites par la cotation du Groupe (estimées par le management à un montant annuel de 300 k€) à 50 % dès l'année 2022 et à 100 % sur le reste du plan.
- **Dotation aux amortissements / Investissements** : hors amortissement de l'actif de droit d'usage IFRS 16, les prévisions de dotation aux amortissements ressortent stables sur l'horizon du plan. Au vu des faibles montants en jeu, le management a retenu l'option simplificatrice d'égaliser les investissements anticipés avec la dotation aux amortissements.
- **Besoin en fonds de roulement** : Le BFR repris dans nos travaux a été modélisé à partir des prévisions bilantielles du management qui intègrent une hypothèse de recours mesuré et stable dans le temps à l'affacturage. Le niveau relatif du BFR, structurellement négatif, ainsi estimé par rapport au chiffre d'affaires converge rapidement vers un niveau de -6,6 %. Les passifs financiers liés à l'affacturage (créances déconsolidées et non déconsolidées) n'ont pas été intégrés au BFR et retraités dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. §4.2.2 infra). L'évolution du ratio estimé par le management par rapport au niveau prévu dans le plan 2020 de -3,7 % ressort cohérent avec l'amélioration de cette ressource observée sur les exercices 2020 et 2021.
- **CVAE** : Comme ses concurrents, le Groupe a retenu l'option offerte par la norme IAS 12 permettant la comptabilisation de la CVAE dans l'impôt sur les sociétés (et non pas dans les charges opérationnelles). Le plan produit par le management maintient cette présentation et estime le niveau de cette charge à -0,6 % du chiffre d'affaires, en nette réduction par rapport au plan de 2020 qui l'estimait à -1,3 %. Cette évolution est justifiée par l'application de l'article 8 de la loi n°2020-1721 qui supprime la part régionale de cet impôt.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir analysé les opérations connexes et déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Analyse des opérations connexes

Afin de faire face aux coûts d'acquisition des Blocs d'Actions et de son projet d'OPAS pour un total de 73,8 m€¹⁷, l'Initiateur a sécurisé son financement à court terme par le biais d'une avance en compte courant de Montefiore et de la Banque présentatrice à hauteur, respectivement, de 50,8 m€ (40,4 m€ sous forme de convention de prêt et 10,4 m€ sous forme d'avance en compte courant) et de 23,0 m€.

Par ailleurs, à l'occasion de cette opération, les actionnaires de l'Initiateur ont décidé de procéder à la réorganisation du capital de New GO devant conduire à la prise du contrôle de cette société par Montefiore. Cette réorganisation sera réalisée à travers :

- la cession d'une partie des intérêts économiques des Fondateurs à Montefiore, dont la valeur a été estimée sur la base d'une valeur de l'action Groupe Open égale au prix d'Offre soit 33,50 €, s'élève à 41,5 m€ ;
- le refinancement d'une partie des obligations émises par New GO et souscrites par Montefiore pour un montant de 11,8 m€.

Enfin, l'opération permettra le refinancement d'une partie de la dette de Groupe Open à hauteur de 15 m€. En ajoutant 6 m€ de frais, le coût total de l'opération est estimé à 148,2 m€ pour New GO. Son financement sera assuré par l'émission d'obligations à bons de souscription d'actions d'un montant de 120 m€¹⁸ (« l'Unitranche ») et par des apports de Montefiore d'un montant total de 28,2 m€, sous forme d'augmentation de capital pour 14,0 m€ (par exercice de BSA pour 5,7 m€ et souscription d'AO¹⁹ pour 8,3 m€) et de souscription d'obligations convertibles pour 14,2 m€. L'Unitranche et les apports de Montefiore permettront le refinancement des financements court terme de 73,8 m€ évoqués ci-avant.

Afin de nous assurer de l'absence d'élément susceptible de remettre en cause le principe de l'équité de traitement entre les actionnaires, nous avons étudié les contrats conclus en février 2021, ceux conclus en février 2022, et en particulier le MoU signé le 1^{er} février 2022 entre Montefiore Investment V SLP et les Fondateurs, ainsi que les éléments de calcul qui nous ont été communiqués, et notamment le calcul de la valeur des instruments financiers cédés par les Fondateurs et la table de capitalisation issue des opérations de réorganisation du capital de New GO.

Ainsi, les instruments financiers cédés par les Fondateurs sont les 14 720 445 obligations convertibles Fondateurs (ci-après les « **OC Fondateurs** »), souscrites le 24 février 2021 à un prix unitaire de 1 € par OC. Selon les termes et conditions de l'émission par New GO de l'emprunt sous forme d'obligations convertibles, ce dernier est d'une durée de 10 ans et porte un intérêt annuel capitalisé de 2 %. Les OC Fondateurs peuvent être converties, à l'expiration d'une période de 18 mois à compter de leur souscription et à la seule initiative de leur détenteur, en actions de préférence de catégorie B²⁰ (ci-après les « **ADP B** ») à raison d'une ADP B pour une OC Fondateurs, les intérêts étant

¹⁷ Soit 2,2 millions d'actions (1,2 m. d'actions des Blocs et 1 m. d'actions du flottant) à 33,50 € par action.

¹⁸ Contrat de prise ferme d'un montant total maximal de 140 m€ signé le 1^{er} février 2022.

¹⁹ AO pour action ordinaire.

²⁰ Actions de préférence ayant les mêmes droits que les actions ordinaires et assorties (i) d'une clause permettant aux fondateurs de garder le contrôle de New GO tant que leurs OC ne sont pas remboursées/rachetées et (ii) d'une clause anti-dilution.

payés en numéraire. En l'absence de conversion, les OC Fondateurs devaient être remboursées à leur échéance (ou à une date anticipée à l'initiative de New GO) à leur valeur nominale, soit 1 € par OC, augmentée des intérêts capitalisés et courus. Les analyses de l'époque avaient conclu à l'absence de complément de prix ou de clause de prix de sortie garantie au titre de ces accords.

Le prix de cession des OC Fondateurs proposé dans le cadre de la présente opération ne correspond pas à la valeur de remboursement anticipé prévue dans les termes et conditions attachés à l'instrument, mais à celle qu'aurait perçu un titulaire d'ADP B dans le cadre d'un transfert autorisé de titres New GO prévu dans le pacte d'associés. Il apparaît donc que le rachat des OC Fondateurs par New GO aboutit à un raccourcissement de 4 mois²¹ du délai autorisant la conversion des OC Fondateurs en ADP B.

Toutefois, cet « aménagement » des contrats conclus lors de l'OPA 2020 ne nous semble pas constituer un élément susceptible de remettre en cause le principe d'équité de traitement des actionnaires dans la mesure où :

- le délai de 18 mois était contractuel et sa réduction lors de sa fixation (à 12 mois par exemple) n'aurait pas remis en cause son caractère équitable en 2020 ;
- la réduction du délai autorisant la conversion est faible et n'a pas d'impact significatif sur la valeur d'une ADP B (i.e. le coût de l'argent sur 4 mois), en supposant le maintien de la valeur de l'action Groupe Open au prix d'Offre.
- nous nous sommes assurés que le prix de cession des OC Fondateurs correspondait, par transparence au prix d'Offre de 33,50 €, à la valeur des ADP B calculée sur la base de l'actif net réévalué de New GO au 31 décembre 2021, alignant ainsi le traitement des Fondateurs sur celui des actionnaires minoritaires de Groupe Open.

4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.2.1 Nombre de titres

Le nombre total d'actions inscrit à la cote est égal à 8 079 823 actions. Ajusté des actions auto-détenues, le nombre total d'actions utilisé dans les travaux d'évaluation ressort à 8 060 601.

Open	
Nombre d'actions pris en compte	7-janv.-22
Nombre d'actions inscrites à la cote	8 079 823
Actions autodétenues	(19 222)
Nombre d'actions retenu	8 060 601

²¹ La cession des OC Fondateurs doit intervenir le 15 avril 2022 au lieu du 24 août 2022.

4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le tableau suivant présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

Open Eléments de passage de la VE à la VCP m€	31-déc.-21 BM&A
Dettes financières	(15,3)
Disponibilités et équivalents	49,5
Position financière nette	34,2
Intérêts minoritaires	(0,1)
Provisions pour R&C	(1,4)
Provisions pour engagements postérieurs à l'emploi	(9,4)
Actifs financiers (hors dépôts et cautionnements)	4,8
Dettes d'affacturage déconsolidant	(11,4)
Dettes d'affacturage non déconsolidant	(4,9)
Autres éléments	(22,3)
Total	11,8

La position financière nette est déterminée à partir des montants de dette financière et de disponibilités repris dans les Comptes Provisoires à fin décembre 2021 et a été ajustée des éléments suivants :

- La valeur des intérêts minoritaires telle qu'elle apparaît au bilan ;
- Les provisions pour risques & charges (essentiellement des risques prud'homaux) repris pour leur montant au bilan ;
- Les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi repris à leur valeur bilancielle retraitées d'une estimation de l'économie d'impôt qu'elles génèreront ;
- Les actifs financiers au bilan retraités des dépôts et cautionnements, que nous considérons nécessaires à l'activité, et composés essentiellement de prêt au personnel (action logement) ;
- La dette d'affacturage liée aux créances déconsolidées ;
- La dette d'affacturage liée aux créances non déconsolidées (autres passifs financiers courants, non repris dans le BFR modélisé dans le plan d'affaires utilisé dans l'approche d'actualisation de flux de trésorerie).

4.3 Méthodes ou références non retenues

4.3.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2021 s'établissent à 126 m€, soit 15,7 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 114 % par rapport à cette référence.

4.3.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.3.3 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

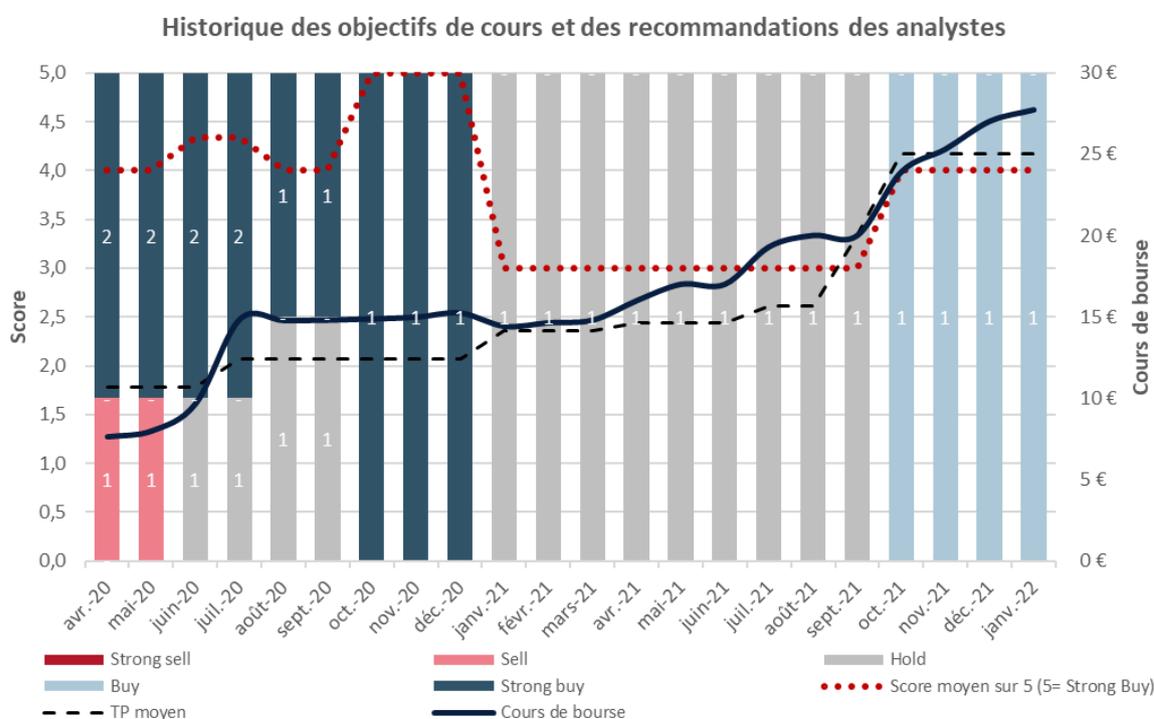
S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.3.4 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :

Sur la période considérée, le titre Groupe Open a été suivi par trois analystes financiers : ESN/CIC Market Solutions, Portzamparc et Oddo BHF. Cette couverture, déjà étroite, s'est considérablement réduite au cours de l'année 2020 avec l'arrêt du suivi par ESN/CIC en juillet, et par Portzamparc en septembre.

L'évolution sur les 22 derniers mois des recommandations et des objectifs de cours est résumée ci-après :



Du fait de ce suivi limité, nous ne considérons pas la méthode comme pertinente. Nous relevons toutefois que le prix d'Offre extériorise une prime de 34 % par rapport au dernier objectif de cours de 25 €, publié par Oddo BHF le 7 décembre 2021.

4.3.5 Approche par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

En plus des biais habituels qu'elle implique (fiabilité de l'information disponible, caractère unique de chaque négociation et comparabilité de l'activité des cibles retenues notamment), cette méthode étant uniquement basée sur des valeurs/résultats passés, elle est particulièrement biaisée au cas d'espèce du fait du contexte exceptionnel des transactions réalisées en pleine crise sanitaire (et par l'absence de crise pour les références plus anciennes). Dans ce contexte, nous n'avons pas considéré cette référence comme pertinente pour la présente évaluation. Nous avons toutefois mis en œuvre l'approche à titre indicatif.

Elle s'appuie sur un échantillon 13 transactions observées sur des ESN françaises²² sur la période 2018-2021 et pour lesquelles l'information publique était suffisante pour déterminer des multiples. Comme pour l'approche par les comparables boursiers, développée au §4.4.5 infra, le multiple d'EBIT a été privilégié afin de limiter les biais introduits par la norme IFRS 16 et la capitalisation ou non des frais de R&D.

Note méthodologique : Les multiples de transaction relevés ont été appliqués à l'année courante. Pour tenir compte du développement anticipé dans le plan d'affaires, nous avons extrapolé ces multiples en leur appliquant une variation identique à celle observée sur les multiples boursiers.

Sur la base de ces éléments, la valeur d'une action Groupe Open par l'application d'un multiple de VE/EBIT s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 24,2 € et 34,2 € avec une valeur centrale de 28,8 € comme détaillé dans le tableau ci-après :

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
Multiple médian	216 333	220 297	224 426
Moyenne, borne basse ⁽¹⁾	183 365	186 725	190 224
Moyenne, borne haute ⁽¹⁾	254 192	258 850	263 701
Valeur d'entreprise retenue	183 365	220 297	263 701
Position financière nette	34 192	34 192	34 192
Autres éléments	(22 346)	(22 346)	(22 346)
Valeur des capitaux propres	195 211	232 143	275 547
Nombre d'actions	8 060 601	8 060 601	8 060 601
Valeur en € par action	24,22 €	28,80 €	34,18 €

(1) Intervalle de confiance à 95 % du multiple moyen

Le prix d'Offre de 33,50 € fait ressortir une prime de 16 % sur la valeur centrale ainsi obtenue.

S'agissant des transactions, il convient toutefois de relever que la plupart des opérations retenues portent sur une majorité du capital de la cible et que, par conséquent, les prix offerts intègrent très probablement une prime de contrôle ; de ce fait, ces multiples auraient pu être décotés dans une fourchette de 20 % à 30 %²³.

²² Les transactions retenues sont présentées en annexe 7.2

²³ Fourchettes de prime de contrôle moyennes observées sur longue période lors d'opérations de marché soumises au visa de l'AMF.

4.4 Critères et méthodes retenus

4.4.1 Transactions sur le capital de la Société

4.4.1.1 Acquisition des actions détenues par les fonds Amiral Gestion et Sycomore Asset Management

À la suite de la signature de deux contrats d'acquisition d'un bloc d'actions datés du 7 janvier 2022, New GO s'est porté acquéreur de 882 176 actions Groupe Open auprès d'Amiral Gestion, et de 324 424 actions auprès de Sycomore Asset Management, représentant au total environ 15 % du capital de la Société, à un prix unitaire de 33,5 € par action.

Il convient de souligner que le contrat de cession entre New GO et Amiral Gestion prévoit le versement d'un complément de prix dans l'hypothèse où le prix de l'Offre serait supérieur à celui perçu par Amiral Gestion²⁴. Le fonds percevrait alors un montant égal à la différence entre les deux prix, multipliée par le nombre de titres qu'il détenait.

Ces acquisitions de bloc, qui permettent à New GO d'acquérir 55 % du flottant résiduel et une quote-part supplémentaire du capital de la Société, significative, constituent l'élément déclencheur de la présente opération. A ce titre et nonobstant la singularité du contrat de cession avec Amiral Gestion²⁵, nous retenons ces transactions comme référence de valeur à titre principal.

4.4.1.2 Offre publique d'achat annoncée le 22 juillet 2020

Par voie de communiqué de presse les Fondateurs de Groupe Open, en association avec un fonds géré par Montefiore Investment, ont annoncé le 22 juillet 2020 une offre publique d'achat sur les actions Groupe Open à un prix de 15 € par action, soit une prime de 57 % par rapport au cours de l'époque.

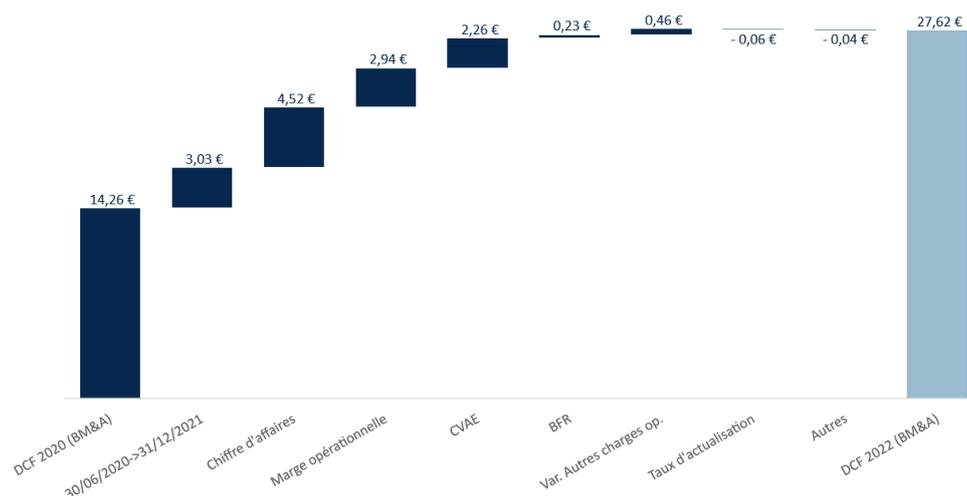
Le 21 décembre 2020, les Fondateurs et Montefiore Investment annoncent le succès de l'Offre publique avec l'apport de 2,2 millions d'actions, soit près de 50 % du flottant visé. En conséquence, les Initiateurs annoncent le 29 décembre 2020 la réouverture de l'Offre. A la suite de cette réouverture, le Concert aura ainsi acquis 28 % du capital de Groupe Open et 50 % du flottant visé.

Malgré le caractère relativement récent de cette opération qui a permis l'acquisition d'une part significative du flottant de l'époque, nous considérons que l'évolution du contexte général (réduction des incertitudes liées à la crise sanitaire et conjoncture générale favorable pour les ESN) et l'amélioration significative des résultats de la Société ne permet pas de retenir la référence de valeur à titre principal pour la présente évaluation. Nous relevons toutefois que le prix d'Offre de l'OPAS de 33,5 € extériorise une prime de 123 % par rapport au prix proposé pour l'offre de 2020.

A titre indicatif, nous avons reconstitué la valeur par la méthode de l'actualisation des flux telle que nous l'aurions estimée à l'époque en reprenant le plan d'affaires 2020-2023 du management et les hypothèses de l'expert indépendant et avons estimé les principaux effets qui permettent d'expliquer sa différence avec celle que nous obtenons par la même approche :

²⁴ Cette disposition aurait été applicable au cas où l'Initiateur serait venu à déposer une offre publique d'achat déclarée conforme par l'AMF à un prix supérieur à 33,50 € avant le 30 juin 2022. Sa mise en œuvre ne paraît plus possible compte tenu du calendrier de l'opération et dans la mesure où l'Initiateur a dépassé le seuil de 90 % du capital et des droits de vote de la Société (par conséquent les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'offre sont d'ores et déjà réunies et cette clause ne trouvera pas à s'appliquer).

²⁵ Laquelle amoindrit la pertinence de la référence, au contraire d'un prix ferme et définitif sans complément de prix.



Les principaux effets sont (i) le passage de la situation de fin juin 2020 à la situation de fin décembre 2021 (éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ainsi que décalage de la fenêtre du plan de 2020-2026 à 2022-2029, pour 3,03 €), (ii) le maintien sur une durée plus longue de perspectives de croissance du chiffre d'affaires soutenues (pour 4,52 €), (iii) l'amélioration de la marge opérationnelle (pour 2,94 €) et (iv) la division par deux de la CVAE suite à la suppression de sa part régionale (pour 2,26 €).

4.4.2 Cours de bourse

Les actions du Groupe Open sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (ISIN FR0004050300-OPN).

Avec un flottant au 7 janvier 2022, date d'annonce de l'Offre, de 12,6 % (qui s'est fortement réduit à la suite de l'opération de 2020 et les acquisitions de janvier 2022) et une rotation du flottant sur les 12 derniers mois de 13,21 %²⁶, l'action se trouve à la limite des critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs. Par ailleurs, le titre ne répond logiquement pas aux deux critères fixés par la Commission européenne²⁷ (flottant supérieur à 100 m€ et volumes journalier échange supérieur à 1 m€).

Nous considérons néanmoins la référence au cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence de valeur pertinente, mais pouvant être impactée par d'éventuels mouvements spéculatifs.

²⁶ Source : Refinitiv Eikon.

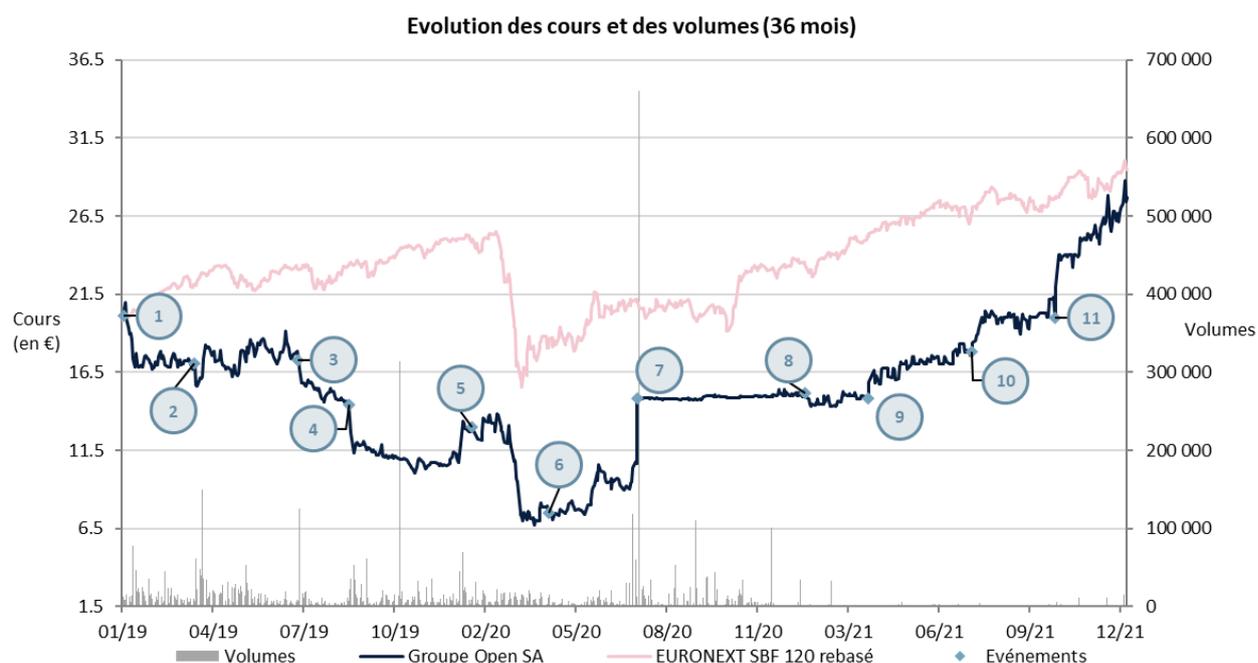
²⁷ Cf. Article 2, paragraphe 1, point 1.7 b) du règlement UE n°600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

Synthèse des prix et de volumes échangés au 7 janvier 2022 :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	28,80	6,61	14,24	7 158 845	9 285	85,48%	180,55%	97,80%
24 mois	28,80	6,61	13,32	3 446 359	6 679	41,63%	104,17%	96,71%
12 mois	28,80	14,08	18,61	277 547	1 072	3,44%	13,21%	93,82%
6 mois	28,80	16,90	23,17	112 243	850	1,39%	5,43%	95,45%
3 mois	28,80	19,60	24,81	79 737	1 208	0,99%	3,94%	96,97%
20 jours de bourse	28,80	25,00	26,88	34 668	1 733	0,43%	2,78%	100,00%
Spot	28,30	27,20	27,67	280	280	0,00%	0,03%	

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

4.4.3 Revue historique du cours de bourse



Notre analyse de la performance boursière d'Open débute au premier semestre 2019, avec l'acquisition d'Izberg, startup spécialisée commercialisant une plateforme SaaS²⁸ permettant la mise en place d'un canal de vente digital via une *marketplace* propre (1). La chute du cours observée début janvier 2019 fait suite à un 4^{ème} trimestre 2019 en deçà des attentes qui s'explique par une baisse du taux d'occupation liée à un taux de turnover en augmentation (26,4% en 2018 vs 22,2% en 2017), et ce malgré une activité de recrutement soutenue avec l'intégration de plus de 900 collaborateurs productifs sur l'année 2018.

Le 27 mars 2019, l'annonce des résultats annuels 2018 (2), qui se caractérisent par une croissance de 3,2 % du chiffre d'affaires, un ROC en retrait de (3,0) % et un dividende stable induisent une certaine volatilité avec une correction du cours de bourse qui passe de 17,1 € le 27 mars 2019 à 15,6 € le 29 mars 2019 avant de revenir à des niveaux supérieurs à 17 € dès le 5 avril 2019.

Le 18 juillet 2019, alors que le cours s'élève à 17,3 €, l'annonce d'un chiffre d'affaires de 156,3 m€ pour le 1^{er} semestre 2019 (3), en baisse de 5% par rapport au premier semestre 2018 du fait d'une diminution de l'effectif productif embarqué, d'une décision de réduire le recours à la sous-traitance et d'un turnover encore élevé engendrant une baisse du taux d'occupation, a pour conséquence une baisse progressive du cours jusqu'à mi-septembre 2019 (14,4 €).

²⁸ Software as a Service.

Le 11 septembre 2019, la publication d'un résultat net en pertes pour le premier semestre 2019 (④), -0,7 m€ contre 7,2 m€ au 1^{er} semestre 2018, entraîne une correction du cours de 14,4 € à 11,6 € par action le 18 septembre 2019. Le cours de bourse reste par la suite relativement stable jusqu'au 7 janvier 2020 où il entame une semaine de hausse pour atteindre 13,40 € le 14 janvier 2020.

Le 23 janvier 2020, (⑤) l'annonce des résultats annuels 2019, avec notamment une baisse de (6,1 %) du chiffre d'affaires (303,9 m€, s'expliquant principalement par la diminution du recours à la sous-traitance et par un effet calendaire défavorable (-0,4%)), d'un ROC à 5 % du chiffre d'affaires (contre 7,5 % en 2018) et d'un dividende de 0,42 € par action (stable par rapport à l'année précédente), induisent un recul du cours de 13,02 € à 12,2 € sur la fin janvier 2020. Le cours se maintient ensuite entre 12,0 € et 14,0 €, jusque début mars 2020 où il atteint 13,1 €.

De mi-mars 2020 à mi-juillet 2020, le recul du cours observé est corrélé à celui du marché induit par la conjoncture exceptionnelle (pandémie de COVID-19).

Le cours de bourse atteint un plus bas historique le 1^{er} avril 2020, soit 6,61 €, à la suite de la baisse générale des marchés déclenchée par les inquiétudes liées à la crise sanitaire. Le 16 avril 2020 (⑥) le Groupe confirme qu'il ne versera pas de dividendes au titre de l'année 2020, comme la majorité des sociétés cotées.

Début juin 2020, le cours progresse pour atteindre 10,6 € le 10 juin 2020 avant de décrocher à nouveau et revenir autour des 9,0 € 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 compter du 17 juillet 2020 et atteindre 10,7 € le 21 juillet 2020. Cette évolution progressive sur la fin du premier semestre 2020 est corrélée à la hausse générale des marchés des ESN. Cet effet de rattrapage est porté par le maintien des besoins informatiques, la demande croissante en services liés à la cybersécurité et en solutions d'accès à distance dus à l'essor du télétravail (qui a induit une augmentation globale du chiffre d'affaires du marché des ESN en 2020 de +0,8%).

Le 22 juillet 2020 (⑦), les fondateurs du Groupe et le fonds d'investissement Montefiore annoncent au marché un projet d'Offre Publique d'Achat à un prix de 15,0 € par action. Le cours oscille de ce fait dans une fourchette très réduite comprise entre 14,84€ le 22 juillet 2020 et 15,22€ le 15 janvier 2021.

Le 21 janvier 2021 (⑧), le Groupe publie un chiffre d'affaires 2020 de 296 m€, en baisse de 2,5 % (dont 3,3 % en organique). Cette évolution s'explique notamment par la baisse du taux d'occupation et de l'effectif productif interne (3 111 collaborateurs à fin décembre 2020 vs 3 250 à fin décembre 2019). Pour rappel, le Groupe a procédé à l'acquisition en novembre 2021 de la société Neos-SDI, société de conseil et d'ingénierie informatique, spécialiste de l'environnement Microsoft. Cette dernière contribue au chiffre d'affaires 2020 à hauteur de 2,5 m€.

Le 22 juillet 2021, le Groupe annonce un redressement de ses indicateurs d'activité, notamment une hausse de son résultat net qui atteint 3,9 m€ au premier semestre 2021 (⑨), contre 0,2m€ au premier semestre 2020); un chiffre d'affaires du premier semestre 2021 de 166,7 m€, en croissance de 12,7 % dont 7,3 % organique et un résultat opérationnel courant de 7,7 m€, en croissance de 45 % (contre 5,3 m€ au premier semestre 2020) (⑩). Dans un contexte marché (Logiciels & Services) plus favorable (+4,8 %, source Numeum), Groupe Open réalise un premier semestre 2021 satisfaisant, soutenu par le redressement de ses indicateurs d'activité qui sont corrélés avec la tendance haussière du marché.

De début août 2021 à mi-octobre 2021, le cours continue de croître, pour atteindre 21,3 € le 19 octobre 2021.

Le 21 octobre 2021, le Groupe affiche un excellent 3^{ème} trimestre 2021 avec un chiffre d'affaires de 77,5 m€, en hausse de 13 % (⑪, dont 7,9 % organique). Cette croissance est liée à la signature de deux gros contrats avec le secteur public (représentant 28% du chiffre d'affaires 2021 contre 25% en 2020). La société confirme ainsi sa prévision de croissance du résultat opérationnel courant en valeur et en taux par rapport à 2019. Cette annonce participe à l'évolution conséquente du cours, qui passe de 20,0 € à 27,0 € le 31 décembre 2021.

Le cours de bourse atteint son plus haut sur la période analysée le 5 janvier 2022 à 28,8 €.

Le 11 janvier 2022, la société New GO détenue par les fondateurs et le fonds Montefiore, annonce un projet d'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) visant les actions Groupe Open au prix unitaire de 33,50 €.

Le 20 janvier 2022, Groupe Open a annoncé un chiffre d'affaires 2021 de 336 M€, en croissance de 13,5%, dont 9,2% en organique, s'expliquant par l'amélioration de ces indicateurs d'activité : taux d'occupation, taux journalier moyen, mais avec un recours renforcé à la sous-traitance. L'effectif productif interne accompagne cette tendance et ressort en hausse à fin décembre 2021 à 3 370 collaborateurs contre 3 280 à fin décembre 2020.

4.4.4 Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie

4.4.4.1 Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2022-2026 du plan d'affaires décrit dans le §3.2.1 supra. Comme indiqué précédemment, nous considérons que ce plan, conçu sur le même modèle que celui qui avait été retenu dans le cadre l'OPA 2020 et qui fait apparaître les hypothèses du management s'agissant des principaux leviers de l'activité, reflète le travail de rationalisation stratégique réalisé par la Société.

Par ailleurs, son extension par nos soins jusqu'au 31 décembre 2029 permet de modéliser une convergence de la croissance anticipée en fin de plan avec celle retenue en année normative.

L'incidence des différentes hypothèses retenues est présentée en analyse de sensibilité.

4.4.4.2 Flux normatifs

La valeur terminale retient les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,5 %, légèrement supérieur au niveau d'inflation anticipé par le FMI²⁹ pour la France à horizon 2026 (1,3 %) ;

Inflation anticipée par le FMI (WOE d'octobre 2021)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
France	Déflateur du PIB		2,7 %	0,6 %	1,6 %	1,2 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %
France	Indice des prix	1,3 %	0,5 %	2,0 %	1,6 %	1,2 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %

- un taux de marge d'EBITDAaL³⁰ cible de 7,7 %, égal au niveau atteint à l'issue du plan du management et tenant compte de l'économie des frais de cotation ;
- un ratio d'investissement/ chiffre d'affaires peu significatif de 0,8 %, égal au niveau anticipé à l'issu du plan du management ;
- une dotation aux amortissements égale aux investissements ;
- Un niveau de CVAE normatif estimé à 0,6 % du chiffre d'affaires.
- un impôt sur les sociétés estimé à 25,8 % de l'EBITaL³¹ anticipé après CVAE ;
- une variation en besoin en fonds de roulement estimée à partir d'un ratio BFR sur chiffre d'affaires de - 6,6 % atteint à l'issue du plan du management ;
- un niveau tendanciel d'autres charges opérationnelles (principalement des coûts de restructuration) estimé à 1 m€ annuel.

4.4.4.3 Paramètres actuariels

Nous estimons que le taux d'actualisation applicable aux flux anticipés par le management est assimilable à un coût des fonds propres à endettement nul apprécié par le MEDAF du fait d'une position financière nette positive :

²⁹ World Economic Outlook d'octobre 2021.

³⁰ EBITDA *after lease*, ou EBITDA réduit de l'amortissement de l'actif de droit d'usage IFRS 16 et de la part financière de la charge de loyers opérationnels.

³¹ EBIT *after lease*, ou EBIT réduit de la part financière de la charge de loyers opérationnels IFRS 16

Open - Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	31-janv.-22
		CFPO
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta de l'actif économique	β_u	1,09
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	-
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,09
TRI implicite ex-ante du marché observé (SBF 120)		
TRI implicite	TRI_M	7,8 %
Taux sans risque (10 ans)	Rf_{10}	0,2 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - Rf$	7,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	1,8 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,2 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,4 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,4 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	5,2 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	5,6 %
Prime de taille observée (capi.bours. 270 m€)	A	2,0 %
Ajustement du risque de défaut	B	0,6 %
Prime de taille Open	$\Pi_T = A + B$	2,6 %
Coût des fonds propres	$ke = Rf + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T$	10,8 %

Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation :

- **Bêtas de l'actif économique (désendetté) retenu** : Bêta moyen pondéré par les R^2 de l'échantillon de comparables boursiers utilisés dans le cadre l'approche analogique détaillée infra (cf. annexe 7.3).
- **TRI implicite du marché** : rendement implicite *ex-ante* observé sur l'indice SBF 120 au 31 janvier 2022 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des OAT TEC à 10 ans, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions.
- **Prime de risque actions** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligation *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta action.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme, intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les *large cap*, sur lesquelles le bêta MEDAF ne s'applique pas (estimation Fairness Finance³²).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta prévu par le MEDAF.
- **Prime de taille** : Surcroît de rendement³³ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille de la SMTPC, ajusté pour tenir compte du profil de risque crédit de Groupe Open.

NB : Le caractère volontariste du plan d'affaires 2022-2026 produit par le management aurait pu nous conduire à ajuster la prime de risque pour biais d'optimisme *large caps* (Π_O dans le tableau supra) pour tenir compte d'un niveau d'incertitude supérieur à la norme. Compte-tenu du contexte de retrait obligatoire, nous n'avons pas appliqué d'ajustement à ce titre.

³² Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.

³³ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro (1 206 sociétés suivies à fin janvier 2022), soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

4.4.4.4 Résultats de l'approche DCF

Open	
Valeur des capitaux propres DCF	k€
Valeur présente des flux de trésorerie	100 919
Cash flow terminal	23 175
Valeur terminale	248 084
Valeur présente de la valeur terminale	109 850
Valeur d'entreprise	210 768
Position financière nette	34 192
Autres éléments	(22 346)
Valeur des capitaux propres	222 614
Nombre d'actions	8 060 601
Valeur en € par action	27,62 €

L'approche de l'actualisation des flux de trésorerie à un taux unique fixé à 10,8 %, extériorise une valeur du titre Open 27,6 €, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre de 21,3 %.

Nous avons parallèlement développé plusieurs analyses de sensibilité afin de mesurer l'incidence sur la valeur des principaux paramètres d'évaluation, notamment ceux dont le niveau actuel ou prévisionnel présente une incertitude :

Taux d'actualisation / Taux de croissance à l'infini :

Open		CMPC				
€		9,5 %	10,2 %	10,8 %	11,5 %	12,2 %
g [∞]	1,0 %	31,1	28,8	26,8	25,0	23,5
	1,3 %	31,7	29,3	27,2	25,4	23,8
	1,5 %	32,3	29,8	27,6	25,7	24,1
	1,8 %	33,0	30,3	28,1	26,1	24,4
	2,0 %	33,7	30,9	28,6	26,5	24,8

Open		CMPC				
€		9,5 %	10,2 %	10,8 %	11,5 %	12,2 %
g [∞]	1,0 %	12,6 %	4,2 %	(3,1) %	(9,4) %	(14,9) %
	1,3 %	14,8 %	6,0 %	(1,6) %	(8,1) %	(13,8) %
	1,5 %	17,1 %	7,9 %	-	(6,8) %	(12,7) %
	1,8 %	19,6 %	9,9 %	1,7 %	(5,4) %	(11,5) %
	2,0 %	22,2 %	12,0 %	3,4 %	(3,9) %	(10,3) %

Variation des ratios BFR/CA et EBITDAaL/CA normatifs :

Open		BFR/CA normatif				
€		(1,0) %	(0,5) %	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda normatif	(1,0) %	28,4	26,9	25,4	23,9	22,5
	(0,5) %	29,5	28,0	26,5	25,0	23,6
	-	30,6	29,1	27,6	26,1	24,7
	0,5 %	31,7	30,2	28,7	27,2	25,8
	1,0 %	32,8	31,3	29,8	28,3	26,9

Open		BFR/CA normatif				
%		(1,0) %	(0,5) %	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda normatif	(1,0) %	2,8 %	(2,6) %	(7,9) %	(13,3) %	(18,6) %
	(0,5) %	6,7 %	1,4 %	(4,0) %	(9,3) %	(14,7) %
	-	10,7 %	5,4 %	-	(5,4) %	(10,7) %
	0,5 %	14,7 %	9,3 %	4,0 %	(1,4) %	(6,7) %
	1,0 %	18,6 %	13,3 %	7,9 %	2,6 %	(2,8) %

Variation des hypothèses structurantes du plan du management (taux journalier moyen, taux d'activité, croissance des salaires et croissance de la masse salariale) :

Open		Variation de la croissance du TJM				
€		(0,2) %	(0,1) %	-	0,1 %	0,2 %
Var. de la croissance du TACE	(0,2) %	23,2	24,3	25,4	26,5	27,6
	(0,1) %	24,3	25,4	26,5	27,6	28,7
	-	25,4	26,5	27,6	28,7	29,9
	0,1 %	26,5	27,6	28,7	29,9	31,0
	0,2 %	27,6	28,7	29,9	31,0	32,2

Open		Variation de la croissance du TJM				
%		(0,2) %	(0,1) %	-	0,1 %	0,2 %
Var. de la croissance du TACE	(0,2) %	(16,1) %	(12,1) %	(8,1) %	(4,1) %	(0,0) %
	(0,1) %	(12,1) %	(8,1) %	(4,1) %	(0,0) %	4,1 %
	-	(8,1) %	(4,1) %	(0,0) %	4,1 %	8,2 %
	0,1 %	(4,1) %	(0,0) %	4,1 %	8,2 %	12,3 %
	0,2 %	(0,0) %	4,1 %	8,2 %	12,3 %	16,5 %

Open		Variation de la croissance du salaire moyen				
€		(0,2) %	(0,1) %	-	0,1 %	0,2 %
Var. de la croissance de la masse salariale	(0,2) %	29,3	28,3	27,3	26,4	25,4
	(0,1) %	29,4	28,4	27,5	26,5	25,5
	-	29,6	28,6	27,6	26,6	25,7
	0,1 %	29,7	28,7	27,8	26,8	25,8
	0,2 %	29,9	28,9	27,9	26,9	25,9

Open		Variation de la croissance du salaire moyen				
%		(0,2) %	(0,1) %	-	0,1 %	0,2 %
Var. de la croissance de la masse salariale	(0,2) %	5,9 %	2,4 %	(1,1) %	(4,6) %	(8,1) %
	(0,1) %	6,5 %	3,0 %	(0,5) %	(4,1) %	(7,6) %
	-	7,0 %	3,5 %	(0,0) %	(3,5) %	(7,1) %
	0,1 %	7,6 %	4,1 %	0,5 %	(3,0) %	(6,6) %
	0,2 %	8,2 %	4,6 %	1,1 %	(2,5) %	(6,1) %

4.4.5 Evaluation par les comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 7 sociétés françaises actives dans le secteur des ESN d'une taille comparable à celle de Groupe Open. Ces sociétés comparables cotées sont présentées de manière détaillée en annexe 7.4.

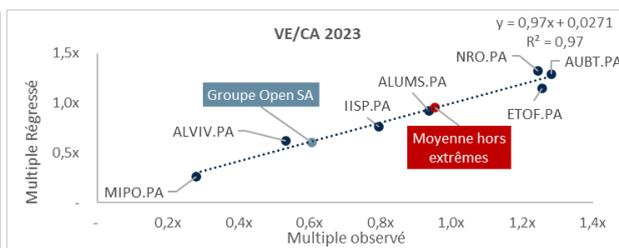
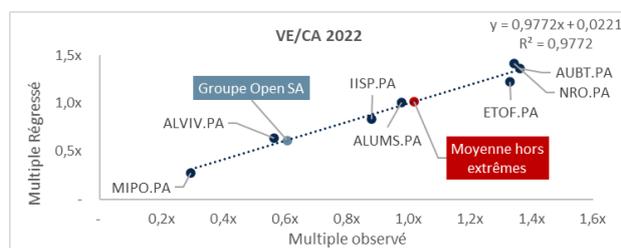
Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 15 février 2022 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour le chiffre d'affaires et l'EBIT :

Multiples de comparables boursiers Société	Code RIC	VE en m€	VE/CA			VE/EBIT			Marge d'EBIT		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Aubay SA	AUBT.PA	697	1.5x	1.4x	1.3x	14.3x	13.3x	12.4x	10.3 %	10.3 %	10.3 %
Infotel SA	ETOF.PA	372	1.4x	1.3x	1.3x	15.1x	13.3x	12.3x	9.4 %	10.0 %	10.2 %
Neurones SA	NRO.PA	845	1.5x	1.3x	1.2x	13.7x	12.4x	11.4x	10.7 %	10.8 %	10.9 %
Umanis SA	ALUMS.PA	260	1.1x	1.0x	0.9x	11.6x	9.8x	8.8x	9.1 %	9.9 %	10.6 %
Societe Pour l Informatique Industrielle SA	IISP.PA	759	1.0x	0.9x	0.8x	13.1x	9.3x	7.7x	7.5 %	9.5 %	10.3 %
Micropole SA	MIPO.PA	39	0.3x	0.3x	0.3x	6.4x	4.8x	3.9x	4.9 %	6.1 %	7.2 %
Visiativ SA	ALVIV.PA	128	0.6x	0.6x	0.5x	8.8x	7.1x	5.7x	6.8 %	8.0 %	9.3 %
Groupe Open SA (au 7 janvier 2022)	OPEN.PA	222	0.7x	0.7x	0.6x	12.3x	9.7x	8.5x	5.5 %	6.7 %	7.3 %
Moyenne		443	1.0x	1.0x	0.9x	11.9x	10.0x	8.9x	8.4 %	9.2 %	9.8 %
Moyenne hors extrêmes		443	1.1x	1.0x	1.0x	12.3x	10.4x	9.2x	8.6 %	9.5 %	10.1 %
Médiane		372	1.1x	1.0x	0.9x	13.1x	9.8x	8.8x	9.1 %	9.9 %	10.3 %
Maximum		845	1.5x	1.4x	1.3x	15.1x	13.3x	12.4x	10.7 %	10.8 %	10.9 %
Minimum		39	0.3x	0.3x	0.3x	6.4x	4.8x	3.9x	4.9 %	6.1 %	7.2 %
Estimateur de l'écart-type		299	0.4x	0.4x	0.4x	2.9x	3.0x	3.1x	1.9 %	1.5 %	1.2 %
Coefficient de variation		68 %	0.4x	0.4x	0.4x	0.2x	0.3x	0.3x	23.0 %	16.4 %	11.9 %
Nb d'observations = n		7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%		277	0.4x	0.4x	0.3x	2.7x	2.8x	2.9x	1.8 %	1.4 %	1.1 %
Borne haute de l'estimation de la moyenne		720	1.4x	1.3x	1.2x	14.6x	12.8x	11.8x	10.2 %	10.6 %	10.9 %
Borne basse de l'estimation de la moyenne		166	0.7x	0.6x	0.6x	9.1x	7.2x	6.0x	6.6 %	7.8 %	8.7 %

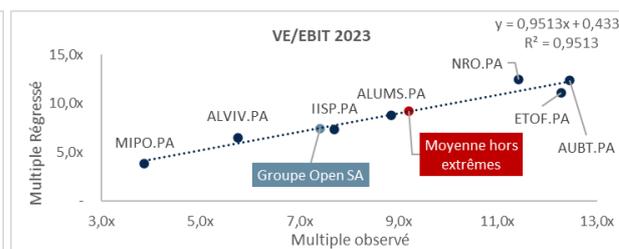
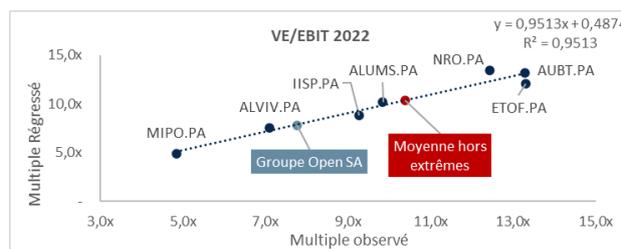
Note méthodologique : Les multiples d'EBIT calculés supra ont été redressés, lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la part financière de la charge de loyers opérationnels estimée à partir des frais financiers comptabilisés au titre de la dette de loyers. Les multiples de VE/CA n'ont été retenus que dans le cadre de la régression réalisée infra, celle-ci permettant de redresser le multiple appliqué pour tenir compte du niveau de marge opérationnelle de Groupe Open.

L'analyse statistique des multiples calculés supra montre une corrélation significative entre la valeur relative donnée par le marché à chacune des sociétés considérées et le couple marge opérationnelle / stabilité de cette marge opérationnelle (mesurée à travers le coefficient de variation des marges d'EBIT réalisées sur la période 2018-2020 et attendues en 2021-2023). La régression multifactorielle des multiples observés par rapport à ces deux paramètres extériorise ainsi des coefficients de détermination (ou R², qui reflètent le pouvoir explicatif de la régression) compris entre 95 % et 97 %, comme illustré infra :

▪ **Multiples de VE/CA :**



▪ **Multiples de VE/EBIT :**



Dans ce contexte nous avons appliqué trois jeux de multiples aux agrégats Groupe Open anticipés pour les années 2022 et 2023 :

- Le multiple sectoriel médian de VE/EBIT ;
- Le multiple sectoriel moyen hors extrêmes de VE/EBIT ;
- Les multiples régressés de VE/CA et de VE/EBIT par rapport au niveau de marge d'EBIT anticipé et au coefficient de variation de la marge d'EBIT 2018-2023.

Cette approche extériorise les résultats suivants :

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
Multiple médians (VE/EBIT)	211 428	212 604	213 780
Multiples moyens hors extrêmes (VE/EBIT)	221 096	223 039	224 982
Multiples régressés (VE/CA+VE/EBIT)	170 046	203 918	237 789
Fourchette de valeur d'entreprise retenue	170 046	213 187	237 789
Position financière nette	34 192	34 192	34 192
Autres éléments	(22 346)	(22 346)	(22 346)
Valeur des capitaux propres	181 892	225 033	249 635
Nombre d'actions	8 060 601	8 060 601	8 060 601
Valeur en € par action	22,57 €	27,92 €	30,97 €
Multiples médians seuls	27,70 €	27,85 €	27,99 €
Multiples moyens seuls	28,90 €	29,14 €	29,38 €
Multiples régressés seuls	22,57 €	26,77 €	30,97 €

Le prix d'Offre de 33,5 € ferait ainsi ressortir une prime de 20,0 % sur la valeur centrale extériorisée supra qui peut se décomposer en des primes de 20,3 % pour les seuls multiples médians, de 15,0 % pour les multiples moyens hors extrêmes et de 25,2 % pour les multiples régressés.

5 | ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Oddo BHF (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

La Banque et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références de valorisation et méthodes d'évaluation pour ce qui est des approches retenues à titre principal à l'exception de l'objectif de cours des analystes que nous n'avons pas retenu du fait du suivi limité.

Les fourchettes de valeurs auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Open Méthodes/Référence		BM&A (en € par action)			Évaluateur (en € par action)		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
	250 jours/12 mois	14,1	18,6	28,8	14,1	18,5	28,8
	180 jours	n.c.	n.c.	n.c.	16,2	21,3	28,8
	120 jours/6 mois	16,9	23,2	28,8	16,9	23,3	28,8
	60 jours/3 mois	19,6	24,8	28,8	19,6	25,1	28,8
	20 jours	25,0	26,9	28,8	25,0	26,9	28,8
	Spot	27,2	27,7	28,3		27,7	
DCF		25,0	27,6	30,3	23,4	24,6	25,9
Multiples boursiers	moyens (hors extr.)	28,9	29,1	29,4	n.c.	n.c.	n.c.
	médians	27,7	27,8	28,0	26,4	27,1	27,7
	régressés	22,6	26,7	31,0	n.c.	n.c.	n.c.
Transactions comparables		24,2	28,8	34,2	n.c.	26,8	n.c.
Objectifs de cours			25,0			25,0	
Transactions sur le capital	07/01/2022		33,5			33,5	
	OPA (07/20)		15,0			15,0	
ANC			15,7			14,9	

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

La Banque ayant retenu le même nombre d'actions que nous, cette donnée n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Open Eléments de passage de la VE à la VCP m€	31-déc.-21	30-juin-21
	BM&A	Banque
Dettes financières	(15,3)	(6,8)
Disponibilités et équivalents	49,5	27,3
Position financière nette	34,2	20,5
Intérêts minoritaires	(0,1)	(0,1)
Provisions pour R&C	(1,4)	(1,5)
Provisions pour engagements postérieurs à l'emploi	(9,4)	(9,1)
Actifs financiers (hors dépôts et cautionnements)	4,8	5,4
Dettes d'affacturage déconsolidant	(11,4)	(10,0)
Dettes d'affacturage non déconsolidant	(4,9)	(4,3)
Autres éléments	(22,3)	(19,6)
Total	11,8	0,9

Les différences entre les éléments de passage retenus par l'Évaluateur et nos travaux sont les suivantes :

- La Banque a utilisé les derniers comptes publiés (semestriels à fin juin 2021) pour réaliser son évaluation alors que nous avons eu accès aux Comptes Provisoires à fin décembre 2021.
- La Banque ajuste, comme nous, les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi de l'économie fiscale qu'ils généreront. Elle retient toutefois un taux d'impôt sur les sociétés 2021 de 27,5 % là où nous avons retenu un taux cible de 25,8 %. Cet écart méthodologique n'a pas d'impact matériel sur le résultat.
- L'Évaluateur retient la totalité des actifs financiers dans son approche des éléments de passage, alors que nous avons exclu les dépôts et cautionnements que nous considérons nécessaires à la génération des flux de trésorerie.

Finalement, les références retenues par l'Évaluateur l'amènent à retenir des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de 0,9 m€ là où nous retenons 11,8 m€. Cet écart significatif s'explique essentiellement par la date des comptes de référence, l'essentiel de la trésorerie ayant été générée au mois de décembre en 2021. Une partie de cet écart est toutefois partiellement compensée par la prise en compte d'un demi-flux 2021 non actualisé dans l'approche DCF mise en œuvre par la Banque.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues

5.2.1 Actif net comptable

Comme nous, la Banque présente à titre indicatif l'actif net comptable de la Société. Elle retient toutefois la référence issue des derniers comptes publiés, soit au 30 juin 2021, alors que nous reprenons l'ANC qui ressort des comptes au 31 décembre 2021.

5.2.2 Transactions comparables

Comme nous, l'Évaluateur ne retient pas l'approche pas la méthode des transactions comparables du fait des nombreux biais qu'elle implique, mais la met en œuvre à titre indicatif.

Pour cette approche indicative, la Banque retient un échantillon de 15 transactions ciblant des ESN françaises d'une taille inférieure à 1 milliard d'euros et réalisées depuis 2017. Les multiples de VE/EBIT moyens et médians relevés sur cet échantillon ressortent légèrement inférieurs à ceux que nous avons relevés dans nos travaux (entre 11x et 12x l'EBIT). De ce fait, le prix par action estimé par l'Évaluateur de 26,8 € par action ressort un peu en dessous de notre propre valeur centrale (28,8 €) mais s'inscrit dans la fourchette de valeur extériorisée par l'intervalle de confiance à 95 % du multiple moyen calculé sur notre échantillon (24 €-34 €).

5.2.3 Autres méthodes non retenues

La Banque exclut également de ses travaux l'approche par l'actif net réévalué ainsi que les modèles d'actualisation de flux de dividendes que nous n'avons pas retenus non plus pour les raisons exposées au §4.3 supra.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.3.1 Transactions récentes sur le capital de la société

L'Évaluateur retient ici la référence du prix d'Offre de l'OPA de l'été 2020 ainsi que le prix de la transaction hors marché du 7 janvier 2022. Nous avons présenté les mêmes références mais retenu à titre principal uniquement le prix de la transaction 2022.

5.3.2 Cours de bourse

La Banque a mis en œuvre une approche de cours moyens pondérés par les volumes relevés au 7 janvier 2022 (source : Bloomberg et Société), veille de la date d'annonce. Nous avons présenté, pour notre part, des cours pondérés par les volumes relevés à la même date mais de source Refinitiv Eikon. Les périodes retenues diffèrent toutefois légèrement, l'Évaluateur retenant des jours de bourse alors que nous avons défini les périodes d'analyses en mois calendaires. Ces différences ne font pas apparaître d'écarts significatifs.

5.3.3 Objectifs de cours des analystes

La Banque a procédé, comme nous, à une analyse des objectifs de cours produits par les analystes financiers et retient à titre principal celui produit par Oddo BHF, dernier analyste suivant la valeur à la date d'annonce de l'Offre. Nos travaux confirment ceux de la Banque, mais nous ne présentons la méthode qu'à titre indicatif du fait du suivi réduit dont bénéficie Groupe Open.

5.3.4 Actualisation de flux de trésorerie

5.3.4.1 Flux actualisés

L'Évaluateur retient les flux du plan d'affaires produit par le management, sans extension. Les flux actualisés sur la période 2022-2026 sont très proches de ceux que nous avons retenu s'agissant de l'approche DCF (écarts inférieurs à 2 %, essentiellement dus au retraitement des frais de cotation dans notre approche). Nous avons toutefois prolongé le plan du management de trois années complémentaires pour faire tendre le niveau de croissance anticipé en 2026 vers celui retenu en année terminale.

S'agissant de la valeur terminale, la Banque retient des options presque identiques aux nôtres (à l'exception, peu significative, du taux d'IS normatif qui a été fixé à 25,0 % là où nous avons tenu compte de la contribution sociale pour le porter à 25,8 %).

5.3.4.2 Taux d'actualisation

L'Évaluateur assimilant, comme nous, le taux d'actualisation applicable aux flux générés par Groupe Open à un coût des fonds propres à endettement nul, le tableau présenté infra compare, ligne à ligne, les hypothèses entrant dans la construction du taux selon la grille d'analyse Fairness Finance :

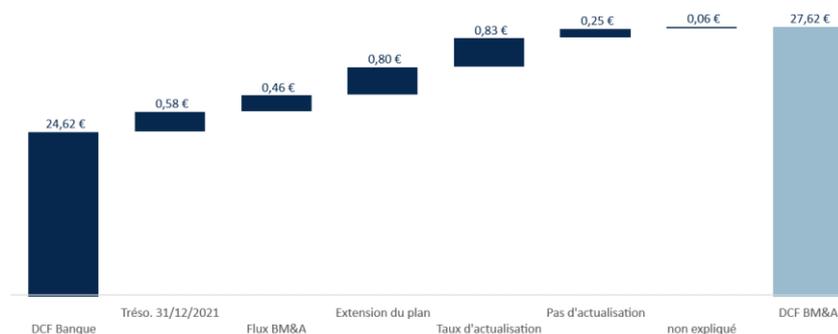
Open - Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	BM&A	Banque
		31/01/2022	17/01/2022
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique	β_u	1,09	0,91
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	-	-
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	-	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,8 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,09	0,91
TRI implicite ex-ante du marché observé	TRI_M	7,8 %	8,7 %
Taux sans risque	$Rf_{t,0}$	0,2 %	0,2 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - Rf$	7,6 %	8,5 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	1,8 %	n.a.
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,2 %	n.a.
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,4 %	n.a.
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,4 %	-
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	5,2 %	8,5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	5,6 %	7,7 %
Prime de taille observée	A	2,0 %	n.a.
Ajustement du risque de défaut	B	0,6 %	n.a.
Prime de taille Open	$\Pi_T = A + B$	2,6 %	3,2 %
Coût des fonds propres	$ke = Rf + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T$	10,8 %	11,2 %

Les principaux écarts observables entre l'approche retenue par la Banque et la nôtre sont dus à des sources et/ou à une méthodologie différente :

- **Bêta de l'actif économique** : L'Évaluateur retient le bêta désendetté calculé par Aswath Damodaran au 5 janvier 2021 pour le secteur « *Computer Services* » en Europe (qui incluait 205 références). Pour notre part, nous avons utilisé le bêta moyen ajusté de l'effet du levier financier des sociétés composant l'échantillon de comparables boursiers (moyenne pondérée par les R² des bêtas hebdomadaires observés au 31 janvier 2022 sur trois ans, cf. annexe 7.3). L'écart sur ce paramètre ressort significatif (1,09 vs 0,91), mais se réduit si nous considérons les travaux du professeur Damodaran actualisés au 5 janvier 2022 qui font apparaître un bêta sectoriel de 0,97 pour le secteur « *Computer Services* » en Europe (223 références).
- **Taux sans risque** : L'Évaluateur retient un taux sans risque déterminé « de manière indépendante par Oddo BHF » qui ressort en moyenne 3 mois au 17 janvier à 0,22 %. Cette référence ressort quasi identique au taux de rendement à 10 ans des OAT lissé sur trois mois au 31 janvier 2022 que nous retenons dans nos travaux (0,21 %)
- **Prime AAA** : La Banque applique une approche traditionnelle du coût des fonds propres par le MEDAF qui, contrairement à l'approche « *Fairness Finance* » que nous avons mise en œuvre, ne tient pas compte de l'écart de rendement entre les emprunts d'États et les taux *corporate* sans risque.
- **Prime de risque** : Pour ce paramètre, l'Évaluateur retient la prime de marché établie pour l'Europe par Oddo BHF (8,47%). Ce niveau ressort très proche de la prime de marché publiée par Fairness Finance pour la même zone³⁴ au 31 janvier 2022 (8,48 %). Nous avons toutefois retenu dans nos travaux une prime de risque calculée sur les seules sociétés françaises (indice SBF 120) qui ressort plus faible à 7,6 %.
- **Prime de taille** : La Banque comme nous même corrigeons l'approche MEDAF du coût des fonds propres pour tenir compte de la taille de Groupe Open. La Banque retient une prime de 3,2 % basée sur les abaques publiés par le cabinet Duff & Phelps et basée sur des données datant de 2020 (segment de marché regroupant les sociétés comprises entre 2 m€ et 452 m€ de capitalisation boursière). Nous retenons, pour notre part, une prime de taille plus faible (2,6 %) basée sur les données publiées par Fairness Finance pour la zone euro, pour une capitalisation boursière de 270 m€ et que nous ajustons pour tenir compte du profil de risque relatif de Groupe Open par rapport aux sociétés de taille équivalente.

5.3.4.3 Conclusion

La Banque estimant les flux de trésorerie d'exploitation issus du plan préparé par le management du Groupe à un niveau très proche de ceux que nous avons calculés (écart sur la valeur de 46 centimes d'euros par action). Les écarts les plus significatifs sont induits par l'estimation de la trésorerie générée au S2 2021 (0,58 € par action), notre extension du plan de trois années (0,74 € par action) et l'écart de taux d'actualisation (0,83 € par action) :



³⁴ La zone Europe telle que définie par Fairness Finance intègre la zone euro, la Suisse, l'Europe du Nord et le Royaume-Uni. La prime de marché de la seule zone euro ressort légèrement plus faible à 8,30 %.

5.3.5 Comparables boursiers

L'Évaluateur met en œuvre une approche analogique par les multiples de comparables boursiers qu'il retient, comme nous, à titre principal. Cette approche s'appuie sur un échantillon de sept comparables presque identique à celui que nous avons retenu (nous avons exclu SQLI du fait de l'OPA en cours mais avons ajouté la société Micropole, malgré sa petite taille).

D'un point de vue méthodologique, la Banque applique aux agrégats du plan d'affaires les multiples médians de VE/EBIT des années 2021 à 2023. Nous avons retenu une approche similaire (hors multiple 2021) que nous avons complétée d'une approche par régression multifactorielle des multiples de VE/CA et de VE/EBIT en fonction de la marge d'EBIT et du coefficient de variation de la marge d'EBIT.

Les résultats auxquels parvient l'Évaluateur ressortent très proches de notre approche par les multiples médians et se trouvent encadrés par les deux approches complémentaires que nous avons mises en œuvre.

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Groupe Open auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 33,5 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Open Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse	36 mois	6,6	14,2	28,8	135,2 %
	24 mois	6,6	13,3	28,8	151,5 %
	12 mois	14,1	18,6	28,8	80,0 %
	6 mois	16,9	23,2	28,8	44,6 %
	3 mois	19,6	24,8	28,8	35,0 %
	20 jours	25,0	26,9	28,8	24,6 %
	Spot	27,2	27,7	28,3	21,1 %
DCF		25,0	27,6	30,3	21,3 %
Multiples boursiers	moyens	28,9	29,1	29,4	15,0 %
	médians	27,7	27,8	28,0	20,3 %
	régressés	22,6	26,7	31,0	25,7 %
Transactions comparables		24,2	28,8	34,2	16,3 %
Objectifs de cours			25,0		34,0 %
Transactions sur le capital	07/01/2022		33,5		-
	OPA (07/20)		15,0		123,3 %
ANC	31-déc.-21		15,7		113,9 %

Nous avons tout d'abord analysé les accords conclus à l'occasion de la présente Offre ainsi que les conditions de cession à l'Initiateur des OC Fondateurs émises par New GO. Nous avons relevé un raccourcissement du délai permettant la conversion de ces titres hybrides en ADP B New GO. Cependant, cette accélération du délai de conversion ne nous paraît pas de nature à remettre en cause le principe de traitement équitable des actionnaires car le prix de cession des OC Fondateurs reflète le prix d'Offre de 33,50 € et a un impact théorique négligeable sur leur valeur³⁵.

Ensuite, afin d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix d'Offre, nous avons mis en œuvre quatre approches retenues à titre principal : le cours de bourse de la Société, la méthode DCF, la méthode des comparables boursiers et les transactions récentes sur le capital de la Société. A l'exception de cette dernière référence, nous relevons que les valeurs centrales issues de ces approches convergent et ressortent dans une fourchette restreinte.

La référence au cours de bourse de la Société à la date précédant l'annonce de l'Offre conduit à une valeur de l'action Groupe Open comprise entre 24,81 € (moyenne 3 mois des cours pondérés par les volumes) et 26,88 € (20 jours), le prix d'Offre extériorisant aux bornes de cette fourchette une prime comprise entre 25 % et 35 %.

L'approche par actualisation des flux de trésorerie conduit à des valeurs comprises entre 25,04 € et 30,34 €, pour une valeur centrale de 27,62 € sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 21 %.

Nous avons également développé l'approche des comparables boursiers. Cette méthode qui s'appuie sur un échantillon d'entreprises de services du numérique actives dans le conseil, en France, a été appliquée en retenant les multiples médians, moyens et régressés. Elle conduit à une fourchette de valeurs centrales comprises entre 26,66 € et 29,14 €, sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 15 % et 26 %.

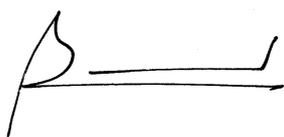
³⁵ Cf. § 4.1 p.21

Enfin, nous avons retenu la référence aux contrats d'acquisition par l'Initiateur auprès de deux actionnaires, d'actions Groupe Open représentant environ 15 % du capital soit plus de la moitié du flottant pré Offre et réalisés à un prix égal à celui de l'Offre soit 33,50 €.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 33,50 € par action Groupe Open proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 1^{er} mars 2022

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Directeur exécutif

7 | ANNEXES

7.1 Lettre de mission



Monsieur Pierre Beal
Cabinet BM&A
11 rue Laborde
75008 Paris

Paris, le 19 janvier 2022

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Groupe Open (l'« Offre ») initiée par New GO, 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° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »).

A cette fin, le Conseil d'administration de Groupe Open a constitué le 12 janvier 2022 un comité *ad hoc* avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux (le « Comité *ad hoc* »).

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet au Conseil d'administration de Groupe Open lors de sa réunion du 19 janvier 2022, sur la base de votre proposition de service détaillée datée du 17 Janvier 2022 et d'un entretien complémentaire tenu le 18 Janvier 2022.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de Groupe Open vous a désigné le 19 janvier 2022 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.

GROUPE OPEN
Société anonyme au capital de 1 349 893,34 €
Siège social : 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champéret, 92300 LEVALLOIS-PERRET
348 975 084 RCS NANTERRE

2) Calendrier de la mission

Le calendrier prévu de l'opération serait le suivant :

Date	Action
11 janvier 2022	Communiqué de presse relatif à l'annonce de l'opération
12 janvier 2022	Constitution du Comité <i>ad hoc</i>
19 janvier 2022	Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'administration de Groupe Open sur recommandation du Comité <i>ad hoc</i>
2 février 2022	Dépôt du projet de note d'information de New GO
Semaines du 14, 21 et 28 février 2022	Réunions entre le Comité <i>ad hoc</i> et l'expert indépendant
1 ^{er} mars 2022	Remise par l'expert indépendant de son rapport
1 ^{er} mars 2022	Conseil d'administration de Groupe Open pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
2 mars 2022	Dépôt du projet de note en réponse de Groupe Open
15 mars 2022	Déclaration de conformité de l'AMF
17 mars 2022 au 6 avril 2022	Ouverture de l'Offre + 15 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.

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

GROUPE OPEN
 Société anonyme au capital de 1 349 893,34 €
 Siège social : 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champerret, 92300 LEVALLOIS-PERRET
 348 975 084 RCS NANTERRE

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 le 7 janvier 2022, aux termes (i) d'un contrat d'acquisition avec Amiral Gestion portant sur l'acquisition d'un bloc composé de 882.176 actions de la Société au Prix de l'Offre, représentant 10,92% du capital et 10,83% des droits de vote théoriques de la Société et (ii) d'un contrat d'acquisition avec Sycomore Asset Management portant sur l'acquisition



d'un bloc composé de 324.424 actions de la Société au Prix de l'Offre, représentant 4,02% du capital et 3,98% des droits de vote théoriques de la Société.

- 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 que Pierre Béal et le cabinet BM&A 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 BM&A, 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.

GROUPE OPEN
Société anonyme au capital de 1 349 893,34 €
Siège social : 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champperret, 92300 LEVALLOIS-PERRET
348 975 084 RCS NANTERRE



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 2018, 2019 et 2020 ;
3. l'analyse des états financiers au 30 juin 2021 ;
4. les comptes provisoires au 31 décembre 2021 ;
5. l'analyse du plan d'affaires prévisionnel ;
6. l'analyse du cours de bourse de Groupe Open ;
7. l'analyse des notes des analystes suivant la valeur de Groupe Open ;
8. l'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées ;
9. l'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés ;
10. 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 ;
11. l'analyse des contrats d'acquisition de blocs d'actions susvisés conclus le 7 janvier 2022 ;
12. la présentation des résultats de vos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à votre fourchette de valeurs ;
13. l'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur ;
14. l'analyse du projet de note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant) ;
15. la rédaction de votre rapport ;
16. la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec l'AMF ou les actionnaires minoritaires de Groupe Open.

GROUPE OPEN
Société anonyme au capital de 1 349 893,34 €
Siège social : 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champerret, 92300 LEVALLOIS-PERRET
348 975 084 RCS NANTERRE



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,

Monsieur Frédéric Sebag
Président Directeur Général

GROUPE OPEN
Société anonyme au capital de 1 349 893,34 €
Siège social : 24-32 rue Jacques Ibert, Carré Champperret, 92300 LEVALLOIS-PERRET
348 975 084 RCS NANTERRE

7.2 Echantillon de transactions comparables

Cible	Localisation	Acquéreur	Source	Date d'annonce	% du capital acquis	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT
Echantillon France :								
Sqli SA	France	Synsion	Refinitiv	23-sept.-21	71,4%	0,9x	14,1x	na
Prodware SA	France	Phast Invest	Refinitiv	20-oct.-21	56,4%	1,1x	3,7x	10,2x
Devoteam SA	France	Castillon	Refinitiv	14-oct.-21	19,4%	1,7x	13,1x	19,5x
Devoteam SA	France	Castillon	Refinitiv	9-juil.-20	54,1%	1,0x	8,3x	10,5x
Sodifrance SA	France	Sopra Steria	Refinitiv	21-févr.-20	94,0%	0,7x	8,6x	14,0x
Business & Decision	France	Orange	Presse	12-févr.-20	6,4%	0,5x	20,2x	na
ITS Group	France	ITS	Refinitiv	17-oct.-19	43,0%	0,4x	7,0x	10,3x
Exteam	France	Private	E-mat	2-juil.-19	100,0%	0,9x	11,5x	12,0x
Soft Computing	France	Publicis	E-mat	20-déc.-18	100,0%	1,0x	11,7x	12,6x
GFI Informatique SA	France	Mannai	Presse	26-sept.-18	3,3%	0,7x	10,6x	14,0x
Novidy's SAS	France	CS	Presse	23-avr.-18	100,0%	1,1x	10,9x	11,3x
Estia Groupe	France	Consort NT	E-mat	8-mars-18	92,5%	1,4x	na	7,4x
RealDolmen NV	Belgique	GFI	Refinitiv	23-févr.-18	96,0%	0,7x	10,5x	12,2x
Moyenne						0,9x	10,9x	12,2x
Mediane						0,9x	10,7x	12,0x
Ecart type						0,3x	3,9x	2,9x
nombre d'observations						13	12	11
Intervalle de confiance à 95% de la moyenne						0,2x	2,5x	2,0x
Borne basse de la moyenne						0,7x	8,4x	10,2x
Borne haute de la moyenne						1,2x	13,3x	14,1x

NB : la transaction Prodware n'est pas encore finalisée à la date de rédaction du présent rapport.

7.3 Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF³⁶. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 31 janvier 2021 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage hebdomadaire et l'indice de référence utilisé pour apprécier la prime de risque de marché.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajusté pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽²⁾	V(Mino.) en m€ ⁽³⁾	DFN (T) en m€ ⁽³⁾	Levier (fonds propres) ⁽⁴⁾	β hors dette
<i>Groupe Open (pré Offre)</i>	25,8%	0,91	14,1%	EURONEXT SBF 120	216,5	0,1	(16,4)	(7,6%)	0,98
Aubay SA	25,8%	1,23	45,3%	EURONEXT SBF 120	713,4	-	(25,6)	(3,6%)	1,27
Infotel SA	25,8%	0,78	46,5%	EURONEXT SBF 120	377,7	-	(66,2)	(17,5%)	0,94
Neurones SA	25,8%	0,31	10,1%	EURONEXT SBF 120	847,2	111,7	(265,4)	(27,7%)	0,43
Umanis SA	25,8%	0,92	27,0%	EURONEXT SBF 120	261,4	-	29,1	11,1%	0,85
SII	25,8%	1,43	50,5%	EURONEXT SBF 120	882,7	-	(89,7)	(10,2%)	1,60
Micropole SA	25,8%	0,88	32,1%	EURONEXT SBF 120	39,4	0,2	-	-	0,88
Visiativ SA	25,8%	1,14	42,4%	EURONEXT SBF 120	127,8	-	35,4	27,7%	0,94
Moyenne	25,8%	0,95	36,3%		464,2		(54,6)	(2,9%)	0,99
Médiane	25,8%	0,92	42,4%		377,7		(25,6)	(3,6%)	0,94
Moyenne pondérée par les R²		1,06							1,09

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 31/01/2022

(3) Dernière valeur publiée

(4) DFN (ou T) = [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Fourchette basse

Moyenne

Fourchette haute

17%

-20%

-3%

14%

0,34

0,65

0,99

1,32

³⁶ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

7.4 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

7.4.1 Activités

Société	Description	Majoritairement présent en France	Majorité du chiffre d'affaires en IT Service
	<p>Aubay est une société de services informatiques. L'activité du groupe s'organise autour de 4 pôles :</p> <ul style="list-style-type: none"> - prestations de conseil technologique : prestations de conseil dans le choix des technologies à utiliser (conception d'architectures techniques, mise en place des technologies réseaux, etc. ; - prestations d'ingénierie : intégration de solutions et de systèmes, maîtrise d'oeuvre et développement d'applications, etc. ; - prestations de maintenance ; - prestations d'infogérance. 	✓	✓
	<p>Infotel est une société de services informatiques organisée autour de 2 pôles d'activités :</p> <ul style="list-style-type: none"> - prestations de services (96,5% du CA) : prestations de conseil, d'étude et d'audit des systèmes d'information, développement et mise en place d'applications (architectures Internet, outils d'aide à la décision, etc.), intégration de progiciels, etc. - édition de logiciels (3,5%) : logiciels de réorganisation, de restauration et de sauvegarde des bases de données. <p>Le CA par marché se ventile entre banque (41%), industrie (24,5%), services-transport-télécoms (17,1%), assurance (14,2%) et administration (3,2%).</p>	✓	✓
	<p>Parmi les leaders français du conseil en management et des services numériques, Neurones accompagne les grandes entreprises et organisations dans leurs projets digitaux, la transformation de leurs infrastructures informatiques et l'adoption des nouveaux usages. L'activité du groupe s'organise autour de 3 pôles :</p> <ul style="list-style-type: none"> - services d'infrastructures : cloud, cybersécurité, automatisation des infrastructures, digital workplace, etc. ; - services applicatifs : projets digitaux, SAP, process métiers, big data, IA, blockchain, finance de marché, etc. ; - conseil : en management, en marketing et en transformation digitale. <p>La groupe emploie près de 6 000 personnes réparties dans une dizaine de pays.</p>	✓	✓
	<p>Umanis S.A. est un groupe français spécialisé dans les prestations de services informatiques. Le CA par activité se répartit comme suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> - prestations de conseil et d'ingénierie (97,2%) : prestations d'assistance à maîtrise d'ouvrage de projets, de tierce maintenance applicative, de conseil en gestion de la relation client et en sécurisation de systèmes, de formation, de réalisation d'architectures de systèmes d'information, etc. ; - exploitation de centres d'appels (2,8%). 	✓	✓
	<p>SII est une société de services informatiques organisée autour de 2 pôles d'activités :</p> <ul style="list-style-type: none"> - prestations de conseil et d'ingénierie : conseil en développement de systèmes d'information, réalisation de projets d'interconnexion de plates-formes de services de téléphonie sur IP, réalisation de portails Extranet, développement de suites logicielles de traitement de l'information, administration et exploitation de serveurs et de bases de données, pilotage centralisé de systèmes de surveillance, etc. ; - intégration et maintenance de systèmes d'information. <p>Nombre d'employés : 8 789 personnes.</p>	✓	✓
	<p>Micropole est un groupe de services informatiques spécialisé dans les systèmes d'information décisionnels et dans les applications Internet. L'activité du groupe s'organise essentiellement autour de 3 pôles :</p> <ul style="list-style-type: none"> - prestations de conseil : conseil en choix technologique, en infrastructures et en méthodologies, dans la mise en place de solutions ERP, analyse d'impacts et de transformations techniques, etc. ; - prestations d'ingénierie et d'intégration de systèmes : développement d'architectures Internet et d'applications de commerce électronique, mise en oeuvre de systèmes de pilotage de processus de gestion, intégration de progiciels, etc. ; - prestations de formation. 	✓	✓
	<p>Visiativ est spécialisé dans l'édition et l'intégration de logiciels collaboratifs dédiés à la transformation numérique des entreprises.</p> <p>En outre, le groupe assure le développement et l'intégration d'outils de conception 3D, de simulation, de gestion des documents, de gestion des systèmes qualité, de gestion du cycle de vie des produits, etc.</p> <p>En 2020, l'entreprise comptait plus de 950 employés.</p>	✓	✓

7.4.2 Principaux agrégats

Société	Agrégats	Société	
		Par géographie	Par secteur
	Capitalisation boursière: 713,4 m€ CA 2022: 511,2 m€ % EBITDAa 2022: 13,5% % EBITal 2022: 10,3% VE/EBITDAa 2022: 10,0x VE/EBITal 2022: 13,1x	<ul style="list-style-type: none"> France/United Kingdom Italy Iberian Zone Benelux 	<ul style="list-style-type: none"> Bank/Finance Insurance and Personal Protection Coverage Telecoms, Media & Games Services/Utilities Public Sector Industry & Transport Retail and Distribution
	Capitalisation boursière: 377,7 m€ CA 2022: 278,8 m€ % EBITDAa 2022: 12,9% % EBITal 2022: 10,0% VE/EBITDAa 2022: 8,6x VE/EBITal 2022: 11,1x	<ul style="list-style-type: none"> France Europe United States 	<ul style="list-style-type: none"> Services Software
	Capitalisation boursière: 847,2 m€ CA 2022: 621,5 m€ % EBITDAa 2022: 15,2% % EBITal 2022: 10,7% VE/EBITDAa 2022: 7,3x VE/EBITal 2022: 10,3x	<ul style="list-style-type: none"> France International 	<ul style="list-style-type: none"> Consulting and Digital Services Software and Equipment
	Capitalisation boursière: 261,4 m€ CA 2022: 262,2 m€ % EBITDAa 2022: 12,8% % EBITal 2022: 9,9% VE/EBITDAa 2022: 8,3x VE/EBITal 2022: 10,7x	<ul style="list-style-type: none"> France including Morocco Europe 	<ul style="list-style-type: none"> ESN Call Centers
	Capitalisation boursière: 882,7 m€ CA 2022: 830,1 m€ % EBITDAa 2022: 13,0% % EBITal 2022: 9,7% VE/EBITDAa 2022: 7,3x VE/EBITal 2022: 9,8x	<ul style="list-style-type: none"> France International 	<ul style="list-style-type: none"> Information System and Engineering Services
	Capitalisation boursière: 39,4 m€ CA 2022: 131,0 m€ % EBITDAa 2022: 11,4% % EBITal 2022: 6,1% VE/EBITDAa 2022: 2,4x VE/EBITal 2022: 4,6x	<ul style="list-style-type: none"> France Other Countries 	<ul style="list-style-type: none"> Information Technology Solutions
	Capitalisation boursière: 127,8 m€ CA 2022: 226,1 m€ % EBITDAa 2022: 11,2% % EBITal 2022: 8,0% VE/EBITDAa 2022: 6,4x VE/EBITal 2022: 9,1x	<ul style="list-style-type: none"> France Rest of the World 	<ul style="list-style-type: none"> Service, conseil digitale et expérience clients Ventes Recherche et développement de logiciel Marketing Infrastructure Fonctions centrales & staffing



Audit



**Conseil et support
opérationnels**



Conseil financier



**Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers**

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763

GROUPE OPEN

Addendum à notre rapport émis le 1^{er} mars 2022

En complément de notre rapport d'expertise indépendante émis en date du 1^{er} mars 2022, nous précisons les éléments suivants à la suite, notamment, de la publication le 15 mars 2022 des résultats annuels 2021.

1) Conséquences de la publication des résultats de Groupe Open pour l'exercice clos le 31 décembre 2021

Le 15 mars 2022, Groupe Open a publié ses résultats annuels au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2021.

Nos travaux d'évaluation figurant dans notre rapport émis le 1^{er} mars 2022 ont reposé sur des comptes provisoires¹ dont la direction de Groupe Open nous a affirmé qu'ils ne différaient pas des résultats définitifs.

La comparaison des comptes provisoires avec les résultats définitifs ne présente effectivement pas d'écart matériel susceptible d'être noté : aucun écart n'a été relevé sur le compte de résultat ni sur le flux de trésorerie global ; le pied de bilan présente une différence non significative de 0,1 m€.

D'autre part, la publication des comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2021 a conduit la Banque présentatrice à compléter ses travaux synthétisés en partie 3 « Eléments d'appréciation du prix de l'offre » du projet de note d'information établi par New GO. A cet effet, elle présente à titre informatif l'incidence sur la valeur déterminée par la méthode DCF et par la méthode des comparables, du flux de trésorerie réel du 2nd semestre 2022 dont la Banque n'avait pas connaissance lors de la réalisation de ses travaux d'évaluation. Il en résulte une augmentation de la valeur centrale de l'ordre de 0,6 € par action pour la méthode DCF et de l'ordre de 1,4 € par action pour la méthode des comparables. Nous rappelons que la date de réalisation de nos diligences nous avait permis de tenir compte des résultats quasi définitifs (sur la base des comptes provisoires, cf. supra) de Groupe Open. Les valeurs présentées par la Banque à titre informatif reprises dans le tableau ci-dessous se rapprochent mécaniquement des nôtres et n'appellent pas de commentaire particulier.

Open Méthodes/Référence		BM&A (en € par action)			Evalueur (en € par action) ¹			Evalueur (en € par action) ²		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
	250 jours/12 mois	14,1	18,6	28,8	14,1	18,5	28,8	14,1	18,5	28,8
	180 jours	n.c.	n.c.	n.c.	16,2	21,3	28,8	16,2	21,3	28,8
	120 jours/6 mois	16,9	23,2	28,8	16,9	23,3	28,8	16,9	23,3	28,8
	60 jours/3 mois	19,6	24,8	28,8	19,6	25,1	28,8	19,6	25,1	28,8
	20 jours	25,0	26,9	28,8	25,0	26,9	28,8	25,0	26,9	28,8
	Spot	27,2	27,7	28,3		27,7			27,7	
DCF		25,0	27,6	30,3	23,4	24,6	25,9	24,0	25,2	26,5
Multiples boursiers	moyens (hors extr.)	28,9	29,1	29,4	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	médians	27,7	27,8	28,0	26,4	27,1	27,7	27,8	28,7	29,1
	régressés	22,6	26,7	31,0	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Transactions comparables		24,2	28,8	34,2	n.c.	26,8	n.c.	n.c.	26,8	n.c.
Objectifs de cours			25,0			25,0			25,0	
Transactions sur le capital	07/01/2022		33,5			33,5			33,5	
	OPA (07/20)		15,0			15,0			15,0	
ANC			15,7			14,9			15,7	

⁽¹⁾ A l'origine

⁽²⁾ En gras, les valeurs modifiées à la suite de la publication des résultats 2021 de Groupe Open le 15 mars 2022

¹ Cf. § 2.4, p. 9 de notre rapport d'expertise indépendante du 1^{er} mars 2022.

2) Précisions relatives aux accords connexes

Comme suite aux commentaires de l'Autorité des marchés financiers sur notre rapport, nous précisons les éléments suivants.

a) Financement de l'opération

Le montant total de l'opération pour l'Initiateur s'élève à 148,2 m€, se décomposant à hauteur (i) de 73,8 m€ pour l'acquisition des actions Groupe Open et (ii) de 74,4 m€ en vue du financement des opérations annexes à l'acquisition des titres Groupe Open (rachat des OC Fondateurs pour 41,5 m€, refinancement des obligations souscrites par Montefiore pour 11,8 m€, refinancement de la dette de Groupe Open pour 15 m€ et frais de l'opération pour 6 m€).

La première partie de l'opération, i.e. l'acquisition des actions Groupe Open, est financée à court terme à hauteur de 73,8 m€ par Montefiore à hauteur de 50,8 m€, et par la Banque présentatrice à hauteur de 23 m€. L'ensemble de l'opération sera financée (ou refinancée s'agissant de l'acquisition des actions Groupe Open pour un montant de 73,8 m€) par l'émission de l'Unitranche à hauteur de 120 m€ et à hauteur de 28,2 m€ par Montefiore. Ce dernier montant se décompose en 4 parties :

- Une augmentation de capital n°1 de 5,7 m€ à la suite de l'exercice de BSA ;
- Une souscription d'OC T1 n°1 de 5,8 m€ ;
- Une augmentation de capital n°2 de 8,3 m€ par souscription d'actions ordinaires ;
- Une souscription d'OC T1 n°2 de 8,3 m€.

b) Pacte d'associés de New GO

A l'occasion de l'offre visant les actions de Groupe Open, les actionnaires de l'Initiateur ont signé le 1^{er} février 2022 un Memorandum of Understanding (le « MoU ») comprenant le projet de protocole d'investissement, auquel est annexé un pacte d'associés régissant les relations entre les associés de l'Initiateur et qui doit entrer en vigueur pour une durée de 15 ans à l'issue de l'Offre et après réalisation des opérations annexes décrites supra.

Ce pacte d'associés reprend la même structure et les mêmes dispositions que celui signé le 24 février 2021 lors de la réalisation de l'opération précédente, et est ajusté afin de tenir compte des modifications intervenues au sein de New GO, soit principalement :

- la situation d'actionnaire majoritaire de Montefiore qui entraîne la modification des poids relatifs des parties au sein du comité stratégique au bénéfice de Montefiore, dont les représentants disposeront de 4 voix (contre 2 précédemment), alors que les Fondateurs disposeront de 3 voix (contre 6 précédemment) et,
- la disparition de certaines catégories de titres New GO (les BSA détenus par Montefiore, partiellement exercés, les OC Fondateurs remboursés, les OC T2 refinancés).

Le pacte d'associés aborde également les problématiques habituelles de ce type de contrat liées au transfert des titres de New GO et des restrictions qui y sont attachées. Ainsi, le pacte d'associés prévoit une période d'inaliénabilité des titres de 4 ans pour les parties au pacte hors managers, et de 10 ans pour les managers (TeamGO) à compter du 24 février 2021. A l'issue de la période d'inaliénabilité et jusqu'au 24 février 2028, les transferts des Fondateurs (hors transferts libres) seront soumis à l'agrément de Montefiore. Par ailleurs,

en cas de cession des titres par l'un des Fondateurs², les autres Fondateurs bénéficieront d'un droit de préemption de premier rang, et Montefiore d'un droit de préemption de second rang. En outre, Montefiore bénéficie d'un droit de préemption en cas de cession des titres de TeamGO. Enfin, le pacte organise la sortie d'investissement des associés en prévoyant qu'à l'issue de la période d'inaliénabilité, en cas de cession des titres de l'une des parties, les autres bénéficient d'un droit de sortie conjointe, étant précisé que Montefiore bénéficie d'un droit de cession forcée des titres NewGO détenus par les autres parties.

Les conditions de transfert des titres du pacte d'associés de New GO ne comportent aucune mention pouvant constituer un complément de prix ou garantir un prix de sortie. Ainsi, la documentation juridique liée à l'opération comprenant le MoU, le protocole d'investissement et le pacte d'associés ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix offert dans le cadre de la présente offre publique.

En conclusion, les précisions exposées supra ne modifient pas notre opinion relative au caractère équitable du prix d'Offre en ce compris dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire³.

Fait à Paris, le 21 mars 2022

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Directeur exécutif

² Ou de D&A Corporate Finance.

³ Hypothèse acquise dans la mesure où, à ce jour, les actionnaires minoritaires ne détiennent plus un pourcentage de capital et de droits de vote supérieur à 10 %.