

Axway

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de la réorganisation du capital de la société

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

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

SOMMAIRE

1 - Présentation de la Société	2
1.1 - Présentation de l'activité	2
1.2 - Présentation de l'historique	3
2 - Nature des travaux de l'expert indépendant	5
2.1 - Nature des travaux effectués	5
2.2 - Informations utilisées	6
2.3 - Déclaration d'indépendance	6
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	7
3 - Présentation des états financiers historiques	8
3.1 - Présentation du périmètre de consolidation et du référentiel comptable.....	8
3.2 - Performance financière historique	9
3.3 - Bilan économique.....	14
4 - Présentation des données structurantes de l'analyse.....	17
4.1 - Nombre d'actions	17
4.2 - Endettement net ajusté	18
4.3 - Plan d'affaires et périmètre	19
4.3.1 - Construction et approbation.....	19
4.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon	19
4.3.3 - Test de dépréciation (<i>impairment test</i>)	19
4.4 - Méthodes d'évaluation écartées	19
4.4.1 - Méthode de l'actif net comptable (ANC)	19
4.4.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	20
4.4.3 - Méthode des transactions comparables	20
4.4.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	20
4.4.5 - Référence aux objectifs de cours des analystes	21
4.5 - Méthodes d'évaluation retenues	21
4.5.1 - Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	21
4.5.2 - Méthode des comparables boursiers.....	21
4.5.3 - Référence au cours de bourse	22
5 - Appréciation de la valeur par action de la Société.....	23
5.1 - Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal)	23
5.1.1 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	23
5.1.2 - Analyse du plan d'affaires de la Société	23
5.1.3 - Détermination du taux d'actualisation.....	25
5.1.4 - Calcul de la valeur terminale.....	26
5.1.5 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité	27
5.2 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre principal)	28
5.2.1 - Echantillon de sociétés retenues	28

5.2.2 - Analyse des comparables boursiers.....	29
5.2.3 - Choix des multiples et multiples obtenus.....	31
5.2.4 - Application de la méthode.....	31
5.2.5 - Résultats chiffrés	32
5.3 - Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif).....	32
5.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	33
5.3.2 - Analyse du cours de bourse	33
5.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse.....	35
5.4 - Appréciation du prix par action de la Société proposé dans le cadre de l'Opération au regard de la liquidité du titre.....	36
6 - Analyse des éléments connexes à l'Opération	37
6.1 - Analyse des potentielles synergies et/ou disynergies résultant des opérations connexes à l'Opération.....	37
6.2 - Analyses des accords connexes à l'Opération	38
7 - Conclusion sur le caractère équitable de l'Opération.....	39

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LA VALEUR DES ACTIONS DE LA SOCIETE AXWAY SA DANS LE CADRE DE LA REORGANISATION DE SON CAPITAL

La société Axway (ci-après la « Société », « Axway » ou « Axway Software ») est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé PAE Les Glaisins - 3 rue du Pré Faucon - Annecy le Vieux 74940 Annecy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Annecy sous le numéro 433 977 980, et dont les actions sont admises aux négociations dans le compartiment B du marché réglementé NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0011040500.

Ancienne filiale progicielle du groupe Sopra Steria (ci-après le « Groupe »), la Société est devenue indépendante à la suite de sa cotation à la bourse de Paris, par opération de scission-cotation le 14 juin 2011. Elle est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris, sous le code ISIN « FR0011040500 » et le mnémonique AXW.

En date du 21 février 2024, post-clôture du marché Euronext Paris, le Groupe a communiqué son intention de procéder à la réorganisation du capital de la Société, avec la cession à la société Sopra GMT de 3.619 millions de titres sur les 6.914 millions de titres de la Société qu'elle détenait, au prix unitaire de 26,5€ par action (ci-après l'« Opération »). Cette opération s'inscrit par ailleurs dans le cadre de la cession par Sopra Steria à Axway de la plus grande partie des activités de Sopra Banking Software.

Dans ce contexte, nous avons été désignés en date du 20 février 2023 en qualité d'expert indépendant par le Groupe, afin d'apprécier la valeur par action de la Société et le caractère équitable de l'Opération pour les actionnaires du Groupe, étant précisé que cette désignation a été faite sur une base volontaire pour se conformer aux bonnes pratiques de gouvernance s'agissant d'opérations entre parties liées (notre désignation n'intervient pas dans le cadre d'une expertise obligatoire).

Ce rapport est destiné à l'information des membres du Conseil d'Administration du Groupe. Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le management de la Société (ci-après le « Management ») et par le management du Groupe, sans avoir la responsabilité de les valider.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

L'analyse est en partie basée sur des informations prévisionnelles qui sont par nature incertaines. Ainsi, nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et la réalisation de ces prévisions. Il est possible qu'il demeure des différences entre les prévisions et les résultats réalisés, dans le cas où des événements non prévus surviennent, ces différences pouvant être significatives.

Le lecteur convient que le cabinet Crowe HAF et ses associés n'ont aucune obligation ou n'acceptent aucune responsabilité, que ce soit contractuelle ou délictuelle (y compris sans limitation, négligence ou rupture des obligations légales), et ne seront pas responsables des pertes, dommages ou toutes dépenses de quelque nature que ce soit qui découle de l'usage que le lecteur aurait choisi de faire du présent rapport.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de la Société
2. Nature des travaux de l'expert indépendant
3. Présentation des états financiers historiques
4. Présentation des données structurantes de l'analyse
5. Appréciation de la valeur par action de la Société

6. Analyse des éléments connexes à l'Opération
7. Conclusion sur le caractère équitable de l'Opération

1 - Présentation de la Société

1.1 - Présentation de l'activité

Fondée en 2001 au sein du Groupe, la Société est un acteur d'envergure internationale présent notamment sur le secteur de l'édition de logiciels d'infrastructure, qui fournit par ailleurs des prestations de support et de maintenance, ainsi que des prestations de services informatiques.

Proposant une gamme de solutions logicielles axée sur la gestion des API, la sécurité des données, l'intégration d'applications et la gestion des flux de données, la Société a su transformer son modèle d'affaires historique « Software » (Licence, Maintenance et Services) vers un modèle d'affaires basé sur la Souscription « Software as a Service » permettant l'utilisation de serveurs distants.

L'activité de la Société se décompose aujourd'hui en quatre grandes catégories de prestations de services, présentées ci-dessous :

- **Souscription** : segment correspondant aux contrats SaaS et s'appuyant sur l'environnement *cloud* (59% du chiffre d'affaires 2023) ;
- **Maintenance** : segment correspondant aux services de maintenance et de support technique fournis aux clients à la suite de l'achat de licences logicielles (27% du chiffre d'affaires 2023) ;
- **Services** : segment correspondant à des prestations de services informatiques visant à garantir que les clients tirent le meilleur parti des produits Axway (11% du chiffre d'affaires 2023) ;
- **Licence** : segment correspondant à la vente de licences logicielles pour les produits et solutions proposés, en décroissance - à l'instar de l'activité de maintenance - en raison des évolutions technologiques du secteur qui tirent la consommation vers le cloud (3% du chiffre d'affaires 2023).

Pour répondre au mieux aux attentes de l'ensemble de ses clients, la Société propose une gamme de produits permettant de connecter les personnes, les terminaux, les entreprises et les écosystèmes de parties prenantes, et ainsi de faire évoluer les infrastructures informatiques existantes vers des expériences digitales simples et fluides, simplifiant les interactions commerciales les plus complexes, à travers la centralisation, la sécurisation et l'automatisation des données et de leur gestion.

Elle s'appuie principalement sur quatre lignes principales de produits qui constituent son cœur de métier, et qui représentent ensemble environ 90% de son chiffre d'affaires :

- **Axway Managed File Transfer (MFT)** : solution sécurisée, fiable et intuitive pour la gestion de flux de données critiques entre les personnes, les partenaires, les entreprises et les applications ;
- **Amplify API Management Platform (API)** : plateforme ouverte et indépendante permettant d'unifier les infrastructures logicielles, de rationaliser leur analyse et d'accélérer le déploiement de l'écosystème informatique ;

- **Axway B2B Integration** : solution de sécurisation et de fluidification de l'EDI (Echange de Données Informatisé) qui permet aux entreprises de répondre plus rapidement à l'évolution de leurs besoins ;
- **Axway Financial Accounting Hub (AFAH)** : solution d'automatisation et de centralisation de la gestion des processus comptables et financiers permettant d'améliorer l'efficacité opérationnelle, de réduire les coûts des systèmes d'information et les délais de clôture, et d'améliorer la conformité de l'information.

L'offre de la société s'adresse à l'ensemble des organisations disposant de systèmes d'informations complexes, et si les entreprises du portefeuille de clients sont positionnées sur une pluralité de secteurs (institutions financières, industrie, distribution, santé, secteur public...), les institutions financières constituent une part importante de la clientèle.

En effet, l'importante agilité de l'offre de la Société permet à ces dernières de répondre efficacement aux enjeux d'optimisation (i) de la gestion de flux critiques aux opérations de banques, (ii) des possibilités d'imbrication de l'architecture informatique en mode « Open API », et (iii) d'intégration des flux comptables et de paiement.

Distribuant ses produits dans environ une centaine de pays auprès de 11.000 clients et disposant d'une implantation dans 18 pays, la Société réalise près de la moitié de son chiffre d'affaires en Europe (55% - répartis entre 31% en France et 24% sur le reste de l'Europe), 40% sur la région Amériques et 5% sur la région Asie-Pacifique, et compte aujourd'hui près de 1.500 collaborateurs.

1.2 - Présentation de l'historique

Les étapes marquantes du développement de la Société sont les suivantes :

- **1985-2000** : l'activité de logiciels d'infrastructure est en phase d'incubation au sein du groupe Sopra ;
- **2001** : l'activité est filialisée par le groupe Sopra au sein de la Société, et regroupe notamment les solutions d'infrastructure telles que le logiciel d'interprétation comptable « Règles du Jeu », ainsi que les outils de transferts de fichiers CFT et InterPel ;
- **2002-2005** : la Société accélère son expansion internationale et fait appel à la croissance externe, avec l'acquisition de la société Viewlocity en 2002, afin de prendre position sur la plupart des grands marchés européens, et double son nombre de clients pour atteindre 6.000 références ;
- **2005** : la Société développe ses activités en Amérique du Nord, qui représentait à l'époque plus de la moitié du marché adressable au niveau mondial, mais seulement 4% de son chiffre d'affaires, avec l'ambition de devenir un leader mondial sur certains sous-segments du marché de l'infrastructure, notamment grâce à ses solutions Axway Managed File Transfer (MFT) et Axway B2B Integration ;
- **2006** : la Société poursuit sa croissance externe avec des acquisitions stratégiques, dont celle de la société Cyclone, et aligne sa présence géographique sur la réalité de ses marchés. A cette occasion, elle installe sa direction générale aux Etats-Unis ;
- **2007-2008** : la Société renforce son positionnement auprès des grands comptes aux Etats-Unis et en Europe avec l'acquisition des activités B2B du groupe Atos et de la société Tumbleweed ;
- **2009** : la Société se positionne comme leader au niveau des segments de marché relatifs à ses solutions Axway Managed File Transfer (MFT) et Axway B2B Integration, et

poursuit le développement de ses activités aux Etats-Unis qui représentent dorénavant 30% de son chiffre d'affaires ;

- **2011** : la Société devient indépendante du groupe Sopra à la suite de sa cotation à la bourse de Paris, par opération de scission-cotation ;
- **2012** : la Société amorce la montée des modèles digitaux dans sa stratégie grâce à son positionnement unique dans le domaine des échanges de données ;
- **2012-2017** : la Société relance le développement de son portefeuille de produits avec les acquisitions des sociétés Vordel, Systar, Appcelerator et Syncplicity, dans le but d'accompagner la transformation de ses clients et d'étendre son expertise technologique afin de proposer des solutions logicielles complètes. Elle s'impose comme leader indépendant dans le domaine de la gestion des API et enclenche une transformation profonde de son modèle d'affaire vers le SaaS ;
- **2018-2021** : la Société investit de façon importante dans ses principales lignes de produits et renforce ses offres en souscription, dans le cadre de la refonte de son modèle d'affaires ;
- **2022** : la Société rationalise son portefeuille de produits en cédant ou stoppant ceux qui ne répondent plus à ses objectifs de croissance ou de rentabilité, et se renforce en Inde avec l'acquisition de la société DXchange.io, qui propose une plateforme d'intégration *cloud* ;
- **2023** : la Société fait l'acquisition de la société AdValvas, expert européen des processus de facturation électronique, et de la société Cycom Finances, qui développe une solution spécialisée dans le référencement des données de gestion et la schématisation comptable.

2 - Nature des travaux de l'expert indépendant

2.1 - Nature des travaux effectués

Notre approche de la mission a comporté les étapes suivantes :

Prise de connaissance et analyse du contexte

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

Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée du bilan et du compte de résultat ;
- retraitements éventuels du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de la Société sur les hypothèses de croissance et de rentabilité retenus ;
- analyse du plan d'affaires de la Société ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (contrôles de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

Mise en œuvre de l'évaluation multicritère de la Société

Description des méthodes retenues :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action ordinaire de la Société ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ainsi qu'à une variation du taux d'actualisation et de la marge d'EBIT.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à la Société ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de la Société (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de l'action ordinaire de la Société par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;

- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Analyse des éléments connexes à l'Opération

Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur par action de la Société ;
- Appréciation du prix proposé dans le cadre de l'Opération.

2.2 - Informations utilisées

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

- les informations publiques relatives à la Société, communiquées notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...) ;
- les documents d'enregistrement universel, qui intègrent notamment les états financiers historiques de la Société, au 31 décembre 2019, 2020, 2021, 2022, et 2023 ;
- les informations communiquées par la Société, notamment le plan d'affaires couvrant la période explicite 2024-2028, établi par la direction générale et financière dans le cadre des tests de dépréciation réalisés en décembre 2023 et approuvé par le Comité d'audit en janvier 2024 ;
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote afférents au 31 décembre 2023 ;
- l'informative relative aux plans d'attribution d'actions gratuites mis en place par la Société au 31 décembre 2023 ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables ;
- les informations publiques mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de la Société.

2.3 - Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Axway au cours des dix-huit derniers mois ;

- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement conseil (Société Générale).

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 55.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 220 heures.

3 - Présentation des états financiers historiques

3.1 - Présentation du périmètre de consolidation et du référentiel comptable

Le périmètre de consolidation de la Société comprend 23 sociétés au 31 décembre 2023, qui sont toutes consolidées par la méthode de l'intégration globale.

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, la Société applique le référentiel comptable IFRS. Ceux-ci ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans notre analyse.

Nous précisons que la Société applique entre autres les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, entrée en vigueur le 1er janvier 2019. Les impacts de cette norme s'observent au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'ajouter à ces dernières) et de la dette financière au bilan, ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Dans la mesure où nos travaux de valorisation s'appuient notamment sur des agrégats opérationnels et niveaux de dettes financières nettes n'intégrant pas les effets de la norme IFRS 16 (et de la norme ASC 842, équivalent américain de la norme IFRS 16), nous avons retraité dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère les agrégats opérationnels et le niveau de dette financière nette de la Société des effets de cette norme.

3.2 - Performance financière historique

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Axway Software - Compte de résultat			
En m€	FY21	FY22	FY23
Chiffre d'affaires total	285,5	314,0	319,0
<i>Croissance globale (%)</i>	-3,9%	10,0%	1,6%
<i>Croissance organique (%)</i>	-2,7%	5,5%	5,8%
Charges de personnel	-186,9	-197,0	-183,3
Crédit d'impôt recherche	6,3	5,5	3,8
Achats et charges externes	-60,1	-65,2	-63,8
Impôts taxes	-3,3	-2,7	-2,9
Autres produits et charges opérationnels et courants	2,2	3,0	1,9
Dotations aux provisions et dépréciations	-0,3	-1,4	-1,7
Dotations aux amortissements droit d'utilisation IFRS 16	-5,6	-5,5	-5,7
Dotations aux amortissements corporelles et incorporelles	-4,8	-4,5	-4,4
Charges opérationnelles	-252,6	-267,8	-256,2
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-88,5%	-85,3%	-80,3%
Résultat opérationnel d'activité	32,9	46,3	62,8
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	11,5%	14,7%	19,7%
Dotations aux amortissements des actifs incorporels affectés	-8,6	-5,5	-3,2
Charges liées aux stock-options et assimilés	-4,4	-3,4	-4,2
Résultat opérationnel courant	19,9	37,4	55,4
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	7,0%	11,9%	17,4%
Autres produits et charges opérationnels	-2,7	-83,8	-7,9
Résultat opérationnel	17,3	-46,4	47,6
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	6,1%	-14,8%	14,9%
Coût de l'endettement financier net	-1,3	-2,1	-4,6
Autres produits et charges financiers	0,5	1,0	-0,2
Impôt sur le résultat	-6,9	7,4	-7,0
Résultat net	9,6	-40,0	35,8
<i>dont :</i>			
<i>Part des minoritaires</i>	0,0	0,0	0,0
<i>Part du Groupe</i>	9,6	-40,0	35,8

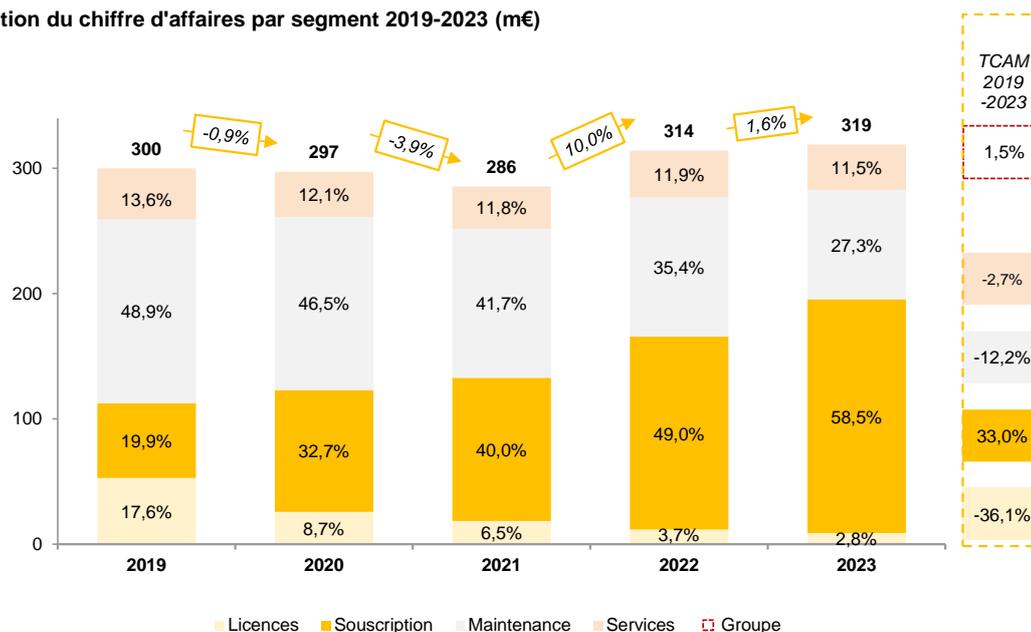
Sources : Comptes consolidés d'Axway Software au 31 décembre 2021, 2022, 2023

Charges en % de chiffre d'affaires			
Chiffre d'affaires	285,5	314,0	319,0
Charges de personnel	-65,5%	-62,7%	-57,5%
Achats et charges externes	-21,1%	-20,8%	-20,0%
Crédit d'impôt recherche	2,2%	1,8%	1,2%
Impôts taxes	-1,2%	-0,9%	-0,9%
Autres produits et charges opérationnels et courants	0,8%	0,9%	0,6%
Dotations aux provisions et dépréciations	-0,1%	-0,4%	-0,5%
Dotations aux amortissements droit d'utilisation IFRS 16	-1,9%	-1,7%	-1,8%
Dotations aux amortissements corporelles et incorporelles	-1,7%	-1,4%	-1,4%

Chiffre d'affaires

Entre 2019 et 2023, le chiffre d'affaires de la Société est passé de 300,0m€ à 319,0m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 1,5% sur la période (contre un TCAM de 2,2% en croissance organique sur la même période), avec des croissances particulièrement disparates entre les différents segments d'activité de la Société, tel que présenté en page suivante.

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2019-2023 (m€)



Malgré la survenance de la crise sanitaire, le chiffre d'affaires de la Société s'affiche en léger repli entre 2019 et 2020 (-0,9%, contre une croissance organique de 0,5% sur la période). Le plan stratégique de transformation du modèle économique initié en 2018, pour une durée de 3 ans, a permis d'orienter la croissance significative du chiffre d'affaires des offres en Souscription (+63,2%), qui a compensé la diminution du chiffre d'affaires des offres de Licences (-51,2%) et de Maintenance (-5,8%). Les offres de Services se sont également vues impactées par les restrictions de déplacement (-11,9%).

Le chiffre d'affaires de la Société diminue entre 2020 et 2021 (-3,9%, pour une décroissance organique de -2,7% sur la période) dans un contexte de retraits budgétaires et de manques d'effectifs chez plusieurs grands clients, qui ont engendré le report ou l'annulation de certains projets au 4^{ème} trimestre. La recrudescence des actions de dématérialisation et les besoins croissants de flexibilité dans un contexte de généralisation du télétravail et de changements des habitudes de consommation de la donnée ont continué d'orienter (i) à la hausse les offres en Souscription (+17,4%) et (ii) à la baisse les offres de Licences (-28,0%) et de Maintenance (-13,9%). La baisse des offres de Services, modérée, est imputable au contexte général de la Société sur ses marchés, explicité au début du paragraphe (-4,9%).

Le chiffre d'affaires de la Société connaît une croissance importante entre 2021 et 2022 (+10,0%, pour une croissance organique de 5,5% sur la période), dans un contexte de très bonne performance des offres en Souscription (+34,8%), avec la signature de plus de 150 clients sur des contrats pluriannuels (durée de 5 ans), et malgré la poursuite du repli des offres de Licences (-37,6%) et de Maintenance (-6,6%) conformément aux orientations stratégiques de la Société. La croissance des offres de Services est en ligne avec celle de l'activité au global sur la période (+10,3%).

Le chiffre d'affaires de la Société connaît une croissance modérée entre 2022 et 2023, (+1,6%, pour une croissance organique de 5,8% sur la période), en raison notamment d'impacts négatifs liés à la rationalisation du portefeuille de produits sur le courant de l'année 2022 (effet année pleine) et à la dépréciation du dollar américain face à l'euro (effet monétaire) qui ont provoqué l'érosion de la croissance plus importante des offres en Souscription (+21,2%) en rapport de la décroissance des offres de Licences (-23,8%) et de Maintenance (-21,7%). Les offres de Services ont été particulièrement stables sur la période (-2,1%).

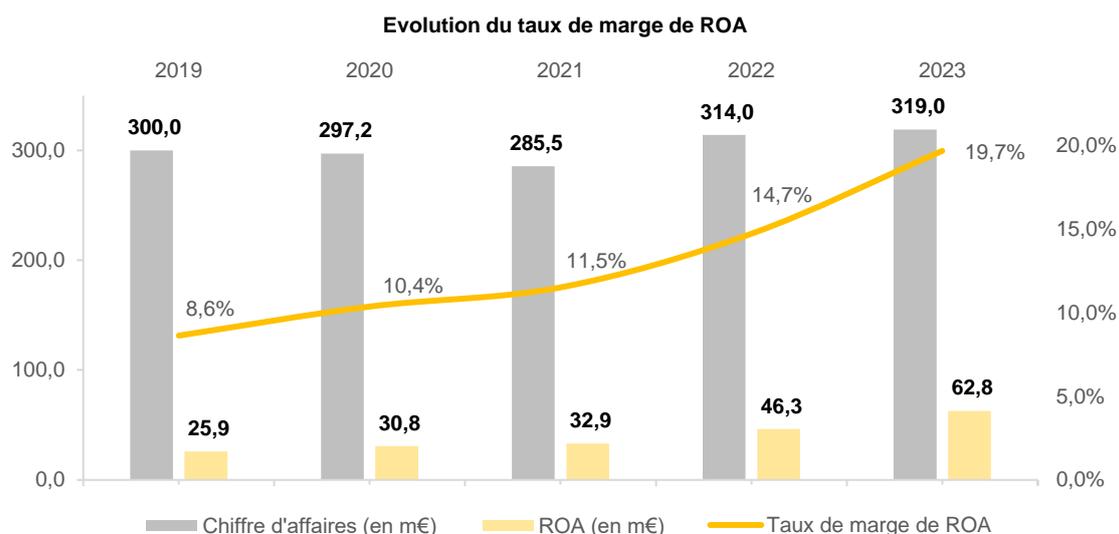
Nous précisons que l'évolution du chiffre d'affaires sur la période a également été impacté par la variation du périmètre de consolidation, des opérations d'acquisition et de cessions ayant été mises en œuvre sur la période :

- En mars 2019, la Société a étendu son portefeuille de solutions en acquérant la start-up française Streamdata.io, experte dans la gestion des API et leur intégration avec d'autres systèmes ;
- En juin 2022, la Société a poursuivi son expansion géographique en acquérant la société indienne DXChange.io, qui propose des solutions d'intégration via une plateforme dédiée. Ces dernières sont exploitées sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'offre proposée par la Société, et permettent de répondre efficacement à la convergence des marchés entre la gestion des API et de l'IPaaS ;
- Au cours de l'année 2022, la Société a procédé à une rationalisation de son périmètre en cédant les sous-activités qui ne répondent plus à ses objectifs de croissance ou de rentabilité ;
- Au cours de l'exercice 2023, la Société a procédé à l'acquisition de la société AdValvas afin de renforcer la ligne de produits B2B (avec un fort intérêt des clients pour une expertise certifiée sur le réseau PEPPOL), et de la société Cycom Finances, qui enrichit l'offre Axway Financial Accounting Hub (engendrant la création d'un partenariat stratégique avec KPMG en France).

Résultat opérationnel d'activité (ROA)

Le résultat opérationnel d'activité de la Société correspond au résultat opérationnel retraité de la charge non cash liée aux stock-options et assimilées, des dotations aux amortissements des actifs incorporels identifiés dans le cadre des exercices d'allocation des prix d'acquisition d'entreprises, et des autres produits et charges opérationnels (charges de restructuration, coûts d'acquisition, plus ou moins-values sur cessions...), soit à la marge brute de la Société diminuée des frais commerciaux, des frais de recherche et développement et des frais généraux (ventilation par fonction).

Le taux de marge de ROA a plus que doublé entre 2019 et 2023, passant de 8,6% du chiffre d'affaires en 2019 à 19,7% du chiffre d'affaires en 2023, tel que présenté ci-dessous :



Le taux de marge de ROA s'améliore de manière continue sur l'ensemble de la période entre 2019 et 2023 :

- Il augmente d'environ 200 points de base entre 2019 et 2020, passant de 8,6% du chiffre d'affaires à 10,4% du chiffre d'affaires, dans un contexte de virtualisation ou l'annulation d'événements ou de roadshows en raison de la survenance de la crise sanitaire qui a impacté à la baisse les frais commerciaux (31,2% du chiffre d'affaires en 2020 contre 33,1% du chiffre d'affaires en 2019), et de maîtrise des frais de recherche et développement qui restent stables en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Il augmente de plus de 100 points de base entre 2020 et 2021, passant de 10,4% du chiffre d'affaires à 11,5% du chiffre d'affaires, dans un contexte d'optimisation des principaux centres de coûts et de diminution anticipée des frais de recherche et développement à la suite de plusieurs années d'investissements significatifs (19,4% du chiffre d'affaires en 2021 contre 20,3% du chiffre d'affaires en 2020) ;
- Il augmente d'environ 300 points de base entre 2021 et 2022, passant de 11,5% du chiffre d'affaires à 14,7% du chiffre d'affaires, dans un contexte de rationalisation du portefeuille, visant à recentrer la Société sur ses gammes de produits majeures et à se séparer des activités qui ne sont pas en ligne avec ses ambitions de profitabilité, qui induit une baisse des frais commerciaux (29,7% du chiffre d'affaires en 2022 contre 31,2% du chiffre d'affaires en 2021) et des frais de recherche et développement (18,3% du chiffre d'affaires en 2022 contre 19,4% du chiffre d'affaires en 2021) ;
- Il augmente de 500 points de base entre 2022 et 2023, passant de 14,7% du chiffre d'affaires à 19,7% du chiffre d'affaires, avec un effet année pleine de la rationalisation du portefeuille de produits, et la poursuite des efforts d'optimisation des autres frais et charges, qui ont entraîné la diminution des frais commerciaux (25,6% du chiffre d'affaires en 2023 contre 29,7% du chiffre d'affaires en 2022).

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

L'analyse que nous avons effectuée sur les sociétés comparables composant notre échantillon nous a permis de vérifier que les EBIT prospectifs estimés par les analystes financiers pour ces sociétés correspondaient au Résultat Opérationnel d'Activité de la Société.

En effet, et au même titre que le ROA de la Société, les EBIT prospectifs estimés par les analystes financiers tiennent compte des EBIT historiques retraités (i) des éléments non récurrents dans le cadre de la réalisation du cycle d'exploitation (honoraires, coûts d'acquisition, coûts de restructuration...), et (ii) des éléments non-cash telles que les charges liées aux stock-options et assimilés.

Résultat Opérationnel (RO)

Comme expliqué au paragraphe précédent, le passage du résultat opérationnel d'activité au résultat opérationnel correspond à la prise en compte de la charge non cash liée aux stock-options et assimilées, des dotations aux amortissements des actifs incorporels identifiés, et des produits et charges opérationnels non courants.

La charge non cash liée aux stock-options et assimilés correspond aux actions gratuites accordées au personnel, et est égale à la juste valeur de ces actions déterminée lors de leur attribution sur la base du prix de marché de l'action ajusté pour tenir compte des caractéristiques et conditions de l'attribution, lissée linéairement sur la période d'acquisition en accord avec les dispositions de la norme IFRS 2.

Cette charge est particulièrement stable sur les 3 derniers exercices (2021-2023), s'établissant entre 3,4m€ et 4,4m€.

Nous précisons que la charge non cash liée aux stock-options et assimilés associée n'a pas été considéré dans les prévisions du plan d'affaires, mais que le nombre d'actions résultant des attributions d'actions gratuite a bien été pris en compte dans la détermination du nombre d'actions retenu dans le cadre de l'analyse multicritère de la valeur par action de la Société.

Les dotations aux amortissements des actifs incorporels identifiés correspondent à l'amortissement d'actifs qui ont été reconnus dans le cadre d'exercices d'allocations de prix d'acquisition à la suite de regroupements d'entreprises (affectation de tout ou partie du goodwill ressortant de la transaction à des actifs et/ou passifs non reconnus dans les comptes de l'entité cible).

Ces dotations sont en diminution linéaire sur les 3 derniers exercices (2021-2023), passant de 8,6m€ à 3,2m€, et correspondent quasiment exclusivement à l'amortissement des relations clients et des technologies reconnues.

Nous précisons que l'allocation du prix d'acquisition faisant suite à un regroupement d'entreprises est un exercice purement comptable. A ce titre, les dotations aux amortissements résultant de l'exercice ne doivent pas généralement être prises en compte dans l'analyse de cohérence de l'historique avec les prévisions du plan d'affaires, à l'exception des cas dans lesquels la Société mettrait en place des investissements permettant de maintenir la valeur d'un ou plusieurs actifs concernés au bilan.

Au cas d'espèce, tandis que la continuité des relations clients des sociétés acquises génère des charges d'exploitation telles que marketing, communication ou réception, les charges liées aux technologies ne font pas l'objet d'une activation au bilan et sont directement reconnues en frais de recherche et développement.

Ainsi, les charges liées aux actifs incorporels identifiés sont déjà prises en compte dans la détermination du résultat opérationnel d'activité.

Les autres produits et charges opérationnels, se composent majoritairement d'éléments non récurrents ou ne correspondant pas à l'activité de la Société, et qui n'ont pas vocation à se répéter sur les exercices futurs.

Sur l'exercice 2021, les autres produits et charges opérationnels s'élèvent à -2,7m€, et sont principalement composés d'une charge de restructuration (-1,6m€) et de coûts de configuration du système Cloud de Workday (-1,0m€).

Sur l'exercice 2022, les autres produits et charges opérationnels s'élèvent à -83,8m€, et sont principalement composés de la sortie de l'écart d'acquisition de l'activité Syncplicity (77,3m€), de moins-values de cession sur les actifs incorporels acquis (Syncplicity, Mailgate), de restructurations (2,6m€) et de coûts d'acquisitions liés à DXchange (1,0m€).

Sur l'exercice 2023, les autres produits et charges opérationnels s'élèvent à -7,9m€, et sont principalement composés d'une charge de restructuration (-3,8m€), de dépenses liées aux acquisitions d'AdValvas Europe NV et Cycom Finances (respectivement -0,3m€ et -0,4m€), de coûts d'implémentation du système Cloud de Workday (-0,7m€), d'économies résultant de la réforme du report de l'âge légal de départ à la retraite (+0,4m€), de provisions pour risques liées au paiement de taxes sur les ventes au Brésil (-2,9m€), et de dépenses liées à la rationalisation des bureaux de la Défense (-0,2m€).

Nous précisons qu'il n'a été retenu aucun montant au titre des autres produits et charges opérationnels sur les prévisions du plan d'affaires.

Au cas d'espèce, cette absence de prise en compte à un impact positif sur la valeur par action de la Société ressortant de notre analyse multicritère, dans la mesure où ces autres produits et charges opérationnels sont historiquement négatifs.

Résultat Financier

L'évolution du résultat financier les 3 derniers exercices (2021-2023) est principalement imputable à l'augmentation du coût de l'endettement financier net, qui passe de -1,3m€ à -4,6m€.

L'augmentation du coût de l'endettement financier net sur la période correspond à l'augmentation de la dette relative aux lignes de crédit RCF (*Revolving Credit Facility*), avec un tirage en tout ou partie sur plusieurs lignes sur la période.

3.3 - Bilan économique

Le bilan économique consolidé de la Société sur les trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Axway Software - Bilan économique			
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Goodwill	348,3	297,8	302,1
Immobilisations incorporelles	15,1	8,7	5,1
Immobilisations corporelles	14,3	12,5	9,3
Droits d'utilisation relatifs à IFRS16	23,5	20,1	17,8
Actifs financiers et autres actifs non courants	2,7	2,1	2,8
Actif immobilisé	403,9	341,2	337,2
Actif courant	139,0	188,5	220,6
Passif courant	-103,9	-115,9	-119,0
Besoin en Fonds de Roulement	35,1	72,5	101,6
Impôts différés (nets)	10,7	20,4	15,7
Capitaux Employés	449,8	434,1	454,5
Capital	43,3	43,3	43,3
Réserves liées au capital	113,4	113,4	113,4
Réserves consolidées et autres réserves	206,0	211,2	153,8
Résultat de l'exercice	9,6	-40,0	35,8
Capitaux Propres - part du Groupe	372,2	327,8	346,3
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0
Capitaux Propres	372,2	327,8	346,3
Provisions hors risques et charges*	7,7	7,6	8,9
Dette financière	95,2	117,0	116,0
Trésorerie et équivalents	-25,4	-18,3	-16,7
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	69,8	98,7	99,3
Capitaux Investis	449,8	434,1	454,5

Source : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 de Axway Software

*Dont indemnités de départ à la retraite

Actif Immobilisé

Au 31 décembre 2023, l'actif immobilisé de la Société s'élève à 337,2m€ et se compose quasiment exclusivement de goodwill (302,1m€), qui résulte des acquisitions historiques.

Entre 2021 et 2022, la diminution du goodwill résulte principalement de la sortie du bilan de Syncplicity (-77,3m€ de VNC), en lien avec la rationalisation du portefeuille produits opérée sur l'année.

Entre 2022 et 2023, la hausse du goodwill résulte principalement des acquisitions des sociétés AdValvas et Cycom Finances (+10,5m€ de VNC, hausse partiellement compensée par des écarts de conversion).

Au 31 décembre 2023, les autres immobilisations de la Société concernent :

- des immobilisations incorporelles, d'un montant de 5,1m€, qui comprennent essentiellement des actifs incorporels reconnus dans le cadre d'exercices d'allocations de prix d'acquisition à la suite de regroupements d'entreprises (notamment des relations clients et des technologies) ;
- des immobilisations corporelles, d'un montant de 9,3m€, qui comprennent des équipements informatiques, ainsi que des agencements, du mobilier et du matériel de bureau ;
- de droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 17,8m€, qui correspondent à des locaux d'entreprise dont la Société n'est pas propriétaire ;
- des actifs financiers et autres actifs non courants, d'un montant de 2,8m€, qui correspondent d'une part à des dépôts et cautionnements, et d'autre part à la détention de ses propres actions par la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Le BFR consolidé de la Société sur les trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Axway Software - Besoin en Fonds de Roulement			
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Créances clients	105,1	148,1	178,0
<i>en jours de CA</i>	<i>134 jours</i>	<i>172 jours</i>	<i>204 jours</i>
Charges constatées d'avance	19,3	25,4	26,6
<i>en jours de CA</i>	<i>25 jours</i>	<i>29 jours</i>	<i>30 jours</i>
Créances fiscales et sociales	12,3	12,4	11,9
<i>en jours de CA</i>	<i>16 jours</i>	<i>14 jours</i>	<i>14 jours</i>
Autres créances courantes	2,4	2,5	4,2
<i>en jours de CA</i>	<i>3 jours</i>	<i>3 jours</i>	<i>5 jours</i>
Actif courant	139,0	188,5	220,6
<i>en jours de CA</i>	<i>178 jours</i>	<i>219 jours</i>	<i>252 jours</i>
Dettes fournisseurs	-10,9	-11,3	-11,3
<i>en jours de CA</i>	<i>-14 jours</i>	<i>-13 jours</i>	<i>-13 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-32,4	-42,8	-48,6
<i>en jours de CA</i>	<i>-41 jours</i>	<i>-50 jours</i>	<i>-56 jours</i>
Produits constatés d'avance	-57,4	-56,6	-50,2
<i>en jours de CA</i>	<i>-73 jours</i>	<i>-66 jours</i>	<i>-57 jours</i>
Autres dettes/passifs courants	-3,1	-5,3	-8,8
<i>en jours de CA</i>	<i>-4 jours</i>	<i>-6 jours</i>	<i>-10 jours</i>
Dettes sur immobilisations	-0,1	0,0	0,0
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>
Passif courant	-103,9	-115,9	-119,0
<i>en jours de CA</i>	<i>-133 jours</i>	<i>-135 jours</i>	<i>-136 jours</i>
BFR	35,1	72,5	101,6
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>285,5</i>	<i>314,0</i>	<i>319,0</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>45 jours</i>	<i>84 jours</i>	<i>116 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>12,3%</i>	<i>23,1%</i>	<i>31,9%</i>
Dépôts et autres immobilisations financières LT	1,9	1,8	2,0
<i>en jours de CA</i>	<i>2 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>2 jours</i>
BFR ajusté	37,0	74,4	103,6
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>285,5</i>	<i>314,0</i>	<i>319,0</i>
<i>BFR ajusté en jours de CA</i>	<i>47 jours</i>	<i>86 jours</i>	<i>119 jours</i>
<i>BFR ajusté en % de CA</i>	<i>13,0%</i>	<i>23,7%</i>	<i>32,5%</i>

Source : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 de Axway Software

La Société extériorise un Besoin en Fonds de Roulement en hausse continue sur la période, et qui passe de 47 jours de chiffre d'affaires en 2021 à 119 jours de chiffre d'affaires en 2023.

Les principaux postes du BFR de la Société qui évoluent en jours de chiffre d'affaires sur la période sont les créances clients, les dettes fiscales et sociales et les produits constatés d'avance.

L'évolution des créances clients est à mettre en parallèle de celle des produits constatés d'avance, et provient principalement de l'évolution de l'offre de services liée aux contrats « *Customer Managed* », dont la croissance est supérieure à celle de l'activité au global, entraînant une augmentation de l'offre dans le mix de revenus, et qui ne dispose pas d'une maturité suffisante.

En effet, tandis que la facturation des prestations *on-premise* liées aux contrats « *Customer Managed* » est faite en premier lieu lors du transfert de contrôle, puis de manière annuelle, le chiffre d'affaires est reconnu en partie *upfront*, et en partie progressivement lors de l'atteinte des obligations de performance associées à ces contrats.

Ce décalage entre facturation et chiffre d'affaires reconnu sur l'exercice engendre l'écriture d'une écriture de régularisation en fin d'année, impliquant l'augmentation du poste de produits constatés d'avance. Néanmoins, cette augmentation ne permet pas de compenser l'attrition des contrats de maintenance sur la période.

Sur le moyen-terme, l'atteinte d'un volume suffisants de contrats « *Customer Managed* » et la récurrence de la facturation devraient permettre de stabiliser le BFR engendré sur le segment.

L'évolution des dettes fiscales et sociales sur la période correspond principalement à l'augmentation des provisions sur bonus et commissions liées à la signature de nouveaux contrats significatifs.

Nous précisons que nous nous sommes assurés de la cohérence de la position de BFR calculée par nos soins au 31 décembre 2023 avec la position de BFR retenue à la même date par le Management dans le cadre de l'élaboration du plan d'affaires.

Capitaux Propres

Au 31 décembre 2023, les capitaux propres de la Société s'élèvent à 346,3m€, avec une évolution entre 2021 et 2023 qui découle majoritairement des résultats générés sur la période, et dans une moindre mesure de la variation de valeur des écarts de conversion.

Dettes financière/ trésorerie nette

Au 31 décembre 2023, la dette financière nette comptable de la Société s'élève à 99,3m€ en tenant compte des effets de la norme IFRS 16, et comprend 116,0m€ de dette financière et 16,7m€ de trésorerie.

Les dettes financières comprennent des emprunts bancaires pour 92,3m€, dont notamment des lignes de Revolving Credit Facilities (RCF) tirées pour un montant de 86,0m€, ainsi que des dettes de location liées à l'application de la norme IFRS 16, pour un montant de 23,7m€.

Hors prise en compte des effets de la norme IFRS 16, la dette financière nette comptable de la Société s'élève à 92,3m€

L'évolution de la dette financière nette sur la période s'explique principalement par des tirages supplémentaires de Revolving Credit Facilities, permettant notamment de financer des opérations liées au rachat d'actions propres et l'acquisition de DXchange Technologies.

4 - Présentation des données structurantes de l'analyse

Nous exposons ci-après les données structurantes de notre analyse, en présentant le nombre d'actions et l'endettement net ajusté pris en compte, le périmètre du plan d'affaires utilisé, et les méthodes d'évaluation écartées et retenues dans le cadre de nos travaux.

4.1 - Nombre d'actions

Au 31 décembre 2023, l'actionnariat de la Société se présente comme suit :

Axway Software - Détail des actions en circulation					
Actionnaires	Nombre d'actions détenues	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droit de vote exerçables	% des droits de votes exerçables
Sopra Steria Group SA	6 913 060	31,96%	13 826 120	13 826 120	38,48%
Sopra GMT ¹	4 503 321	20,82%	9 006 642	9 006 642	25,07%
Famille Pasquier ¹	25 786	0,12%	47 982	47 982	0,13%
Famille Odin ¹	289 725	1,34%	513 986	513 986	1,43%
Management ²	313 872	1,45%	522 203	522 203	1,45%
Concert entre les Fondateurs, les Managers et Sopra Steria	12 045 764	55,68%	23 916 933	23 916 933	66,57%
Autodétention	660 544	3,05%	660 544	0	0,00%
Flottant	8 927 289	41,27%	12 011 531	12 011 531	33,43%
Total des actions	21 633 597	100%	36 589 008	35 928 464	100%

¹ Sopra GMT, la famille Pasquier et la famille Odin étant ensemble dénommés les "Fondateurs"

² Managers signataires du pacte d'actionnaires avec Sopra GMT et les familles Pasquier et Odin

Source : DEU 2023

Ainsi, le capital de la Société est composé de 21.633.597 actions ordinaires, dont 660.544 actions ordinaires détenues en propre par cette dernière.

En outre, la Société a mis en place différents plans d'attribution d'actions gratuites à destination des équipes de direction, de membres du comité exécutif et de personnes clés pour la Société. Les plans en vigueur au 31 décembre 2023 portent sur un total 679.071 actions ordinaires, dont 51.274 actions annulées au cours de l'exercice.

Il reste donc au titre de ces différents plans 627.797 actions ordinaires encore en cours d'acquisition définitive par leurs attributaires.

L'attribution définitive de ces actions gratuites est conditionnée à des critères (i) de performance liés à la croissance et au résultat opérationnel d'activité, et (ii) de présence au sein de la Société pendant toute la durée d'acquisition.

Nous comprenons de nos discussions avec le Management que la réalisation du plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère suppose une atteinte de l'ensemble des critères de performance relatifs aux différents plans d'attribution d'actions gratuites en vigueur au sein de la Société.

Nous comprenons par ailleurs qu'en raison de la qualité et des fonctions occupées par les différents attributaires de ces plans d'attribution, une absence de départ ou de turnover est envisagée sur l'ensemble des durées d'acquisitions.

Nous avons donc retenu dans le cadre de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société l'ensemble des 627.797 actions ordinaires encore en cours d'acquisition définitive par leurs attributaires.

Nous comprenons de nos discussions avec le Management qu'il n'existe pas d'instruments dilutifs autres que les plans d'actions gratuites donnant accès directement ou indirectement au capital de la Société.

En tenant compte de l'ensemble des éléments présentés plus haut, nous avons retenu dans le cadre de l'analyse multicritère de la valeur par action de la Société un total de **21.600.850** actions ordinaires, tel que présenté dans le tableau ci-dessous, correspondant au nombre d'actions ordinaires de la Société en circulation, diminué du nombre d'actions en autodétention, et augmenté du nombre d'actions ordinaires encore en cours d'acquisition définitive par leurs attributaires dans le cadre de la mise en place des plans d'actions gratuites.

Axway Software - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	21 633 597
- Autodétention	-660 544
+ Plans d'AGA	627 797
Nombre d'actions en circulation	21 600 850

Source : DEU 2023 et Management

4.2 - Endettement net ajusté

Au 31 décembre 2023, la dette financière nette comptable de la Société s'élève à 75,6m€, telle que présentée dans le tableau ci-dessous :

Axway Software - Dette financière nette comptable	
En m€	31/12/2023
= Emprunts et dettes financières	92,3
- Disponibilités	-16,7
= Dette financière nette comptable	75,6

Source : Comptes consolidés d'Axway Software au 31 décembre 2023

La décomposition de la dette financière nette comptable est présentée au §3.3. Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux, qui n'inclut pas l'impact de la norme IFRS 16, la dette financière nette comptable prise en compte n'intègre pas les dettes de location reconnues au passif de la Société en application de la norme IFRS 16.

Nous avons retraité la position de dette financière nette comptable des éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation. Il ressort de nos ajustements une position de dette financière nette ajustée de la Société de 82,4m€, telle que présentée dans le tableau ci-dessous :

Axway Software - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En m€	31/12/2023
Dette financière nette comptable	75,6
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	6,8
= Dette financière nette ajustée	82,4

Source : Comptes consolidés d'Axway Software au 31 décembre 2023

* Nets d'impôts

Les engagements bruts de la Société envers ses salariés (engagements de retraite) s'élèvent à 8,9m€ au 31 décembre 2023.

Dans la mesure où ces engagements donneront droit à une économie d'impôt au moment de leur attribution et de la matérialisation de la charge associée, nous avons retenu le montant net des impôts différés actifs associés comptabilisés par la Société, soit 6,8m€.

4.3 - Plan d'affaires et périmètre

4.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de la Société a été élaboré par la direction générale et financière dans le cadre de la mise en œuvre des tests de dépréciation réalisés en décembre 2023.

Il a fait l'objet d'une revue et d'une approbation par le Comité d'audit en janvier 2024.

4.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires, élaboré par le Management sur une durée de 5 ans, couvre la période 2024-2028. Il a été élaboré à l'aide d'un mix entre approches *bottom-up* et *top-down*, à partir des prévisions de croissance et de rentabilité sur les différentes lignes de produits et de services au niveau du budget 2024, puis inféré de manière plus tendancielle sur les années suivantes au regard de l'atterrissage 2023, du budget 2024, des dynamiques de marchés attendues et du positionnement de la Société sur ces derniers.

Il correspond aux dernières prévisions opérationnelles et de besoins d'investissements établies par le Management. Nous précisons en outre qu'il a été élaboré hors prise en compte de l'impact de la norme IFRS 16, et n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques de la Société.

4.3.3 - Test de dépréciation (*impairment test*)

Un test de dépréciation (*impairment test*) a été effectué au 31 décembre 2023 sur les écarts d'acquisition affectés à l'Unité Génératrice de Trésorerie (UGT) unique de la Société, étant précisé que les prévisions propres à cette UGT correspondent au même plan d'affaires que celui qui a été utilisé dans le cadre de nos travaux.

4.4 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes.

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

La méthode de l'Actif Net Comptable ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de la Société. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A ce titre, cette méthode est pertinente principalement dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation.

Dans la mesure où nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans une perspective de continuité d'exploitation au niveau de la Société, nous n'avons pas retenu la méthode de l'actif net comptable pour évaluer la valeur par action de cette dernière.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2023 s'élève à 346,3m€, soit une valeur de 16,03€ par action.

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

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer la société à partir de ses capitaux propres bilanciaux, après ajustements liés à l'appréciation en juste valeur des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Dans la mesure où la réévaluation de l'ensemble des éléments bilanciaux autre que les capitaux propres de la Société en juste valeur est redondante avec les autres approches mises en œuvre dans le cadre de nos travaux d'évaluation, notamment la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, et dans la mesure où l'ensemble des actifs et passifs de la Société ne bénéficient pas d'un marché de référence liquide et efficient, nous n'avons pas retenu la méthode de l'Actif Net Réévalué pour évaluer la valeur par action de cette dernière.

4.4.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à évaluer la société en utilisant un multiple déterminé à partir de ceux constatés lors de transactions intervenues sur le capital de sociétés comparables, appliqué aux agrégats de la société (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, Résultat Net...).

Au cas d'espèce, nous avons recherché les transactions intervenues au capital de sociétés comparables à la Société, en Europe, aux Etats-Unis et au Canada, sur les trois dernières années.

Si nous avons identifié certaines sociétés cibles présentes dans le domaine des logiciels d'infrastructure et de l'intégration des systèmes d'information, dont l'activité se rapprochait de celle de la Société, telles que Software AG, Citrix ou VMware, il convient de noter qu'en raison des particularités de la Société sur la chaîne de valeur de son secteur, aucune n'est pleinement comparable à la Société.

Nous n'avons donc pas été en mesure d'identifier un échantillon suffisant de transactions portant sur une part significative du capital de sociétés directement comparables à la Société, et dont les termes financiers sont rendus publics, permettant d'extérioriser des multiples.

Ainsi, nous n'avons pas retenu la méthode des transactions comparables pour évaluer la valeur par action de la Société.

4.4.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Bien que la Société ait historiquement procédé à des versements de dividendes de manière régulière, nous n'avons pas eu communication des prévisions de dividendes sur la période du plan d'affaires.

En outre, nous précisons que la méthode d'actualisation des flux futurs est redondante avec la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

Pour ces différentes raisons, nous n'avons pas retenu la méthode d'actualisation des dividendes futurs pour évaluer la valeur par action de la Société.

4.4.5 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

La Société fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par un seul analyste financier (Société Générale Cross Asset), lequel extériorisait un objectif de cours de 27€ par action au 27 juillet 2023.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur de l'action Axway Software ne faisant pas l'objet d'un suivi jugé suffisamment fiable et régulier par des analystes financiers (un seul analyste recensé).

4.5 - Méthodes d'évaluation retenues

Nos travaux nous ont conduits à retenir les méthodes suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal) ;
- méthode des comparables boursiers (retenue à titre principal) ;
- référence au cours de bourse (présentée à titre indicatif).

4.5.1 - Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

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

Cette méthode, pertinente pour évaluer des sociétés matures sur leurs marchés dans une perspective de continuité d'exploitation, a été retenue à titre principal pour évaluer la valeur par action de la Société.

4.5.2 - Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats de la Société les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées comparables.

Elle nécessite donc dans le cadre de sa mise en œuvre la détermination d'un échantillon de sociétés cotées présentant des caractéristiques similaires à la Société en termes d'activité, de rentabilité et de perspectives de croissance.

Cette méthode, pertinente pour évaluer des sociétés disposant d'un nombre suffisant de similarités avec des sociétés cotées dans une perspective de continuité d'exploitation, a été retenue à titre principal pour évaluer la valeur par action de la Société.

4.5.3 - Référence au cours de bourse

Le cours de bourse de la Société constitue la première référence de valeur par action de la Société directement observable pour l'ensemble de ses actionnaires.

Néanmoins, la pertinence de la référence au cours de bourse est limitée dans le cadre d'une société pour laquelle la liquidité de son titre est faible, dans la mesure où cette dernière peut engendrer d'importants décalages entre la communication d'informations au marché par la société et l'ajustement du prix de l'action, mais également une inefficience du prix d'équilibre ressortant des transactions de marché (ce dernier présentant alors d'importantes divergences avec la valeur fondamentale de l'action).

Au cas d'espèce, la liquidité du titre de la Société est particulièrement faible. A ce titre, nous avons retenu la référence au cours de bourse à titre indicatif pour extérioriser la valeur par action de la Société.

5 - Appréciation de la valeur par action de la Société

5.1 - Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal)

5.1.1 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires de la Société sur la période 2024-2028, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Axway Software - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
= EBIT*	Résultat Opérationnel d'Activité pré-IFRS 16
- Impôt normatif théorique	Sur résultat opérationnel**
= NOPAT hors IFRS 16	Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16
+ Amortissements	Hors amortissements liés à IFRS 16
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)	

*Hors effets de la norme IFRS 16
**Hors CIR

5.1.2 - Analyse du plan d'affaires de la Société

Croissance du chiffre d'affaires

Après deux dernières années de fortes croissances organiques (5,5% en 2022, 5,8% en 2023) liées à la traction du changement de modèle économique entamé en 2018 vers un modèle à dominante SaaS, la croissance du chiffre d'affaires sur la période explicite du plan d'affaires (2024-2028) est attendue à 2% par an.

Si le marché des logiciels d'infrastructure restera dynamique dans son ensemble, la croissance de l'activité devrait être contrainte par la maturité de l'offre de produits proposée par la Société sur ses marchés (voir §1.1) et son objectif de pérennisation à long-terme de la marge de ROA, dans un contexte de forte augmentation de cette dernière entre 2022 et 2023 (voir §3.1), qui devrait atténuer les capacités (i) d'innovation sur les segments existants, et (ii) de pénétration de nouveaux segments de marché (en raison de la rationalisation des postes de charges tels que les frais de recherche et développement).

Ainsi, la Société anticipe un retour de la croissance de son chiffre d'affaires vers des standards plus en adéquation avec ses taux historiques de croissance organique, qui s'établissent autour de 1,5% en TCAM depuis 2010, et autour de 2% en TCAM depuis 2019.

Evolution de la marge d'EBIT (ROA) hors IFRS 16

Comme expliqué au §3.2, la Société a fortement amélioré sa marge d'EBIT (ROA) entre 2019 et 2023 ; le taux de marge passant de 8,6% à 19,7% sur la période (après prise en compte des effets de la norme IFRS 16, qui a un impact marginal sur l'EBIT).

Notamment, la Société a profité en 2023 de l'effet année pleine de la rationalisation du portefeuille de produits, et de la poursuite des efforts d'optimisation des autres frais et charges, avec :

- la cession d'activités non stratégiques à plus faibles marges ;

- la rationalisation des charges de marketing vers des niveaux plus en ligne avec celui des sociétés du secteur ;
- des gains d'efficience au niveau des charges liées aux prestations d'hébergement et de maintenance ;
- l'optimisation des charges salariales au travers de la mise en place d'actions de réorganisation, notamment en Amérique du Nord.

Sur la période explicite du plan d'affaires (2024-2028), le taux de marge d'EBIT devrait augmenter de façon modérée, dépassant 20% à l'horizon 2028.

Dans un contexte de pérennisation de son taux de marge d'EBIT à long-terme, après une forte augmentation entre 2019 et 2023, la Société prévoit principalement l'amélioration de sa marge avec la poursuite de la recherche de gains d'efficience et de la rationalisation des frais de recherche et développement.

Taux d'imposition

La Société opérant dans plusieurs zones géographiques, le taux d'imposition théorique qui lui est applicable correspond environ à la moyenne des taux d'imposition théoriques des différents pays dans lesquels la Société opère pondérée par les contributions de ces derniers au niveau de la génération de la marge opérationnelle.

Au cas d'espèce, nous avons retenu un taux d'imposition théorique de 20% correspondant aux données communiquées par le Management.

Nous précisons que ce taux d'imposition théorique est cohérent avec les taux d'imposition effectifs historiques de la Société sur les 3 dernières années, après retraitement des impacts liés aux reports déficitaires.

Par ailleurs, nous avons retraité l'EBIT fiscalisable du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) dans le cadre de la détermination de la charge d'impôt sur l'horizon explicite du plan d'affaires, dans la mesure où celui-ci constitue un produit non fiscalisable.

Sur l'horizon explicite du plan d'affaires, nous avons conservé le ratio de Crédit d'Impôt Recherche en pourcentage du chiffre d'affaires de l'année 2023.

Enfin, nous avons pris en compte les montants d'économies d'impôts attendues sur la période explicite du plan d'affaires en raison de l'imputation du stock de déficits fiscaux reportables existant au niveau de la Société en accord avec le *tax planning* extériorisé dans le cadre de la mise en œuvre du test de dépréciation au 31 décembre 2023.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période explicite du plan d'affaires reflètent la faible intensité capitalistique, hors éventuelle capitalisation des frais de recherche et développement qui représentent la majorité de l'effort d'investissement, sur le secteur de l'édition de logiciels.

Sur la période explicite du plan d'affaires, les capex d'acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles s'établissent à environ 1,3% du chiffre d'affaires, et sont cohérentes avec les dotations aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles historiques, qui s'établissent autour de 1,5% du chiffre d'affaires.

Nous précisons que les dotations aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles s'établissent environ au même niveau que celui des capex sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

De ce fait, le niveau de capex retenu par le Management sur l'horizon explicite du plan d'affaires correspond exclusivement à des capex de maintenance.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

Nous avons présenté au §3.3 de notre rapport l'analyse historique du BFR entre 2021 et 2023.

Sur la période, le BFR de la Société a fortement augmenté en raison de la part grandissante de l'offre de services liée aux contrats « *Customer Managed* », dont la croissance est supérieure à celle de l'activité au global, entraînant une augmentation de l'offre dans le mix de revenus, et qui ne dispose pas d'une maturité suffisante.

Sur la période explicite du plan d'affaires, le Management prévoit une évolution en U inversé du BFR avec :

- dans un premier temps la rationalisation de la croissance des contrats « *Customer Managed* » en rapport de celle de l'activité au global, dont la récurrence de facturation devrait permettre d'atteindre un palier de BFR à horizon 2025 ;
- dans un second temps un changement de dynamisme de l'offre globale de la Société au profit des contrats « *Axway Managed* », moins consommateurs de BFR.

A horizon normatif, la variation de BFR est attendue négligeable dans un contexte de stabilisation des différentes offres de services de la Société en pourcentage du chiffre d'affaires.

Conclusion

Dans un contexte de maturité de l'offre de produits proposée par la Société sur ses marchés, et de volonté de pérennisation à long-terme de la marge de ROA, qui a fortement augmenté ces dernières années, et en tenant compte de la traction du changement de modèle économique entamé en 2018 vers un modèle à dominante SaaS sur la croissance des dernières années, un retour de la croissance du chiffre d'affaires vers des standards plus en adéquation avec les taux historiques de croissance organique semble raisonnable.

De même, l'évolution modérée du taux de marge de ROA sur l'horizon explicite du plan d'affaires s'inscrit dans ce contexte de forte augmentation de la marge sur les dernières années, et tient compte de la volonté de pérennisation de cette dernière à long-terme, tout en intégrant les effets positifs liés à la poursuite de la recherche de gains d'efficacité et de la rationalisation des frais de recherche et développement.

Ainsi, les principales hypothèses du plan d'affaires élaboré par le Management, relatives à la croissance du chiffre d'affaires et à la rentabilité prospective de la Société, semblent cohérentes et raisonnables au regard de l'historique de la Société et de sa situation sur ses marchés.

5.1.3 - Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles est présenté ci-dessous :

Calcul du CMPC		Axway Software
Taux sans risque	(1)	2,9%
Prime de risque du marché	(2)	5,9%
Beta désendetté	(3)	1,05
Gearing	(4)	9,9%
Beta endetté	(5)	1,13
Prime de taille	(6)	1,6%
Coût des capitaux propres	(7)	11,2%
Coût de la dette	(8)	5,0%
Taux d'IS	(9)	25,8%
Coût de la dette après impôts		3,7%
D/(D+CP)		9,0%
CP/(D+CP)		91,0%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	10,5%

(1) OAT 10 ans - moy. 6 mois au 30/04/2024

(2) Fairness Finance - moy. 6 mois à fin avril 2024

(3) Beta 1 an des comparables

(4) Gearing moy. des comparables - 30/04/2024

(5) Formule de Hamada

(6) Etude Duff & Phelps 2022

(7) Formule du modèle CAPM

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(10) Formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Il a été retenu un taux d'actualisation de 10,5% pour actualiser les flux de trésorerie futurs, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque basé au rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, moyenne 6 mois au 30 avril 2024, soit 2,9% ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,9%, correspondant à la prime calculée par Fairness Finance à fin avril 2024 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,05 retenu correspond au bêta 1 an des sociétés comparables ;
- un *gearing* de 9,9% correspondant au *gearing* moyen de l'échantillon des sociétés comparables ;
- une prime de taille de 1,6%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude Duff & Phelps de 2022 ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,0%, correspondant aux informations communiquées par le Management ;
- un taux d'impôt applicable à la dette de 25,8%, correspondant au dernier taux en vigueur en France augmenté de la contribution additionnelle. Nous avons retenu le taux d'impôt en France, et non le taux d'imposition effectif de la Société sur l'horizon du plan d'affaires, car les principales lignes de crédit de cette dernière ont été contractées en France.

5.1.4 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2028) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,8%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie des pays développés sur le long terme, ainsi que des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de la Société ;
- Un niveau de marge d'EBIT hors IFRS 16 de 21,8% du chiffre d'affaires correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un taux théorique d'impôt de 20,0% correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;

- Un niveau des investissements à l'infini de 1,3% du chiffre d'affaires correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini ;
- Une variation de BFR nulle, cette dernière étant considérée négligeable par la Société à long terme (cf §3.3.).

5.1.5 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise de la Société ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **739,4m€**.

Après prise en compte de la dette financière nette ajustée de la Société, il ressort une valeur des fonds propres de **657,1m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajustées de la Société, soit 21.600.850, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés un prix par action ordinaire de la Société de **30,42€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
Axway	En m€
Flux de trésorerie actualisés cumulés	257,0
Valeur terminale actualisée	482,4
Valeur d'entreprise	739,4
Dette financière nette ajustée (-)	-82,4
Valeur des capitaux propres	657,1
Nombre d'actions (en milliers)	21 601
Valeur par action (€)	30,42 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation (+/-0,25%) fait ressortir une valeur par action de la Société comprise entre **29,53€** (taux de croissance à l'infini de 1,80% et taux d'actualisation de 10,75%) et **31,36€** (taux de croissance à l'infini de 1,80% et taux d'actualisation de 10,25%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
Croissance à l'infini				
1,55% 1,80% 2,05%				
WACC	10,25%	30,64 €	31,36 €	32,12 €
	10,50%	29,74 €	30,42 €	31,13 €
	10,75%	28,90 €	29,53 €	30,20 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT sur le flux normatif et le taux d'actualisation (+/-0,25%) fait ressortir une valeur par action de la Société également comprise entre **29,53€** (taux d'EBIT normatif de 21,83% et taux d'actualisation de 10,75%) et **31,36€** (taux d'EBIT normatif de 21,83% et taux d'actualisation de 10,25%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
EBIT normatif (%)				
21,58% 21,83% 22,08%				
WACC	10,25%	31,10 €	31,36 €	31,62 €
	10,50%	30,17 €	30,42 €	30,67 €
	10,75%	29,29 €	29,53 €	29,77 €

5.2 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre principal)

5.2.1 - Echantillon de sociétés retenues

Dans son Document d'Enregistrement Universel, la Société présente l'environnement concurrentiel dans lequel elle opère. Si celui-ci est caractérisé par un large éventail d'acteurs, deux grandes typologies de concurrents sont mises en avant par la Société :

- les grands acteurs généralistes, dont l'offre de produits et de services est beaucoup plus large que celle de la Société et s'étend à une pluralité de secteurs d'activité (outre le secteur des logiciels d'infrastructure), tels qu'IBM, Microsoft, SAP, Oracle, Google ou Amazon ;
- les spécialistes de l'infrastructure et de l'intégration, dont l'offre de produits et de services est disparate et généralement centrée sur des segments de marchés spécifiques, tels que Boomi, Software AG, Tibco, Software AG ou Informatica.

Nous avons exclu de l'échantillon les grands acteurs généralistes cotés, qui interviennent non seulement sur le secteur d'activité de la Société, mais également sur d'autres secteurs d'activité en raison de l'importante diversification de leur modèle économique.

Nous avons en outre analysé les sociétés cotées spécialistes de l'infrastructure et de l'intégration, à partir des informations communiquées par la Société, des études de marché et de positionnement sur la chaîne de valeur du secteur publiées par des sociétés de recherche spécialisées telles que Gartner et Forrester, des rapports annuels des différentes sociétés et de notes d'analystes.

Si nous avons identifié un certain nombre de sociétés cotées spécialistes de l'infrastructure et de l'intégration, telles que Progress Software, Informatica, Solar Winds ou Open Text, il ressort de notre analyse qu'aucune n'est pleinement comparable à la Société.

En effet, tandis que la Société propose une offre de produits holistique couvrant une part significative (gestion des API, sécurité des données, intégration d'applications et gestion des flux de données) de la chaîne de valeur du secteur de l'édition de logiciels d'infrastructure, les sociétés identifiées sont pour la plupart spécialisées sur certains sous-segments couverts par cette offre, et proposent pour une partie des solutions technologiques moins complexes.

Dans la mesure où nous n'avons pas été en capacité d'identifier un nombre suffisant de sociétés cotées spécialisées sur les différents sous-segments couverts par l'offre de produits de la Société, et qui aurait permis de mettre en œuvre la méthode de la somme des parties dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous avons constitué notre échantillon de comparables boursiers en tenant compte d'une approche « risque/croissance/flux » plutôt que d'une approche purement sectorielle.

Ainsi, nous avons retenu dans notre échantillon des sociétés qui :

- opèrent en Europe, aux États-Unis et/ou au Canada, et dont la place de cotation est située dans l'une de ces zones géographiques à l'instar de la Société ;
- font l'objet d'un suivi par plusieurs analystes ;
- sont positionnées sur le secteur de l'édition de logiciels généralistes ou spécialisés, et sont ainsi exposées à des facteurs de risques (technologiques, réglementaires, environnementaux...) comparables à ceux de la Société ;
- génèrent leur chiffre d'affaires majoritairement au travers de leur offre de produits SaaS, s'appuyant sur l'environnement *cloud*, pareillement à la Société ;
- présentant des couples croissance/rentabilité cohérents avec ceux de la Société.

Enfin, nous n'avons pas retenu les sociétés telles que Linedata, qui répondaient à l'ensemble des critères ci-dessus mais présentaient une part trop importante des services d'intégration, moins

volatils par nature que les services d'édition de logiciels, dans leur mix de revenus ; la Société ne proposant pas de tels services.

Au terme de notre analyse, nous avons retenu l'échantillon de sociétés comparables présenté dans le tableau ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Amdocs Limited	Etats-Unis	9 286	4 655
Teradata Corporation	Etats-Unis	3 335	1 658
ACI Worldwide, Inc.	Etats-Unis	3 317	1 314
Aptitude Software Group plc	Royaume-Uni	203	86
Moyenne		4 035	1 928
Médiane		3 326	1 486

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 09/05/2024

- Amdocs est une société américaine cotée au NASDAQ. Elle est spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels, ainsi que dans la prestation de services pour les fournisseurs de services de communication, de médias, les fournisseurs de services financiers et les entreprises du numérique. Ses solutions s'appuient sur des méthodologies telles que le cloud et les microservices. En 2023, le chiffre d'affaires d'Amdocs s'est établi à 4.655m€ ;
- Teradata est une société américaine cotée au NYSE. Elle se positionne comme une entreprise spécialisée dans les logiciels d'analyse de bases de données et de Big Data, ainsi que dans le conseil stratégique en informatique. La société développe des logiciels d'entreprise pour les bases de données et l'analyse de données en mode SaaS. En 2023, le chiffre d'affaires de Teradata en 2023 s'est établi à 1.658m€ ;
- ACI Worldwide est une société américaine cotée au NASDAQ. Elle édite des solutions pour les systèmes de paiement, avec une large gamme de logiciels axés sur la facilitation des paiements électroniques. Ses produits sont destinés aux banques et aux intermédiaires financiers tels que les processeurs de paiement. En 2023, le chiffre d'affaires d'ACI Worldwide s'est établi à 1.314m€ ;
- Aptitude Software est une société anglaise cotée au LSE. Elle est spécialisée dans l'édition de logiciels de numérisation et de gestion des abonnements. Elle propose notamment des solutions d'automatisation de la conformité pour répondre aux différentes normes légales auxquelles sont soumis les établissements financiers. En 2023, le chiffre d'affaires d'Aptitude Software s'est établi à 86m€.

5.2.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires historiques et prévisionnels des sociétés comparables entre 2022 et 2025 sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires			
	21/22	22/23	23/24	24/25
Amdocs Limited	9,9%	18,0%	-0,5%	2,0%
Teradata Corporation	-0,4%	-1,3%	1,6%	3,4%
ACI Worldwide, Inc.	10,4%	-1,2%	10,4%	6,8%
Aptitude Software Group plc	18,7%	2,6%	-4,4%	5,6%
Moyenne	9,7%	4,5%	1,8%	4,5%
Médiane	10,2%	0,7%	0,6%	4,5%
Axway Software	10,0%	1,6%	2,0%	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

Sur l'année 2022, l'échantillon présente une croissance significative (moyenne et médiane supérieures à +10%) similaire à celle de la Société. La croissance plus importante de la société Aptitude Software est notamment imputable à l'effet année pleine de l'acquisition de la société MPP Global, réalisée en octobre 2021.

Sur l'année 2023, la croissance des comparables est disparate mais s'établit en médiane (-0,7%) inférieure à celle de la Société (+1,6%). La société Amdocs a bénéficié sur l'exercice de sa collaboration avec la société Vodacom liée au développement de ses solutions en Afrique et de la conclusion d'un contrat pluriannuel avec la société Telefonica pour dynamiser sa croissance (+18,0%).

Sur la période prévisionnelle, deux tendances de croissance se dégagent sur l'échantillon de comparables boursiers : tandis que les sociétés Amdocs, Teradata et Aptitude Software devraient connaître une croissance nulle (ou légère décroissance) en 2024 et modérée en 2025 (~+3,5%), la société ACI Worldwide devrait connaître une croissance plus importante sur la période (entre +6,4% et +10,4%). Les différences de dynamiques observées entre les sociétés sont liées à la disparité de leurs secteurs d'activités (ceux de la société ACI Worldwide présentant une traction plus importante). En médiane, la croissance de l'échantillon de comparables boursiers s'avère légèrement supérieure à celle de la Société en 2025 (4,5% contre 2,0%).

Les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables entre 2022 et 2025 sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Marge d'EBIT			
	2022	2023	2024	2025
Amdocs Limited	13,9%	15,3%	17,5%	18,3%
Teradata Corporation	18,5%	15,8%	18,2%	20,1%
ACI Worldwide, Inc.	13,9%	14,8%	17,7%	18,7%
Aptitude Software Group plc	14,3%	10,2%	14,4%	15,4%
Moyenne	15,1%	14,0%	16,9%	18,1%
Médiane	14,1%	15,1%	17,6%	18,5%
Axway Software*	16,2%	19,5%	20,1%	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

*La donnée 2024-2025 correspond à une moyenne

Les taux de marge d'EBIT générés par la Société, tant sur la période historique que prévisionnelle, sont supérieurs (sauf pour Teradata Corporation) aux taux de marge médians des sociétés comparables (16,2% contre 14,1% pour l'année 2022), ceci tenant notamment :

- pour la société Amdocs, à un mix d'activité différent, avec une part plus importante d'activités de services aux profils de marge inférieurs ;
- pour la société ACI Worldwide à son secteur d'activité (logiciels destinés aux paiements), aux marges structurellement inférieures par rapport aux acteurs généralistes ; et
- pour la société Aptitude Software, à la taille moindre de la société qui ne lui permet pas de bénéficier des mêmes effets d'économie d'échelle et de rationalisation des charges.

Nous précisons par ailleurs que la marge d'EBIT de la Société augmente entre 2022 et 2025 de façon cohérente avec celle des sociétés comparables.

5.2.3 - Choix des multiples et multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon sans prendre en compte les différences de traitement comptables entre les normes IFRS et US GAAP liées à la capitalisation des frais de recherche et développement.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats prévisionnels de la Société sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les structures de marge observées au niveau de la Société et des sociétés comparables sont similaires. Au cas d'espèce, les sociétés proposent des offres de services hétérogènes avec des rentabilités inégales, et ont des tailles différentes qui influent sur la possibilité de rationaliser leurs niveaux de charges opérationnelles ;
- d'EBITDA en raison des différences d'intensité capitalistiques entre la Société et les sociétés comparables, dans la mesure où des écarts peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre la Société et les sociétés comparables, ainsi que du traitement des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau en page suivante récapitule les multiples d'EBIT de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Multiples des sociétés comparables		
Comparables boursiers	VE/EBIT *	
	2024	2025
Amdocs Limited	11,2x	10,6x
Teradata Corporation	12,0x	10,5x
ACI Worldwide, Inc.	15,9x	14,1x
Aptitude Software Group plc	14,5x	12,8x
Moyenne	13,4x	12,0x
Médiane	13,3x	11,7x
Moyenne avec décote**	10,7x	9,6x
Médiane avec décote**	10,6x	9,3x

Source : Capital IQ au 09/05/2024

*Dette nette (pour le calcul de la VE)
et EBIT retraités de la norme IFRS
16

**Décote de 20% sur la base de
différentes études empiriques

5.2.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2024 et 2025. Il est entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois au 9 mai 2024) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées. Nous avons ensuite appliqué ces multiples aux EBIT prévisionnels de la Société pour les mêmes années.

Par ailleurs, nous avons appliqué aux valeurs d'entreprise une décote de taille et d'illiquidité. Cette décote est liée au fait que les entreprises de l'échantillon, cotées et liquides, présentent en moyenne et en médiane un niveau de taille plus important que celui de la Société.

Cette décote est estimée entre 20% et 30% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment :

- d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« Firm value and marketability discounts »), mais également par des études de la CCEF ou encore d'Eugène Grena, qui extériorisent des décotes de taille et d'illiquidité de l'ordre de 20% à 30% ; et
- du guide de l'évaluation de l'administration fiscale extériorisant également des décotes de taille et d'illiquidité entre 20% et 30%.

Nous avons retenu un niveau de décote correspondant à la fourchette basse ressortant de l'analyse, soit 20%.

5.2.5 - Résultats chiffrés

Axway Software - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
	VE / EBIT		Moyenne
	2024	2025	24-25
Valeur d'entreprise	683,5	630,5	657,0
Dette financière nette	-82,4	-82,4	-82,4
Valeur des fonds propres (en m€)	601,1	548,1	574,6
Nombre d'actions (en milliers)	21 601	21 601	21 601
Valeur par action (€)	27,83 €	25,37 €	26,60 €

* Décote de 20% sur la base de différentes études empiriques

En appliquant le multiple médian de l'échantillon des comparables à l'EBIT de la Société pour les années 2024 et 2025, la valeur d'entreprise de la Société ressortant de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers est comprise entre **630,5m€** et **683,5m€**, avec une valeur centrale de **657,0m€**.

Après prise en compte de la dette financière nette ajustée de la Société, il ressort une valeur des fonds propres comprise entre **548,1m€** et **601,1m€**, avec une valeur centrale de **574,6m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajustées de la Société, soit 21.600.850, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers un prix par action ordinaire de la Société compris entre **25,37€** et **27,83€**, avec une valeur centrale de **26,60€**, tel que présenté dans le tableau ci-avant.

5.3 - Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif)

La Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext en 2011. Elle est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris, sous le code ISIN « FR0011040500 » et le mnémonique AXW.

La capitalisation boursière de la Société préannonce de l'Opération (cours de clôture au 21 février 2024) s'élève à environ 623,0m€.

La Société fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par un seul analyste financier (Société Générale Cross Asset), lequel extériorisait un objectif de cours de 27€ par action au 27 juillet 2023.

5.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

L'actionnariat de la Société au 31 décembre 2023 est présenté en §4.2, et le flottant représente 41,3% du nombre d'actions en circulation au niveau de son capital.

Une analyse de la liquidité du titre de la Société, présentée dans le tableau ci-dessous et résumée dans les commentaires suivants, a été effectuée.

Axway Software - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne (m)	Titres échangés en cumul (m)	Volume cumulé en % du total¹	Volume cumulé en % du flottant²
Moyenne 1 mois	2 870	66 017	0,3%	0,7%
Moyenne 3 mois	2 239	138 243	0,6%	1,5%
Moyenne 6 mois	2 142	272 661	1,3%	3,1%
Moyenne 9 mois	2 722	525 432	2,4%	5,9%
Moyenne 12 mois	3 220	803 876	3,7%	9,0%

Source : Capital IQ, 21/02/2024

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 2,1 milliers de titres (moyenne 6 mois) et 3,2 milliers de titres (moyenne 12 mois).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 804 milliers d'actions, soit 3,7% du nombre total de titres composant le capital de la Société et 9,0% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'Opération, le nombre total de titres échangés représente 0,3% du nombre total de titres et 0,7% du flottant.

Ainsi, le titre de la Société fait l'objet de volumes d'échanges limités, et présente une liquidité réduite.

Par ailleurs, et comme précisé en préambule, la Société fait l'objet d'un suivi particulièrement réduit par les analystes (une seule publication au cours des douze derniers mois).

Le cours de bourse constituant une référence directement observable pour l'actionnaire minoritaire, nous le présenterons ci-après. Toutefois, cette référence ne sera exposée qu'à titre indicatif, du fait de la faible liquidité du titre.

5.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de la Société sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action Axway Software



Sur la période allant du 21 février 2021 au 19 janvier 2022, le cours de l'action Axway évolue faiblement, passant de 26,8€ à 24,5€ sur la période.

Au 20 janvier 2022, le cours de l'action Axway connaît une diminution marquée (-15%) à la suite de la publication d'un communiqué faisant état de la non-atteinte de l'objectif de croissance organique 2021, du fait notamment d'une décroissance au cours du dernier trimestre 2021. Les résultats annuels sont publiés le 22 février 2022. La tendance baissière se poursuit jusqu'à fin avril 2022, le cours de l'action Axway extériorisant une diminution totale de 30% entre le 19 janvier et le 28 avril 2022, passant sous la barre des 16€ sur la période.

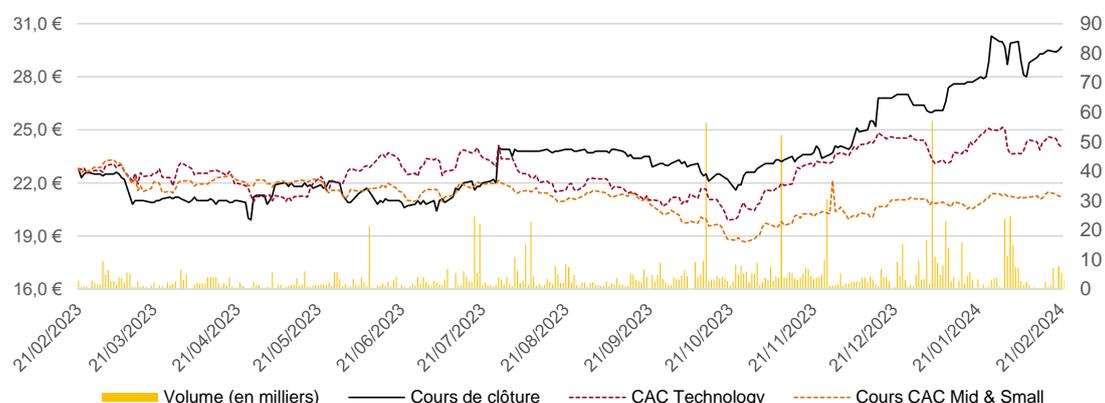
Du 28 avril au 19 août 2022, à la suite de la publication le 28 avril d'un chiffre d'affaires au premier trimestre supérieur aux prévisions établies, le cours de l'action Axway a connu une augmentation de 23%, évoluant de 16,9€ à 20,7€.

Du 19 août au 12 décembre 2022, le cours de l'action Axway a observé une diminution tendancielle de 26%, dans le sillage d'une publication d'un chiffre d'affaires du T3 en recul de 3,3%. La Société atteint son point bas sur la période le 12 décembre 2022 (15,30€).

Au cours de la période allant du 12 décembre 2022 au 21 février 2023, le cours de l'action d'Axway a connu une hausse significative de 49%, passant de 15,3€ à 22,8€. Le redressement s'opère notamment à compter du 27 janvier 2023 (+16%) à la suite d'une publication la veille d'une révision à la hausse des objectifs annuels 2022. Durant cette même période, Axway a annoncé des prévisions de résultats à la hausse pour l'année 2022.

L'évolution du cours de bourse de la Société du 21 février 2023 au 21 février 2024 est présentée ci-dessous.

Cours de bourse sur 1 an de l'action Axway Software



Sur la période allant du 21 février au 26 avril 2023, le cours de l'action a connu une baisse tendancielle (-13%), ne coïncidant pas avec des publications spécifiques sur la période.

Le cours de l'action a augmenté de 10,6% au cours de la période allant du 26 avril au 26 juillet 2023, passant ainsi de 19,9€ à 22,0€. Une hausse est notamment observée le 27 avril (+7%) à l'occasion de l'annonce des résultats favorables du premier trimestre (croissance de 7,3%) et de l'annonce au marché des résultats prévisionnels 2023.

La tendance haussière se poursuit le 27 juillet 2023 (+9%, atteignant 24,0€) à la suite de la publication des résultats semestriels. Le cours retrouve néanmoins au 25 octobre 2023 un niveau similaire à celui précédant cette annonce (21,9€ et 22,0€ respectivement).

Dans le sillage de la publication des résultats favorables du troisième trimestre le 26 octobre (croissance organique de 11,3%), puis des annonces de la FED ouvrant la voie à de possibles baisses de taux le 15 décembre, le cours suit une tendance nettement haussière, atteignant 26,8€ le 15 décembre 2023. Cette hausse se poursuit plus modérément jusqu'au 24 janvier 2024, le cours atteignant à cette date 28,0€ sans nouvelle annonce significative sur la période.

Le 25 janvier 2024, la Société annonce anticiper une croissance organique supérieure à 5%, contre 0 à 3% précédemment, ainsi qu'un ROA représentant plus de 19% du CA, contre 15 à 18% précédemment. Le cours de l'action Axway réagit alors fortement, atteignant son plus haut historique le 26 janvier 2024 à 30,3€.

Le cours s'est ensuite stabilisé le 21 février 2024, jour de l'annonce de l'Opération, à 29,7€.

5.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 21 février 2024 :

Axway Software - Analyse du cours	
	€/action
Cours de clôture (le 21 février 2024)	29,70
CMPV* 20 jours	29,15
CMPV* 60 jours	27,56
CMPV* 6 mois	25,31
CMPV* 9 mois	23,80
CMPV* 1 an	22,92

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ, Euronext le 21/02/2024

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre **22,92€** (moyenne 1 an) et **29,15€** (moyenne 20 jours). Le cours spot s'établit à **29,70€**.

Nous retiendrons en synthèse les moyennes, à plus court terme qui anticipent les dernières annonces, 20 jours (29,15€) et 60 jours (27,56€), ainsi que le cours de clôture (29,70€) comme références principales pour la méthode du cours de bourse.

A la date du 13 mai, date proche de l'émission de notre rapport, le cours de clôture s'établissait à 25€.

5.4 - Appréciation du prix par action de la Société proposé dans le cadre de l'Opération au regard de la liquidité du titre

Il ressort de l'analyse de la liquidité du titre de la Société, présentée au §5.3.1, que cette dernière est particulièrement limitée : sur une période d'un an, il s'est échangé en cumulé 803.876 titres de la Société sur les marchés financiers.

Dans le cadre de la réalisation de l'Opération, le Groupe a cédé 3.619 millions de titres de la Société à la société Sopra GMT, représentant plus de 4,5x le nombre de titres échangés en cumulé sur cette période d'un an.

En raison de cette très faible liquidité, et afin de minimiser l'impact lié à la cession d'un bloc d'actions aussi important sur le prix par action obtenu, les principales alternatives (outre l'Opération) qui s'offraient au Groupe reposaient sur des opérations :

- d'*Accelerated Book-Building* (ABB), qui consiste à offrir des actions en un laps de temps très court, avec un *timing* réduit du livre d'ordres, en utilisant peu ou aucun moyen de marketing lié à l'offre ;
- de *Fully-Marketed Offering* (FMO), qui consiste à mettre en œuvre un processus similaire à celui d'une *Initial Public Offering*, incluant notamment *roadshows* et événements marketing.

Il ressort des études menées par la banque conseil de l'opération que la mise en œuvre de telles opérations conduirait à observer une décote sur la valeur par action de la Société proche de 15%.

Au cas d'espèce, le prix par action de la Société proposé dans le cadre de l'Opération (**26,5€**) correspond à :

- une décote d'environ 12,9% sur la valeur centrale ressortant de notre analyse de la valeur par action de la Société par la méthode des flux de trésorerie actualisés (**30,42€**) ;
- une décote d'environ 0,4% sur la valeur centrale ressortant de notre analyse de la valeur par action de la Société par la méthode des comparables boursiers (**26,60€**).

Les décotes implicites ressortant de la mise en perspective des résultats de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société avec le prix par action proposé dans le cadre de l'opération de cession s'inscrivent ainsi en léger retrait en rapport des décotes qui pourraient être extériorisées par la mise en œuvre par le Groupe des principales alternatives à l'Opération.

6 - Analyse des éléments connexes à l'Opération

Nous avons examiné les éléments connexes à l'Opération qui ont été portés à notre connaissance, afin d'apprécier si ces éléments comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de cession.

Dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable de l'opération de cession, les deux éléments connexes à l'Opération concernent :

- les potentielles synergies et/ou disynergies résultant du rapprochement de la Société et d'une partie du périmètre des activités de la société Sopra Banking Software (ci-après le « Périmètre ») ;
- l'entrée au capital de la société Sopra GMT du fonds d'investissement One Equity Partners (ci-après « OEP »), en qualité d'actionnaire minoritaire (ci-après l'« Investissement »).

6.1 - Analyse des potentielles synergies et/ou disynergies résultant des opérations connexes à l'Opération

En date du 21 février 2024, post-clôture du marché Euronext Paris, le Groupe a communiqué, concomitamment à l'Opération, son intention de céder le Périmètre à la Société.

Le Périmètre opère actuellement une transition d'un modèle *legacy*, comprenant à la fois des solutions d'édition logicielle et des activités d'intégration et de services, vers un modèle à dominante SaaS, s'appuyant sur l'environnement *cloud*, à forte valeur ajoutée et quasiment exclusivement focalisé sur l'activité d'édition logicielle.

Dans la mesure où cette transformation du modèle d'affaires a déjà été opérée par la Société, le Périmètre pourrait profiter de son expérience afin de pérenniser, voire d'accélérer sa transformation.

En outre, tandis que les deux entités pourraient potentiellement bénéficier d'effets tels que le *cross-selling* de leur offre de produits sur leurs portefeuilles de clients, leurs positionnements sur des secteurs d'activité différents devrait permettre d'éviter l'existence d'*overlaps* (doublons clients sur des solutions ou offres de services similaires qui pourraient entraîner des disynergies lors du rapprochement).

Néanmoins, l'acquisition du Périmètre pourrait également engendrer des difficultés d'intégration, avec pour effet des problématiques liées à l'atteinte d'économies d'échelle et à la rationalisation des charges.

En outre, puisque les deux entités sont positionnées sur des secteurs d'activité différents, des difficultés telles que l'allocation optimale du capital disponible ou l'augmentation des coûts liée à une normalisation du fonctionnement sous des modalités de *business unit* (souvent utilisés dans les conglomérats opérant des sous-ensembles avec des activités différentes) pourraient apparaître.

Ainsi, le rapprochement des deux entités pourrait entraîner des synergies et/ou des disynergies au niveau du périmètre du nouvel ensemble combiné.

Au cas d'espèce, nous comprenons de nos échanges avec le Management et le management du Groupe que les potentielles synergies et/ou disynergies résultant du rapprochement de la Société et du Périmètre n'ont pas fait l'objet de chiffrage.

A ce titre, les résultats de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société ne tiennent pas compte des effets de ces éventuelles synergies et/ou disynergies.

6.2 - Analyses des accords connexes à l'Opération

Afin de procéder notamment au financement de l'Opération et du rapprochement de la Société avec le périmètre, la société Sopra GMT a fait entrer à son capital le fonds d'investissement OEP, en qualité d'actionnaire minoritaire.

Dans le cadre de l'appréciation de l'ensemble des conditions de l'Opération, nous avons obtenu communication de la *term-sheet* des accords entre Sopra Sopra GMT et OEP (en particulier le pacte d'actionnaires) relatifs à l'investissement d'OEP au capital de la société GMT, signée par les parties en date du 7 février 2024.

Notamment, la *term-sheet* explicite les conditions liées à l'entrée d'OEP au capital de la société Sopra GMT, l'utilisation des fonds reçus au terme de l'augmentation de capital de la société Sopra GMT, et les conditions liées à la sortie d'OEP au niveau du capital de la société Sopra GMT.

Il ressort de l'analyse de cette *term-sheet* les éléments suivants :

- le prix par action de la Société retenu dans le cadre de la détermination de l'Actif Net Réévalué de la société Sopra GMT (cette dernière étant une holding financière), avant prise en compte de l'augmentation de capital (valeur « pre-money »), correspond au prix par action proposé dans le cadre de l'opération de cession ;
- l'augmentation de capital de la Société pour les besoins du financement de l'acquisition du Périmètre, dont la société Sopra GMT devrait être garante à titre irréductible, devrait être mise en œuvre sans suppression du Droit Préférentiel de Souscription. Le Groupe, qui a exprimé sa volonté de ne pas participer à cette augmentation de capital, devrait céder ses DPS à la société Sopra GMT, et sera à ce titre dédommagé en numéraire de la perte de valeur de sa participation au capital de la Société (dans la mesure où l'augmentation de capital de la Société devrait se faire à un prix par action extériorisant une décote en rapport du cours de bourse de la Société) ;
- les conditions liées à la sortie d'OEP au niveau du capital de la société Sopra GMT n'extériorisent pas de mécanisme qui s'apparenterait à une préférence accordée par la société Sopra GMT à OEP dans le cadre de son investissement, et qui ne ferait pas l'objet d'une rémunération à la juste valeur.

Ainsi, l'examen des termes et conditions liés à l'investissement du fonds d'investissement One Equity Partners au capital de la société Sopra GMT, tels qu'extériorisés dans la *term-sheet* communiquée, ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité de l'Opération.

7 - Conclusion sur le caractère équitable de l'Opération

L'opération de réorganisation du capital de la société Axway consiste à une cession, à la société Sopra GMT de 3.619 millions de titres sur les 6.914 millions de titres de la Société qu'elle détenait, au prix de 26,5€ par action. Cette opération s'inscrit par ailleurs dans le cadre de la cession par Sopra Steria à Axway de la plus grande partie des activités de Sopra Banking Software.

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des résultats obtenus au travers des différentes méthodes d'évaluation retenues.

Axway Software - Synthèse des valeurs par action extériorisées (en €)			
Méthodes principales	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
Flux de trésorerie actualisés (DCF)	29,53 €	30,42 €	31,36 €
Comparables boursiers	25,37 €	26,60 €	27,83 €
Méthode indicative			
Cours de bourse	27,56 €		29,70 €

Notre analyse fait ressortir les résultats suivants :

- une valeur par action comprise entre 29,53€ et 31,36€ selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, retenue à titre principal et qui constitue la méthode la plus pertinente. Le prix de cession extériorise une décote de 12,9% sur la valeur centrale ressortant de cette méthode ;
- une valeur par action comprise entre 25,37€ et 27,83€ selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre principal. Le prix de cession extériorise une décote de 0,4% sur la valeur centrale ressortant de cette méthode ;
- une valeur par action comprise entre 27,56€ et 29,70€ selon la référence au cours de bourse au regard du cours spot ainsi que des CMPV 20 jours et 60 jours. Le prix de cession extériorise une décote comprise entre 3,9% et 10,8% sur les moyennes de cours de bourse. La méthode est présentée à titre indicatif.

Les décotes observées sur les résultats des différentes méthodes mises en œuvre sont à mettre en perspective de l'analyse de la liquidité du titre de la Société, présentée au §5.3.1. Compte tenu du caractère particulièrement limité de cette dernière, et afin de minimiser l'impact lié à la cession d'un bloc d'actions important sur le prix par action obtenu, les principales alternatives (outre l'Opération) qui s'offraient au Groupe reposaient sur des opérations d'*Accelerated Book-Building* et de *Fully-Marketed Offering* (voir §5.4). Les décotes implicites observées sur les résultats de notre analyse multicritères s'inscrivent en retrait de celles qui pourraient être extériorisées par la mise en œuvre par le Groupe de ces alternatives à l'opération de cession.

Le prix de cession pour la cession du bloc d'actions Axway à la société Sopra GMT doit donc en synthèse, s'apprécier au regard des valeurs fondamentales mis en exergue dans notre rapport mais aussi de la décote spécifique qui résulte de solutions alternatives à celle aujourd'hui envisagée.

En outre, l'examen des accords connexes à l'Opération, correspondant au cas d'espèce aux termes et conditions liés à l'investissement du fonds d'investissement One Equity Partners au capital de la société Sopra GMT, tels qu'extériorisés dans la *term-sheet* des accords entre Sopra Sopra GMT et OEP (en particulier le pacte d'actionnaires) communiquée, ne font pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité de l'Opération.

Enfin, nous comprenons de nos échanges avec le Management et le management du Groupe que les potentielles synergies et/ou disynergies résultant du rapprochement de la Société et du Périmètre n'ont pas fait l'objet de chiffrage. A ce titre, les résultats de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société ne tiennent pas compte des effets de ces éventuelles synergies et/ou disynergies.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 26,50€ par action proposé au Groupe par la société Sopra GMT dans le cadre de l'Opération est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires du Groupe.

Fait à Levallois-Perret, le 27 mai 2024

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

A handwritten signature in black ink, reading "Olivier Grivillers". The signature is written in a cursive style with a large initial "O" and a long horizontal stroke extending to the right.

Olivier Grivillers