

## Project Three

---

### Rapport de l'expert indépendant sur la valeur du périmètre des activités de la société Sopra Banking Software cédé à la société Axway

# SOMMAIRE

1 -	Présentation de la Société et du Périmètre .....	3
1.1 -	Présentation de l'activité de la Société et du Périmètre .....	3
1.2 -	Historique de SBS.....	4
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 .....	8
3.3 -	Bilan économique.....	11
3.4 -	Ajustements de la valeur d'entreprise présentés dans le SPA.....	14
4 -	Présentation des données structurantes de l'analyse.....	15
4.1 -	Plan d'affaires et périmètre .....	15
4.1.1.1 -	Construction du plan d'affaires .....	15
4.1.1.2 -	Périmètre du plan d'affaires et horizon.....	15
4.1.1.3 -	Tests de dépréciation ( <i>impairment tests</i> ) .....	15
4.2 -	Méthodes d'évaluation écartées .....	15
4.2.1 -	Référence à l'actif net comptable (ANC) .....	16
4.2.2 -	Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	16
4.2.3 -	Méthode des transactions comparables .....	16
4.3 -	Méthodes d'évaluation retenues .....	16
4.3.1 -	Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie .....	17
4.3.2 -	Méthode des comparables boursiers.....	17
5 -	Appréciation de la valeur du Périmètre.....	17
5.1 -	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal) .....	17
5.1.1 -	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles .....	17
5.1.2 -	Analyse du plan d'affaires du Périmètre .....	17
5.1.3 -	Détermination du taux d'actualisation.....	21
5.1.4 -	Calcul du flux de la période extrapolée et de la valeur terminale .....	22
5.1.5 -	Résultats chiffrés et analyse de sensibilité .....	22
5.2 -	Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire) .....	23
5.2.1 -	Echantillon des sociétés comparables retenues .....	23
5.2.2 -	Analyse des comparables boursiers .....	25
5.2.3 -	Multiplés obtenus et choix des multiplés .....	27
5.2.4 -	Application de la méthode.....	28
5.2.5 -	Résultats chiffrés .....	28

6 -	Analyse des éléments connexes à l'Opération .....	30
7 -	Conclusion sur la valeur d'entreprise du Périmètre .....	31

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
SUR LA VALEUR DU PERIMETRE ES ACTIVITES  
DE LA SOCIETE SOPRA BANKING SOFTWARE  
CEDE A LA SOCIETE AXWAY**

Sopra Steria (ci-après le « Groupe ») a annoncé le 21 février 2024 le projet de cession (ci-après l'« Opération ») à Axway Software (ci-après « Axway » ou « Axway Software») de la plupart des activités de Sopra Banking Software (ci-après « SBS » ou la « Société »), représentant un périmètre d'environ 340m€ de chiffre d'affaires (ci-après le « Périmètre » ou « Project Three » ou « Project 3 »), pour une valeur d'entreprise de 330m€.

La société Sopra Steria Group, maison mère de la Société, est une société cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris, sous le code ISIN « FR000050809 » et le mnémonique SOP.

La société SBS présente notamment une activité d'édition de logiciels à destination des banques et des institutions financières, et fournit par ailleurs des prestations d'intégration et de services informatiques.

La cession à Axway Software de la plus grande partie des activités de Sopra Banking Software, porte sur environ 80 % du périmètre de la Société Sopra Banking Software. Les activités conservées par le Groupe correspondent à des activités de services ou de projets pour de grandes banques ou institutions financières qui continueront de contribuer aux ambitions stratégiques de Sopra Steria dans le marché vertical des services financiers.

La transaction envisagée se ferait sur la base d'une valeur d'entreprise de 330m€. Axway Software a annoncé envisager de financer l'acquisition des actifs de Sopra Banking Software en partie par une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (DPS). Sopra Steria ne participerait pas à cette augmentation de capital et céderait ses DPS à Sopra GMT qui a indiqué son intention, dans le cadre de l'augmentation de capital, d'exercer ses DPS ainsi que ceux acquis auprès de Sopra Steria, et de s'engager à souscrire la part qui n'aurait pas été souscrite à l'issue de la période de souscription.

Un projet de contrat de cession (*Share Purchase Agreement* - ci-après « SPA »), qui définit les modalités de la cession, nous a été communiqué par le Groupe en date du 14 mai 2024.

Nous avons été mandatés par le groupe Sopra Steria afin de procéder à l'évaluation du périmètre détourné et d'apprécier le caractère équitable de l'Opération pour les actionnaires de Sopra Steria, 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 et par le management du Groupe (ci-après le « Management »), 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 et du Périmètre
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 d'entreprise du Périmètre
6. Analyse des éléments connexes à l'Opération
7. Conclusion sur la valeur d'entreprise du Périmètre

# 1 - Présentation de la Société et du Périmètre

## 1.1 - Présentation de l'activité de la Société et du Périmètre

La société SBS est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé PAE – Les Glaisins, 74 940 Annecy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Annecy, sous le numéro 450 792 999.

Active depuis 1968 au sein du groupe Sopra, Sopra Banking Software présente notamment une activité d'édition de logiciels à destination des banques et des institutions financières. Elle fournit par ailleurs des prestations d'intégration ainsi que des prestations de services informatiques.

Comptant plus de 5 000 experts et plus de 50 bureaux dans le monde, SBS se positionne comme un fournisseur de technologies bancaires, offrant des solutions logicielles pour aider les banques à améliorer leur efficacité opérationnelle, à fournir des services numériques à leurs clients et à respecter les exigences réglementaires. Elle se concentre notamment sur (i) les solutions de Core Banking, se définissant comme une solution informatique *back-end*, mise en place par les institutions bancaires pour rassembler tous les composants requis et pertinents permettant de gérer les opérations financières des clients, ainsi que (ii) les crédits spécialisés.

Le périmètre détourné (ci-après le « Périmètre » ou « Project Three ») ayant vocation à être cédé, faisant l'objet de la présente évaluation, représente autour de 80% du chiffre d'affaires de SBS et 6% du chiffre d'affaires de Sopra Steria.

L'activité du Périmètre détourné s'organise autour des cinq branches suivantes :

- **Integrated Core** (49% du CA 2023), avec notamment :
  - o un parc CBS V4 (opérateur de core banking), représentant 15% du CA 2023, en cours de migration vers le SaaS,
  - o la solution Amplitude, constituant 19% du CA 2023, qui opère sur le marché africain. Elle présente sur une large palette de services bancaires y compris le crédit, avec un potentiel de cross-selling sur l'engagement digital ;
  - o la solution Sab, à l'origine de 15% du CA 2023, constituant une solution de *core banking* sur le marché français à destination des banques de détail (tier 3 et 4) ;
- **Banking Components** (18% du CA 2023), constituée d'une quarantaine de produits s'adressant aux grands comptes notamment (Crédit Agricole, BPCE...) dans un environnement généralement opéré par ces derniers ;
- **Specialized Market Solutions** (12% du CA 2023), ligne d'origination, d'octroi et de servicing des prêts hypothécaires au Royaume-Uni, dont la clientèle est appelée à recevoir une partie des nouvelles offres SaaS (cross-selling) ;
- **Specialized finance** (11% du CA 2023), correspondant principalement à des solutions financières spécialisées de suivi et de financement de flotte automobile auprès de concessionnaires. Ce segment est opéré directement par SBS, et est conçu sur la base d'un modèle en SaaS ;
- **Modular** (8% du CA 2023), également en SaaS by design, constituant des zones d'investissement (reporting réglementaire, marché de l'engagement digital...).

Les solutions offertes sont alternativement exploitables sur site clients, sur le Cloud (public ou privé) ou en mode SaaS. La Société opère depuis plusieurs années un mouvement vers l'offre SaaS, permettant davantage de flexibilité et de récurrence dans les revenus générés.

La Société se positionne par ailleurs comme un acteur global. D'une part, l'activité du Périmètre est originée à hauteur de 45% à l'international en 2023, notamment aux Etats-Unis (24%) et en Belgique (12%) ; d'autre part, la Société, à l'offre « *end-to-end* » (des logiciels aux services), figure dans le top 10 des sociétés Fintech européennes selon le classement IDC 2022.

## 1.2 - Historique de SBS

En 1968, le groupe Sopra est fondé par Pierre Pasquier. En 1974, le premier système bancaire est créé par Sopra pour la banque Laydernier.

Au fil des décennies suivantes, Sopra, au travers de plusieurs acquisitions, consolide son savoir-faire bancaire avec l'acquisition de Pro BF, filiale du groupe Banque Populaire (1990), l'acquisition de l'Ingénierie SG2 (1996) ainsi que de Financial software (2000), société spécialisée dans les logiciels de back-office pour les banques.

Dans le cadre d'une nouvelle étape du marché financier, structuré par la création de la BCE et de l'Eurosystem en 1998 ainsi que de Basel I la même année, la Société poursuit sa stratégie de croissance externe avec l'acquisition d'Inforsud ingénierie (groupe Crédit Agricole) en 2003 puis de CIBF en 2007, une société de logiciels informatiques spécialisés dans le paiement. SBS acquiert la même année BAI, une société de logiciels informatiques spécialisés dans la finance, puis Delta Informatique en 2011, une plateforme bancaire destinée aux banques du MEA.

En 2012, Sopra Banking Software est officiellement créée, en tant que filiale du groupe Sopra Steria spécialisée dans les technologies financières. Elle va intensifier et internationaliser sa politique de croissance externe (Tieso FS au Royaume-Uni en 2011 ; Callatay & Wouters au Benelux en 2012 ; COR & FJA, société de logiciels informatiques allemande en 2013 ; Cassiopae puis APAK, sociétés financières internationales en 2016 et 2018 ; O.R. System en 2018).

En 2019, SBS fait l'acquisition de SAB, un éditeur de logiciels pour les banques et établissements bancaires, qui représente aujourd'hui plus de 15% du chiffre d'affaires du Périmètre.

Plus récemment, la Société se dirige par ailleurs vers des segments novateurs, avec l'acquisition en 2021 de Fidor Solutions, filiale logicielle spécialiste de la banque digitale de la néo-banque Fidor Bank, ainsi que l'acquisition la même année de Luminosity, innovateurs en matière de logiciels de gestion de risques liés aux actifs.

## 2 - Nature des travaux de l'expert indépendant

### 2.1 - Nature des travaux effectués

#### **Prise de connaissance et analyse du contexte**

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de SBS, 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 ;
- analyse du SPA.

#### **Préparation de l'évaluation**

##### *Analyse du contexte*

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

##### *Analyse des données historiques*

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes détournés du Périmètre ;
- retraitements éventuels du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation ;
- analyse du projet de rapport « Finance Vendor Due Diligence report » du cabinet EY (2 mai 2024)

##### *Analyse des éléments prévisionnels*

- discussion avec la direction du Groupe sur les hypothèses de croissance et de rentabilité retenus pour le Périmètre ;
- analyse du plan d'affaires du Périmètre ;
- 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 du Périmètre**

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 la valeur d'entreprise du Périmètre ;
- 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 au Périmètre ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux du Périmètre (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation du Périmètre par analogie en fonction des multiples obtenus.

#### **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 pour le Périmètre ;
- Appréciation de la valeur d'entreprise.

## **2.2 - Informations utilisées**

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

- les informations publiques sur la société SBS et le Périmètre, notamment sur son site internet (présentation de la Société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les comptes audités du périmètre SBS cédé au 31 décembre 2022 et au 31 décembre 2023,
- la Vendor Due Diligence réalisée par E&Y, reprenant l'analyse des comptes ainsi que l'analyse du business plan du Périmètre,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2024-2027 de la Société établi par la direction générale et financière de SBS,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Project Three.

## **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'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont 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 SBS 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

Les comptes combinés de Sopra Banking Software ont été détournés afin d'extérioriser le Périmètre, reflétant les opérations de réorganisation préalables initiées par le Groupe en sa qualité d'actionnaire majoritaire du groupe combiné dans le cadre du plan de cession et avant l'achèvement de ces opérations. Ils utilisent les valeurs comptables historiques des actifs, passifs, produits et charges de SBS tels que comptabilisés dans les états financiers consolidés du Groupe.

Le périmètre des états financiers combinés comprend :

- des entités juridiques, au nombre de 18, entièrement transférées à Sopra Banking Software ;
- des entités juridiques transférées au périmètre Sopra Banking Software, au nombre de 8, dont seule l'activité Sopra Banking Software est incluse dans les états financiers combinés ;
- une entité juridique, Sopra Banking Software GmbH, non transférée au périmètre Sopra Banking Software mais dont l'activité Sopra Banking Software est incluse dans les états financiers combinés ;

Étant donné l'appartenance de SBS au Groupe, coté sur Euronext Paris, le Périmètre des états financiers combinés est présenté selon le référentiel comptable IFRS.

Le Groupe applique notamment depuis le 1er janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, les impacts de cette norme s'observant notamment 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.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués qui intègrent les effets de la norme IFRS 16 (notamment les comptes combinés 2022 et 2023) et que nous avons retraités afin de s'appuyer sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de notre valorisation.

### 3.2 - Performance financière historique

La Société, en ce compris le Périmètre, clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique du Périmètre sur les deux derniers exercices se présente comme suit :

<b>Project 3 - Compte de résultat</b>		
<b>En m€</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>
France	190,1	196,4
Autres	144,8	162,8
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>334,9</b>	<b>359,2</b>
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>7,3%</i>
Charges de personnel	-227,2	-237,8
Achats et charges externes	-68,0	-80,1
Impôts taxes	-3,1	-3,2
Dotations aux amortissements, provisions et dépréciations	-7,5	-7,1
Dotations aux amortissements des droits d'utilisation IFRS 16	-8,8	-8,3
Autres produits et charges opérationnels courants	5,4	3,5
<b>Charges opérationnelles</b>	<b>-309,2</b>	<b>-333,0</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>-92,3%</i>	<i>-92,7%</i>
<b>Résultat opérationnel d'activité</b>	<b>25,7</b>	<b>26,3</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,3%</i>
Charges liées aux stocks-options et assimilées	-2,7	-3,7
Dotations aux amortissements des actifs incorporels affectés	-9,9	-9,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,8%</i>
Autres produits et charges opérationnels	-8,3	-59,8
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>4,8</b>	<b>-46,3</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,4%</i>	<i>-12,9%</i>
<i>Coût de l'endettement financier net</i>	<i>-8,5</i>	<i>-20,1</i>
<i>Autres produits et charges financiers</i>	<i>-2,3</i>	<i>-2,4</i>
Résultat financier	-10,8	-22,5
Impôt sur le résultat	-13,2	-7,9
<b>Résultat net</b>	<b>-19,2</b>	<b>-76,6</b>

Source : Comptes combinés au 31 décembre 2022 et 2023 de Project 3

<b>Charges en % de chiffre d'affaires</b>		
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>334,9</b>	<b>359,2</b>
Charges de personnel	-67,8%	-66,2%
<i>dont Achats de sous-traitance sur projets</i>	<i>-13,7%</i>	<i>-14,5%</i>
Achats et charges externes	-20,3%	-22,3%
Impôts taxes	-0,9%	-0,9%
Dotations aux amortissements, provisions et dépréciations	-2,2%	-2,0%
Dotations aux amortissements des droits d'utilisation IFRS 16	-2,6%	-2,3%
Autres produits et charges opérationnels courants	1,6%	1,0%

### Chiffre d'affaires

Entre 2022 et 2023, le chiffre d'affaires du Périmètre extériorise une croissance de 7,3%, portée par l'international (+12,4% contre +3,3% pour le territoire national). Cette variation s'explique en partie par une indemnité non récurrente de 6,5 millions d'euros convenue avec BPCE. Outre cet élément, les revenus augmentent de 17,8 m€, soit +4%. Cette croissance a été principalement alimentée par le développement de la solution *Specialized Finance* (+3,0m€ pour le SaaS et +3,3m€ pour les services professionnels), tandis que l'*Integrated Core* (SAB, Amplitude et CBS V4) et le *Banking Components* ont progressé de respectivement 1,4m€ et 1,3m€, malgré une diminution des revenus de licences de -6,2m€.

Les revenus SaaS ont connu une croissance de +10% au cours de la période 2022-2023, reflétant l'évolution initiée du modèle traditionnel de licence *legacy*, comprenant à la fois des solutions d'édition logicielle et des activités d'intégration et de services, vers un modèle d'affaires à dominante SaaS, s'appuyant sur l'environnement cloud, à forte valeur ajoutée.

### Le résultat opérationnel d'activité (ROA)

La marge de ROA s'apprécie au regard notamment de l'évolution des charges de personnel (représentant plus de 65% du chiffre d'affaires) et des achats et charges externes (plus de 20% du chiffre d'affaires), ces derniers se composant pour leur majeure partie de charges de sous-traitance. Le ROA comprend également des impôt et taxes, des dotations aux amortissements et provisions (dont droits d'utilisation IFRS 16), ainsi que d'autres produits et charges opérationnels courants.

La diminution en valeur relative du résultat opérationnel d'activité en 2023, variant de 7,7% à 7,3%, s'explique notamment par l'accroissement des achats et charges externes, représentant 22,3% du CA en 2023 (20,3% en 2022). Cette hausse résulte notamment de l'accroissement des charges de sous-traitance en poids relatif (+0,8% de CA), ainsi que par la hausse des postes de rémunération d'intermédiaires et honoraires (+0,4%), de publicité et relations publiques (+0,5%), et de déplacement et missions (+0,4%). En parallèle, une diminution des charges de personnel est constatée (66,2% du CA contre 67,8% en 2022) ; malgré une augmentation des salaires sur la période, les charges sociales sont restées stables grâce à (i) une réduction des taux de cotisation dans certains pays, combinée à (ii) un changement dans la répartition des pays, avec un poids plus important de l'Inde.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT fondés sur le ROA afin de valoriser le Périmètre 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 du Périmètre.

En effet, et au même titre que le ROA du Périmètre, 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.

### Le résultat opérationnel (RO)

Le passage du ROA au RO s'effectue :

- par l'intermédiaire des postes de dotations des actifs incorporels affectés, de charges non-cash liées aux stock-options et assimilées, permettant d'aboutir au résultat opérationnel courant (ROC), ainsi que ;
- des produits et charges opérationnels non courants (charges de restructuration, coûts d'acquisition, plus ou moins-values sur cessions...), aboutissant au RO.

La relative stabilité des dotations aux actifs incorporels affectés, évoluant de 9,9 à 9,1m€ sur la période 2022-2023, ainsi que des charges liées aux *stock-options* et assimilées (respectivement 2,7m€ et 3,7m€), entraîne une proximité de la dynamique du ROC sur la période par rapport au ROA, évoluant de 3,9% à 3,8% du CA.

Les autres produits et charges opérationnels, comprenant des éléments non courants, font évoluer plus sensiblement le RO, qui devient négatif en 2023 (-46,3m€ contre 4,8m€ en 2022, soit 1,4% du CA). Cette diminution est attribuable à une dotation aux provisions de 53,2m€ pour dépréciation, à la suite de la dépréciation de l'écart d'acquisition en France. Le poste inclut également des coûts liés à la rationalisation des effectifs à hauteur de 6,0m€, montant relativement similaire à celui observé en 2022.

### Le résultat financier

Le résultat financier s'élevait à -22,5m€ en 2023, contre -10,8m€ en 2022, impacté négativement par la hausse du coût de l'endettement financier net.

Le coût de l'endettement financier net évolue ainsi de 8,5m€ à 20,1m€ entre 2022 et 2023. Cette hausse résulte principalement de l'augmentation des charges d'intérêt due à la hausse des taux sur la dette financière (+10,9m€).

Les autres produits et charges financiers, d'un solde de -2,6m€ en 2023 (-2,3m€ en 2022), sont notamment constituées de charges d'intérêts sur biens pris en location (-1,6m€), ainsi que de charges d'intérêts sur obligations de retraite, de charges de désactualisation des passifs non courants, d'autres charges financières, et de gains de change.

### Le résultat net

Le résultat net, résultant principalement des éléments décrits ci-avant, s'élève à -76,6m€ en 2023 (-19,2m€ en 2022). Il intègre une charge d'impôt sur les bénéfices du Périmètre de 7,9m€, qui comprend la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France (0,3m€ en 2023), la Société considérant que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12. Ce résultat n'est pas représentatif de la performance financière du périmètre cédé, qui intègre une dépréciation importante du goodwill, comme indiqué ci-avant.

## 3.3 - Bilan économique

### Bilan économique

<b>Project 3 - Bilan économique</b>		
<b>En m€</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2023</b>
Goodwill	305,1	254,1
Immobilisations incorporelles	53,8	61,3
Immobilisations corporelles	9,1	7,6
Droits d'utilisation des biens pris en location	21,1	33,7
Actifs financiers non courants	0,0	0,0
<b>Actif immobilisé</b>	<b>389,1</b>	<b>356,7</b>
Actif courant	121,4	125,6
Passif courant	-127,5	-134,5
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>-6,0</b>	<b>-8,8</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>0,3</b>	<b>4,9</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>383,4</b>	<b>352,8</b>
<b>Capitaux Propres</b>	<b>-45,7</b>	<b>-85,7</b>
Engagements de retraites et assimilés*	17,8	19,7
<b>Provisions pour engagements de retraite</b>	<b>17,8</b>	<b>19,7</b>
Dette financière	420,3	422,8
Trésorerie et équivalents	-9,0	-4,0
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>411,3</b>	<b>418,8</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>383,4</b>	<b>352,8</b>

Source : Comptes combinés au 31 décembre 2022 et 2023 de Project 3

\*Dont autres avantages à long terme

Au 31 décembre 2023, l'actif immobilisé du Périmètre s'élève à 356,7m€ et se compose essentiellement de goodwill, d'immobilisations incorporelles et de droits d'utilisation.

Le goodwill du Périmètre, qui résulte principalement des acquisitions de Callatay & Wouters (101,5m€), Apak (80m€) et SAB (64,9m€), et est notamment relatif au goodwill de SBS France, s'élève à 254,1m€ au 31 décembre 2023. Il représente l'essentiel des capitaux employés. Son évolution à la baisse sur la période 2022-2023 (-51,0m€) résulte de la dépréciation de l'écart d'acquisition France susmentionnée (§3.2).

Les immobilisations incorporelles du Périmètre s'établissent à 61,3m€ au 31 décembre 2023. Elles se composent principalement (i) de frais de recherche et développement capitalisés et autres immobilisations incorporelles (35,9m€), ainsi que (ii) de logiciels métiers et technologies (16,5m€) et de relations clients (8,2m€), liés à des exercices de PPA conduits menés après les acquisitions réalisées par SBS France et de SBS Limited (UK). L'augmentation des immobilisations incorporelles entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023 résulte principalement de la hausse des frais de recherche et développement capitalisés sur la période (+22,4m€), partiellement compensée par les dépréciations (-13,0m€).

Les droits d'utilisation concernent essentiellement les locaux de l'entreprise dont le Périmètre n'est pas propriétaire (27,8m€), ainsi que des véhicules et matériels informatiques. Ces droits d'utilisation, liés aux contrats de location, s'élèvent au total à 33,7m€ au 31 décembre 2023 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1er janvier 2019. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle sont désormais traités comme des contrats de location-financement et doivent être inclus au bilan sous forme de droits d'utilisation et de dette locative.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 7,6m€ au 31 décembre 2023, se composent essentiellement d'aménagement, mobiliers et matériels divers, ainsi que d'équipements informatiques.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (4,9m€ au 31 décembre 2023) issus essentiellement d'engagements de retraite et de reports déficitaires activables.

Les capitaux propres du Périmètre sont négatifs et s'élèvent à -85,7m€ au 31 décembre 2023.

Les provisions s'élèvent à 23,6m€ au 31 décembre 2023 (24,5m€ au 31 décembre 2022). Elles se composent principalement au 31 décembre 2023 d'engagements de retraite et assimilés (19,7m€). Elles comprennent également des provisions pour risques et charges (3,8m€) liées notamment à des litiges prud'homaux et clients, des risques fiscaux relatifs principalement au crédit impôt recherche en France (1,4m€), des charges de remise en état de locaux (1,3m€), d'autres risques (0,2m€), ainsi que des provisions courantes (0,1m€).

La dette financière nette comptable de SBS s'élève à 418,8m€ au 31 décembre 2023 (411,3m€ au 31 décembre 2022). Elle est constituée :

- d'emprunts et dettes financières pour 387,4m€, issus principalement de comptes courants (338,8m€) avec le Groupe, et d'un *cash pooling* à hauteur de 68,5m€, dont sont déduits les crédits d'impôt au CIR (19,9m€)<sup>1</sup> ;
- de dettes sur biens pris en location pour 35,4m€ liés dans leur quasi-intégralité à des bâtiments ;
- de trésorerie pour 4,0m€.

---

<sup>1</sup> Nous comprenons que l'accord d'intégration fiscale ne permet pas le transfert du crédit d'impôt recherche à un acquéreur.

Besoin / Excédent en fonds de roulement (BFR / EFR)

<b>Project 3 - Besoin en Fonds de Roulement</b>		
<b>En m€</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2023</b>
Stocks et en-cours	0,5	2,1
<i>en jours de CA</i>	<i>1 jours</i>	<i>2 jours</i>
Créances clients et comptes rattachés*	94,3	97,7
<i>en jours de CA</i>	<i>103 jours</i>	<i>99 jours</i>
Charges constatées d'avance	5,0	4,1
<i>en jours de CA</i>	<i>5 jours</i>	<i>4 jours</i>
Créances fiscales et sociales	16,4	17,6
<i>en jours de CA</i>	<i>18 jours</i>	<i>18 jours</i>
Autres actifs courants	3,3	2,4
<i>en jours de CA</i>	<i>4 jours</i>	<i>2 jours</i>
Dépôts et cautionnements	2,0	1,8
<i>en jours de CA</i>	<i>2 jours</i>	<i>2 jours</i>
<b>Actif courant</b>	<b>121,4</b>	<b>125,6</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>132 jours</i>	<i>128 jours</i>
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-21,6	-27,4
<i>en jours de CA</i>	<i>-24 jours</i>	<i>-28 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-66,6	-74,5
<i>en jours de CA</i>	<i>-73 jours</i>	<i>-76 jours</i>
Autres dettes/passifs courants**	-32,6	-28,7
<i>en jours de CA</i>	<i>-36 jours</i>	<i>-29 jours</i>
<b>Passif courant</b>	<b>-120,8</b>	<b>-130,6</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>-132 jours</i>	<i>-133 jours</i>
<b>BFR</b>	<b>0,7</b>	<b>-5,0</b>
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>334,9</i>	<i>359,2</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>1 jours</i>	<i>-5 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>0,2%</i>	<i>-1,4%</i>

Source : Compte combinés au 31 décembre 2022 et 2023

\*Dont actifs sur contrats clients

\*\*Dont passifs sur contrats clients

Le Périmètre dégage un besoin en fonds de roulement quasi-nul au 31 décembre 2022 (0,7m€), évoluant en léger excédent de trésorerie (-5,0m€) au 31 décembre 2023. Le BFR se caractérise ainsi par sa relative stabilité sur la période.

Il se compose principalement de créances clients et de dettes fiscales et sociales. Les créances clients s'élèvent à 97,7m€ au 31 décembre 2023. Les dettes fiscales et sociales, d'un montant de 74,5m€ au 31 décembre 2023, comprennent principalement des dettes sociales (50,2m€). Ces dernières sont relatives à SBS France à hauteur de 32,1m€, et comprennent principalement les dettes sociales, les régularisations de congés payés, les régularisations de primes, les régularisations d'indemnités de fin de carrière, les régularisations d'indemnités de fin de carrière. Les créances fiscales (18,4m€) correspondant notamment en France à des créances de Crédit d'Impôt Recherche (CIR).

L'actif courant est en légère diminution en jours de chiffre d'affaires entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023 (respectivement 132 jours de CA et 128 jours de CA). La diminution est portée par celle des créances clients sur la période, évoluant de 103 jours de CA à 99 jours de CA. Les autres postes de l'actif courant, comprenant les stocks et en-cours, les charges constatées d'avance, les autres actifs courants et les dépôts et cautionnements, restent stables en pourcentage de chiffre d'affaires sur la période.

Le passif courant se maintient stable entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023, s'établissant respectivement à 132 jours et 133 jours de chiffre d'affaires. L'augmentation sur la période des dettes fournisseurs (28 jours de CA contre 24 jours) et des dettes fiscales et sociales (76 jours de CA contre 73 jours), principalement due à l'augmentation de la dette de restructuration liée aux coûts de licenciement et à l'augmentation des passifs de sécurité sociale

à décembre 2023, est compensée par la diminution des autres dettes et passifs courants (29 jours de CA contre 36 jours), portée par la diminution des passifs sur contrats clients.

Le BFR de SBS se caractérise par une saisonnalité marquée, attribuable notamment aux *deferred revenues* (produits constatés d'avance), ainsi que présenté sur le tableau ci-après, fondé sur l'analyse du cabinet EY dans sa *Vendor Due Diligence* :

Project 3 - Saisonnalité de l'EFR			
En m€	juin-23	déc.-23	Moy. 12m
Deferred revenue	74,5	25,1	63,1
EFR	42,4	5,8	32,0

Source : EY, VDD (draft au 2 mai 2024)

Cette saisonnalité fera l'objet d'un ajustement de normalisation à la date du closing.

### 3.4 - Ajustements de la valeur d'entreprise présentés dans le SPA

Dans le cadre du projet de cession à Axway Software du périmètre Project Three de Sopra Banking Software, un projet de SPA nous a été communiqué.

Aux termes de ce dernier, la valeur d'entreprise arrêtée dans le cadre de l'Opération (330m€) fera l'objet de différents ajustements afin de tenir compte (i) de la normalisation du BFR par rapport à la position au moment du *closing*, (ii) du transfert avec le Périmètre de différentes provisions, et (iii) de la mise en place d'un « *retention plan* » permettant de fidéliser les employés à la suite de la mise en œuvre de l'Opération (dont le Périmètre restera redevable à hauteur d'une quote-part de 50% du total).

En outre, la position de dette financière nette sera actualisée au moment du *closing*, et tiendra compte, en partant de la position de dette financière nette au 31 décembre 2023, (i) du flux de trésorerie du premier semestre 2024 (incluant la variation du BFR sur la période), (ii) de l'ensemble des éléments à caractère encaissable et décaissable qui ne sont pas par ailleurs pris en compte dans la détermination du BFR, ainsi que (iii) des éventuelles opérations mises en œuvre par le Groupe relatives au compte-courant créditeur qu'elle détient vis-à-vis du Périmètre.

Tandis que les ajustements relatifs aux provisions concernent essentiellement les provisions pour engagements de retraite, le principal ajustement relatif aux éléments à caractère encaissable et décaissable concerne la créance de Crédit d'Impôt Recherche.

Nous avons analysé les différents éléments, qui résultent essentiellement des travaux identifiés dans la Vendor Due Diligence du cabinet EY.

Dans la mesure où ceux-ci, qui ont fait l'objet de discussions entre les parties, restent usuels dans le cadre de transactions, ils n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

Par conséquent, nous présenterons au sein de ce rapport notre avis quand à l'équité de la valeur d'entreprise arrêtée dans le cadre de l'Opération (330m€). Il convient de noter que cette valeur fera l'objet des ajustements présentés ci-dessus, et qui seront arrêtés au closing, conformément aux termes du projet de SPA.

## 4 - Présentation des données structurantes de l'analyse

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

### 4.1 - Plan d'affaires et périmètre

#### 4.1.1.1 - Construction du plan d'affaires

Le plan d'affaires du Périmètre a été élaboré par le management de Sopra Banking Software, dans le cadre de l'Opération et en particulier du détournement.

#### 4.1.1.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Périmètre est un business plan consolidé.

Le plan d'affaires retenu dans le cadre de nos travaux correspond aux éléments prévisionnels élaborés par le management de SBS sur la période 2024-2027, extrapolé par nos soins en 2028. Il a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2027) et tient compte de l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il s'appuie sur une approche *bottom-up*, à partir des prévisions de croissance et de rentabilité sur les différentes lignes de produits et de services au niveau du budget 2024, puis des prévisions inférées de manière plus tendancielle sur les années suivantes au regard du réalisé 2023, du budget 2024, des dynamiques de marchés attendues et du positionnement du Périmètre sur ces derniers.

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 du périmètre concerné présentées dans le rapport du cabinet EY.

#### 4.1.1.3 - Tests de dépréciation (*impairment tests*)

Un test de dépréciation (« *impairment test* ») a été effectué au 31 décembre 2023 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) Banking. Le taux d'actualisation retenu dans le cadre de ce test s'élève à 10,75%, tandis que le taux de croissance à l'infini retenu s'établit à 2,13%. Ces taux restent proches de ceux calculés par nous-mêmes dans le cadre de nos travaux.

### 4.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Méthode des transactions comparables,

#### 4.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

La méthode de l'actif comptable ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Périmètre. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Périmètre.

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 du Périmètre, nous n'avons pas retenu la méthode de l'actif comptable pour évaluer la valeur par action de cette dernière.

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

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer le Périmètre à partir de ses capitaux propres bilanciers, 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 bilanciers autre que les capitaux propres du Périmètre 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 du Périmètre 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.

#### 4.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, Résultat net,...) des sociétés cibles.

Nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables à SBS sur le Périmètre cédé, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Nous avons identifié certaines cibles au caractère partiellement comparable ; cependant, ces dernières présentent soit un profil plus mature sur le SaaS, extériorisant des niveaux de rentabilité non comparables à celui de notre Périmètre (Crealogix, TAS Tecnologia Avanzata, Intrasoft, Software Ag), soit des dates trop reculées (I-Flex en 2005, Intellect en 2014). Le manque d'information publique pertinente disponible nous a conduits à exclure la méthode des transactions.

### 4.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal) ;
- méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire).

#### 4.3.1 - Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation est déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités du Périmètre (marchés, endettement...).

#### 4.3.2 - Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats du Périmètre 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 au Périmètre 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 secondaire pour évaluer la valeur par action du Périmètre.

### 5 - Appréciation de la valeur du Périmètre

#### 5.1 - Méthode de l'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 du Périmètre sur la période 2024-2027, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

<b>Project 3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles</b>	
<b>EBIT*</b>	Résultat Opérationnel d'Activité pré-IFRS 16
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat opérationnel**</i>
<b>= NOPAT hors IFRS 16</b>	<b>Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16</b>
+ Amortissements	<i>Hors amortissements liés à IFRS 16</i>
- Investissements	
- Variations du BFR	
<b>= Flux de trésorerie disponible</b>	<b>ou Free Cash-Flows (FCF)</b>

*\*Hors effets de la norme IFRS 16*

*\*\*Hors CIR*

##### 5.1.2 - Analyse du plan d'affaires du Périmètre

###### Croissance du chiffre d'affaires

La croissance du chiffre d'affaires du Périmètre sur la période explicite du plan d'affaires (2024-2027) est attendue en cohérence avec la croissance observée en 2023, autour de 6% par an.

Dans un contexte de transition du Périmètre d'un modèle d'affaires *legacy*, comprenant à la fois des solutions d'édition logicielle et des activités d'intégration et de services, vers un modèle d'affaires à dominante SaaS, s'appuyant sur l'environnement *cloud*, à forte valeur ajoutée et quasiment exclusivement focalisé sur l'activité d'édition logicielle, les principaux leviers de croissance du chiffre d'affaires identifiés sur la période sont :

- la « SaaSification » de l'offre de services et de produits ; le modèle d'affaires SaaS bénéficiant d'un dynamisme plus important que le modèle d'affaires *legacy* en raison de sa flexibilité et de sa fluidité dans un contexte de changement du mode de consommation de la donnée, et des demandes grandissantes d'accélération des modalités de transformation et de personnalisation des informations ressortant des systèmes d'information ;
- des actions d'*upselling* et de *cross-selling* sur l'offre de services à destination des clients bancaires existants, avec d'une part la migration progressive du parc Taler vers les solutions Modular, et d'autre part l'intégration de nouveaux services tels que le paiement instantané, le reporting règlementaire granulaire et l'engagement digital client (offre *Neo*). Ces actions d'*upselling* et de *cross-selling* devraient être facilitées en raison de la nature des relations commerciales du Périmètre avec ses clients, qui constituent quasiment exclusivement des captives en raison de l'ensemble des difficultés qu'engendrerait la migration des solutions logicielles vers d'autres prestataires.
- la traction des activités *auto finance* sur le marché américain, en raison des besoins croissants de *monitoring* des flottes de véhicules et d'automatisation des tâches administratives et de reporting à faible valeur ajoutée ;

Nous précisons que la croissance du chiffre d'affaires sur la période explicite du plan d'affaires ne tient pas compte de la pénétration de nouveaux marchés ou de gains de parts de marché au niveau de géographies sur lesquelles le Périmètre ne dispose pas d'une taille et d'une notoriété suffisante ; la stratégie commerciale du Management consistant à focaliser ses efforts sur les zones sur lesquelles elle bénéficie d'une position établie et d'une volumétrie suffisante de contrats, lui permettant de bénéficier de la stabilité de son portefeuille client et d'assurer la récurrence de son chiffre d'affaires.

Il convient de noter que la prise en compte de telles hypothèses aurait nécessairement un impact négatif sur la marge d'EBIT prospective, sur le court et le moyen terme, sans assurer par ailleurs le succès de la commercialisation de l'offre de services et de produits sur ces zones géographiques dans un contexte de captivité des clients sur un horizon à plus long terme.

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

Comme présenté au §3.2, le taux de marge d'EBIT du Périmètre est compris entre 7,0% et 8,0% sur les deux dernières années (après prise en compte des effets de la norme IFRS 16, qui a un impact marginal sur l'EBIT).

Sur la période explicite du plan d'affaires, le taux de marge d'EBIT du Périmètre devrait connaître une évolution en U, pour s'établir autour de 10% en 2027. Les principaux phénomènes expliquant l'évolution du taux de marge d'EBIT sur la période sont :

- un changement de mix produit, avec une part grandissante de l'offre SaaS dans la génération de revenus. En raison de la faible maturité de l'offre, la marge brute de l'offre SaaS évolue fortement sur la période, ce qui engendre (i) dans un premier temps un effet négatif sur la profitabilité, et (ii) dans un second temps un effet positif sur la profitabilité ;
- le retour sur investissement au niveau du segment « Operation », faisant suite à la bascule de clients sur la version test en mode opéré en 2023 (réplicabilité de la solution avec des marges plus importantes car n'intégrant pas de coûts d'initiation - effet d'expérience).
- des gains d'efficacité au niveau des charges de recherche et développement, faisant suite au plan de transformation initié à partir de 2019. Ces gains d'efficacité vont notamment permettre de compenser les importants efforts d'investissements liés à l'achèvement de l'offre d'engagement digital client (offre *Neo*) ;

- le redressement de la marge brute du segment « Professional Services » à partir de 2024, faisant suite à l'existence de coûts non normatifs sur certains produits en 2023.

Nous précisons que le taux de marge d'EBIT du Périmètre s'inscrit en fort repli sur l'horizon du plan d'affaires en rapport de celle des comparables identifiés au §5.2.1 proposant des solutions répondant aux besoins de *Core banking*, d'*Open Banking* et/ou de *Digital Banking*.

A plus long-terme, le taux de marge d'EBIT du Périmètre pourrait s'inscrire en progression en rapport du taux de marge d'EBIT extériorisé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2027), l'horizon retenu (4 ans) ne semblant pas permettre d'extérioriser le plein effet des impacts positifs liés à la transition du modèle d'affaires sur le taux de marge d'EBIT du Périmètre.

Néanmoins, il est important de noter que la tentative de transition de modèle d'affaires du Périmètre pourrait également se solder par un échec ; le Périmètre engageant d'importants coûts de développement sans retour sur investissement.

Dans ce contexte, et par mesure de prudence, nous avons considéré que la marge d'EBIT extériorisé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires devait être retenue à long-terme dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation de la valeur d'entreprise par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

#### Taux d'imposition

Le Périmètre opérant dans plusieurs zones géographiques, le taux d'imposition théorique qui lui est applicable correspond environ à la moyenne des taux d'imposition théorique des différents pays dans lesquels le Périmètre 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 25% correspondant aux données communiquées par le Management.

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.

Nous avons conservé sur l'horizon explicite du plan d'affaires le montant de Crédit d'Impôt Recherche du Périmètre de l'année 2023, qui devrait s'établir à ce même niveau d'après le Management.

Les états financiers font par ailleurs apparaître un montant d'IDA au titre des déficits fiscaux reportables de 2,1m€, dont l'imputabilité à la suite de la cession du Périmètre à la société Axway reste incertaine. A ce titre, nous n'avons pris en compte ces IDA dans le cadre de la détermination de la valeur d'entreprise du Périmètre par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

#### Prise en compte de coûts non récurrents

Dans le cadre de la réalisation de la transformation du modèle d'affaires du Périmètre, des charges de restructuration ont été extériorisées sur la période explicite du plan d'affaires, pour un montant total de 18,0m€ sur la période.

Nous avons isolé ces charges, par nature non-récurrentes et liées au contexte de transition, sur la période explicite du plan d'affaires et les avons prises en compte nettes d'impôts.

Nous précisons qu'il n'a été retenu, dans le cadre de la mise en œuvre de notre évaluation par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, aucun montant au titre de ces charges de restructuration à horizon normatif.

#### Analyse du plan d'investissements (hors capitalisation des frais de R&D)

Les investissements prévus sur la période explicite du plan d'affaires, hors capitalisation des frais de recherche et développement qui représentent la majorité de l'effort d'investissement, reflètent la faible intensité capitalistique 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 1,2% du chiffre d'affaires, et sont cohérentes avec les dotations aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles historiques, qui s'établissent entre 0,7% et 0,8% du chiffre d'affaires.

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

De ce fait, le niveau de capex lié à ces immobilisations 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 en 2021 et en 2023.

Sur la période, le BFR du Périmètre est particulièrement faible et stable, en raison de l'existence d'une majorité d'offres de services et de produits qui font l'objet d'une constatation et d'une facturation mensuelle sur la durée des contrats, induisant une optimisation des délais entre facturation et encaissement et ainsi du montant du poste de créances clients.

Sur la période explicite du plan d'affaires, et dans la mesure où la transition du modèle d'affaires du Périmètre n'induirait pas d'augmentation du BFR sur les principaux produits existants (Amplitude, financements spécialisés, composants bancaires...), le Management prévoit une légère augmentation annuelle du BFR, de l'ordre de 1m€ par an.

Cette augmentation limitée est liée à la croissance des contrats *on-premise*, dont les décalages entre facturation (*upfront*) et reconnaissance du chiffre d'affaires (50% *upfront*, 50% sur la durée du contrat) induisent une augmentation du BFR, compensée par la forte croissance attendue des offres SaaS opérées par le Périmètre au détriment d'autres offres qui induisaient des décalages plus importants entre facturation et encaissement.

#### Conclusion

En raison de la transition du Périmètre d'un modèle d'affaires *legacy* vers un modèle d'affaires à dominante SaaS, avec la mise en œuvre d'actions d'*upselling* et de *cross-selling* sur l'offre de services à destination des clients bancaires existants, et de la traction des activités *auto finance* sur le marché américain, le chiffre d'affaires devrait connaître une croissance d'environ 6% par an sur les quatre prochaines années.

la croissance du chiffre d'affaires sur la période explicite du plan d'affaires ne tient pas compte de la pénétration de nouveaux marchés ou de gains de parts de marché au niveau de géographies sur lesquelles le Périmètre ne dispose pas d'une taille et d'une notoriété suffisante.

Le taux de marge d'EBIT du Périmètre devrait connaître une évolution en U sur la période, avec pour principaux vecteurs le changement de mix produit aux profit des offres SaaS, le retour sur

investissement au niveau du segment « Operation » (effet d'expérience avec des solutions fortement répliquables), des gains d'efficacité au niveau des charges de recherche et développement, et l'absence de récurrence de coûts (non normatifs) sur le segment « Operation ».

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 du Périmètre, semblent cohérentes et raisonnables au regard du contexte général de ce dernier.

### 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		Project Three
Taux sans risque	(1)	2,9%
Prime de risque du marché	(2)	5,9%
Beta désendetté	(3)	1,02
Gearing	(4)	7,0%
Beta endetté	(5)	1,07
Prime de taille	(6)	2,0%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7)</b>	<b>11,2%</b>
Coût de la dette	(8)	5,0%
Taux d'IS	(9)	25,8%
<b>Coût de la dette après impôts</b>		<b>3,7%</b>
D/(D+CP)		6,5%
CP/(D+CP)		93,5%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10)</b>	<b>10,7%</b>

(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 10,7% 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 30/04/2024, soit 2,9% ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,9%, correspondant à la prime calculée par Fairness Finance en moyenne 6 mois 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 1,02 retenu correspond au bêta 1 an des sociétés comparables ;
- un *gearing* de 7,0% correspondant au *gearing* moyen de l'échantillon des sociétés comparables ;
- une prime de taille de 2,0%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude Duff & Phelps de 2022 ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,0%, correspondant à la somme du rendement de l'OAT 10 ans spot et de la marge de crédit relative à la notation des comparables ajustée pour tenir compte de la moindre rentabilité du Périmètre ;
- 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 du Périmètre sur l'horizon du plan d'affaires, car la dette correspond principalement à de la dette intragroupe centralisée au niveau de l'entité de tête française du Groupe.

#### 5.1.4 - Calcul du flux de la période extrapolée et de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires, après extrapolation d'une année (2028), à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro.

Le flux de la période extrapolée (2028) et la valeur terminale ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Une décroissance linéaire du taux de croissance vers un taux de croissance normatif estimé à 2,1%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de SBS ;
- Un niveau de marge d'EBIT hors IFRS 16 de 10,1% 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 25,0% correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un niveau des investissements comprenant la capitalisation des frais de R&D à l'infini de 5,5% du chiffre d'affaires correspondant à celui observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un niveau des amortissements comprenant ceux liés à la capitalisation des frais de R&D égal à celui des investissements comprenant la capitalisation des frais de R&D à l'infini ;
- Une variation de BFR nulle, cette dernière étant considérée négligeable par le Management à long terme.

#### 5.1.5 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Périmètre ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **339,7m€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
Project Three	En m€
Flux de trésorerie actualisés cumulés	65,3
Valeur terminale actualisée	274,3
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>339,7</b>

La mesure de la sensibilité de la valeur d'entreprise aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation (+/-0,25%) fait ressortir une valeur d'entreprise du Périmètre comprise entre **329,0m€** (taux de croissance à l'infini de 2,10% et taux d'actualisation de 10,95%) et **351,0m€** (taux de croissance à l'infini de 2,10% et taux d'actualisation de 10,45%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur d'entreprise (m€)				
		Croissance à l'infini		
		1,85%	2,10%	2,35%
WACC	10,45%	341,7	351,0	360,9
	10,70%	330,9	339,7	348,9
	10,95%	320,8	329,0	337,7

La mesure de la sensibilité de la valeur d'entreprise 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 d'entreprise du Périmètre également comprise entre **329,0m€** (taux d'EBIT normatif de 10,10% et taux d'actualisation de 10,95%) **351,0m€** (taux d'EBIT normatif de 10,10% et taux d'actualisation de 10,45%), tel que présenté dans le tableau en page suivante.

Tableau de sensibilité de la valeur d'entreprise (m€)				
	WACC	EBIT normalif (%)		
		9,85%	10,10%	10,35%
10,45%		344,0	351,0	358,1
10,70%		332,9	339,7	346,5
10,95%		322,5	329,0	335,5

## 5.2 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire)

### 5.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Périmètre opérant actuellement une transition d'un modèle d'affaires *legacy* vers un modèle d'affaires à dominante SaaS, nous avons distingué deux échantillons de sociétés comparables :

- un premier échantillon composé de *fintech* intervenant dans le secteur de l'édition de logiciels à destination des établissements bancaires et financiers, et proposant des solutions répondant aux besoins de *Core Banking*, d'*Open Banking* et/ou de *Digital Banking* (ci-après l' « Echantillon n°1 ») ;
- un deuxième échantillon composé de sociétés intervenant principalement dans le secteur de l'intégration de solutions logicielles, mais également dans le secteur des services de transformation numérique (ci-après l' « Echantillon n°2 »).

Nous avons considéré que la prise en compte de ces deux échantillons permettait d'inclure dans notre analyse l'impact sur la valeur d'entreprise du Périmètre de la dimension prégnante des activités d'intégration dans le modèle d'affaires actuel de la société *Sopra Banking Software*, avec des risques opérationnels liés à la réalisation de la transition de ce modèle.

Nous avons analysé les sociétés cotées positionnées sur chacun de nos échantillons à partir des informations communiquées par le Management, 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.

Nous avons exclu de l'échantillon des sociétés telles que *Fidelity National Information Services (FIS)*, *Fiserv*, *nCino*, *Q2 Holdings* ou *Alkami Technology*, qui proposent des solutions concurrentes à celles des sociétés de l'Echantillon n°1, pour les raisons suivantes :

- La société *FIS* a fait en 2019 l'acquisition de la société *Worldpay*, spécialisée dans les moyens de paiement, afin de profiter de la dynamique importante du secteur tout en acquérant une taille critique suffisante. En raison d'importantes difficultés d'intégration, la société *FIS* a fait le choix de céder au deuxième trimestre 2023 une part majoritaire du capital de la société *Worldpay* au fonds d'investissement *GTCR*, pour un montant substantiellement inférieur au montant payé lors de l'acquisition (en base 100% des fonds propres). A ce titre, le multiple de la société *FIS* est impacté négativement par l'échec de l'intégration de la société *Worldpay*, et est de ce fait décoté en rapport des multiples des sociétés de l'Echantillon n°1 ;
- La société *Fiserv* réalise une part majoritaire de son chiffre d'affaires et de sa profitabilité sur le secteur des logiciels spécialisés dans les moyens de paiement. A ce titre, les multiples de la société *Fiserv* correspondent de façon prépondérante à ceux du secteur des logiciels spécialisés dans les moyens de paiement, et non à des multiples cohérents avec ceux des sociétés de l'Echantillon n°1 ;
- Les sociétés *nCino*, *Q2 Holdings* et *Alkami Technology* présentent des croissances organiques historiques beaucoup plus importante que celles des autres sociétés de l'Echantillon n°1, couplées à des marges opérationnelles négatives. Ces sociétés, qui ont fait le choix de « financer » leur croissance significative à l'aide d'importants volumes de dépenses opérationnelles, notamment dans le but d'établir leur positionnement sur leur

segment de marché et d'obtenir une taille critique, sont en phase de décélération de leur croissance et de rationalisation de leurs marges. A l'horizon 2025-2026, cette phase de rationalisation étant toujours en cours, les multiples extériorisés par ces sociétés ne sont pas « normatifs ».

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

- opèrent en Europe, aux États-Unis et/ou au Canada, à l'instar du Périmètre, et dont la place de cotation est située dans l'une de ces zones géographiques ;
- font l'objet d'un suivi par plusieurs analystes ;
- sont positionnées sur le secteur (i) de l'édition de logiciels répondant aux besoins de *Core Banking*, d'*Open Banking* et/ou de *Digital Banking* pour l'Echantillon n°1, et (ii) de l'intégration de solutions logicielles tout en proposant des services de transformation numérique pour l'Echantillon n°2 ;
- génèrent leur chiffre d'affaires majoritairement au travers de leur offre (i) de produits SaaS, s'appuyant sur l'environnement *cloud*, pour l'Echantillon n°1, et (ii) de produits *legacy* pour l'Echantillon n°2.

Au terme de notre analyse, nous avons retenu dans l'Echantillon n°1 les sociétés comparables présentées dans le tableau ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables - Echantillon n°1			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Jack Henry & Associates, Inc.	Etats-Unis	11 294	1 881
MeridianLink, Inc.	Etats-Unis	1 238	275
Temenos AG	Suisse	4 546	905
<b>Moyenne</b>		<b>5 693</b>	<b>1 020</b>
<b>Médiane</b>		<b>4 546</b>	<b>905</b>

Source : Capital IQ

\*Moyenne 1 mois au 09/05/2024

- Jack Henry & Associates est une société américaine cotée au NASDAQ fournissant des solutions technologiques financières et de services de traitement des paiements, ainsi que des solutions permettant de contrôler les risques et l'ensemble des formalités de reporting liées aux déclarations réglementaires, principalement destinés aux banques et établissements de crédit. En 2023, le chiffre d'affaires de Jack Henry & Associates s'est établi à 1.881m€ ;
- MeridianLink est une société américaine cotée au NYSE spécialisée dans les solutions permettant de connecter tout type d'institution financière et de fintech, proposant des solutions de *Digital Banking* pour améliorer l'expérience client sur les différentes interfaces bancaires. En 2023, le chiffre d'affaires de MeridianLink s'est établi à 275m€ ;
- Temenos est une société suisse cotée au SWX. Elle est le leader mondial de l'édition de logiciels bancaires intégrés à travers ses différentes lignes de solutions. Sa solution Temenos Banking Cloud aide les banques à se positionner sur l'Open Banking, tandis que sa solution Temenos Infinity constitue une plateforme bancaire numérique. La société propose d'autres lignes de services pour tous les aspects numériques nécessaires aux institutions bancaires. En 2023, le chiffre d'affaires de Temenos s'est établi à 905m€.

Nous avons par ailleurs retenu dans l'Echantillon n°2 les sociétés comparables présentées dans le tableau en page suivante.

Présentation des sociétés comparables - Echantillon n°2			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	
		Chiffre d'affaires 2023 (en m€)	
CGI Inc.	Canada	22 219	9 665
Reply S.p.A.	Italie	4 663	2 142
Cognizant Technology Solutions	Etats-Unis	31 444	17 509
<b>Moyenne</b>		<b>19 442</b>	<b>9 772</b>
<b>Médiane</b>		<b>22 219</b>	<b>9 665</b>

Source : Capital IQ

\*Moyenne 1 mois au 09/05/2024

- CGI est une société canadienne cotée au TSX. Elle est l'un des leaders mondiaux des services-conseils en technologie de l'information et de l'intégration de systèmes informatiques. Les intégrations proposées par CGI permettent aux entreprises clientes d'effectuer une transition technologique. La société offre un portefeuille complet de services et de solutions pour accompagner ses clients dans leur gestion d'outils et de logiciels. En 2023, le chiffre d'affaires de CGI s'est établi à 9.665m€ ;
- Reply est une société italienne cotée à la Bourse d'Italie, qui fournit des services d'intégration de systèmes, de conseil, de gestion d'applications et d'externalisation des processus d'entreprise. Elle s'appuie dans le cadre de la réalisation de ses prestations sur une plateforme numérique dans le cloud, basée sur des microservices. En 2023, le chiffre d'affaires de Reply s'est établi à 2.142m€ ;
- Cognizant est une société américaine cotée au NASDAQ, qui figure parmi les principaux prestataires de services mondiaux en technologies de l'information. Son activité s'organise essentiellement autour des pôles de conception et d'intégration de solutions et de systèmes, et de prestations de maintenance. En 2023, le chiffre d'affaires de Cognizant s'est établi à 17.509m€.

## 5.2.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires historiques et prévisionnels des sociétés comparables de l'Echantillon n°1 entre 2023 et 2026 sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Agrégats des sociétés comparables - Echantillon n°1				
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires			
	22/23	23/24	24/25	25/26
Jack Henry & Associates, Inc.	12,5%	4,8%	8,1%	6,9%
MeridianLink, Inc.	1,9%	7,0%	9,3%	10,5%
Temenos AG	1,8%	8,2%	6,8%	5,4%
<b>Moyenne</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,5%</b>
<b>Project Three*</b>	<b>5,1%</b>		<b>6,1%</b>	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

\*La donnée 2023-2026 correspond à un TCAM

Sur la période 2023-2026, les taux de croissance annuels moyens des sociétés Jack Henry, MeridianLink et Temenos (respectivement 6,6%, 8,9% et 7,5%) s'affichent en légère supériorité par rapport à celui du Périmètre (6,1%).

En 2025-2026 notamment, les sociétés comparables de l'Echantillon n°1 devraient connaître une croissance plus importante que le périmètre en raison de la plus forte maturité de leur offre de produits et de services qui leur permettra de tirer avantage de la traction du marché de l'édition de logiciels répondant aux besoins de *Core Banking*, d'*Open Banking* et/ou de *Digital Banking* (ces sociétés opérant déjà majoritairement sous un modèle d'affaires SaaS), mais également de leur diversification géographique plus importante.

La croissance plus importante de la société MeridianLink est imputable à son positionnement spécifique sur le segment *Digital Banking*, qui correspond à de nouveaux besoins des clients du secteur et devrait être sur le moyen-terme plus dynamique que les autres segments.

Les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables de l'Echantillon n°1 entre 2023 et 2026 sont présentés dans le tableau ci-dessous :

<b>Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°1</b>				
<b>Comparables boursiers</b>	<b>Marge d'EBIT</b>			
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Jack Henry & Associates, Inc.	23,8%	22,5%	22,5%	23,1%
MeridianLink, Inc.	18,4%	20,3%	22,5%	23,5%
Temenos AG	28,0%	31,8%	32,6%	33,5%
<b>Moyenne</b>	<b>23,4%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,9%</b>	<b>26,7%</b>
<b>Project Three</b>	<b>7,6%</b>		<b>6,8%</b>	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

\*La donnée 2024-2026 correspond à une moyenne

Sur la période, les marges de l'ensemble des sociétés de l'Echantillon n°1 sont nettement supérieures à celles du Périmètre, cette différence tenant compte de différents effets tels que la différence de maturité des offres de produits et de services (le Périmètre étant encore en phase de rationalisation de la marge brute de son offre SaaS), l'existence au niveau du Périmètre d'offres aux profils de marge inférieurs, ou encore à la taille moindre du Périmètre qui ne lui permet pas de bénéficier des mêmes effets d'économie d'échelle et de rationalisation des charges.

Les taux de marge d'EBIT plus importants de la société Temenos tiennent aux différences de structure entre le marché européen et le marché américain. En effet, tandis que la société Temenos profite de son avantage « *first mover* » pour faire figure de leader incontestable sur un marché européen à la structure oligopolistique, les sociétés Jack Henry et MeridianLink ne profitent pas du même avantage sur un marché américain plus fragmenté.

Les taux de croissance du chiffre d'affaires historiques et prévisionnels des sociétés comparables de l'Echantillon n°2 entre 2023 et 2026 sont présentés dans le tableau ci-dessous :

<b>Agrégats des sociétés comparables - Echantillon n°2</b>				
<b>Comparables boursiers</b>	<b>Croissance du chiffre d'affaires</b>			
	<b>22/23</b>	<b>23/24</b>	<b>24/25</b>	<b>25/26</b>
CGI Inc.	12,4%	3,4%	0,7%	4,5%
Reply S.p.A.	12,1%	6,8%	11,7%	14,3%
Cognizant Technology Solutions	-3,7%	2,9%	4,8%	5,2%
<b>Moyenne</b>	<b>6,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,8%</b>
<b>Project Three*</b>	<b>5,1%</b>		<b>6,1%</b>	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

\*La donnée 2023-2026 correspond à un TCAM

Hors prise en compte de la société Reply, aux croissances très importantes en rapport du marché de l'intégration logicielle en général, la croissance des sociétés comparables est inférieure à celle du Périmètre ; ce phénomène découlant des différences de dynamisme entre le marché de l'édition de logiciels répondant aux besoins de *Core Banking*, d'*Open Banking* et/ou de *Digital Banking* et le marché de l'intégration logicielle, avec en contrepartie une résilience plus importante du second (soit une volatilité moindre).

La croissance plus importante de la société Reply sur la période provient de son positionnement sur des marchés de niche très dynamiques du secteur de l'intégration logicielles, et sur lesquels la société dispose d'un avantage concurrentiel important en raison de la faible taille de ses concurrents.

Les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables de l'Echantillon n°2 entre 2023 et 2026 sont présentés dans le tableau en page suivante.

<b>Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°2</b>				
<b>Comparables boursiers</b>	<b>Marge d'EBIT</b>			
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
CGI Inc.	16,1%	16,0%	16,3%	16,5%
Reply S.p.A.	12,5%	12,9%	13,4%	13,6%
Cognizant Technology Solutions Corporati	15,4%	15,3%	15,6%	15,6%
<b>Moyenne</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,2%</b>
<b>Project Three</b>	<b>7,6%</b>		<b>6,8%</b>	

Source : Capital IQ au 09/05/2024

\*La donnée 2024-2026 correspond à une moyenne

Les taux de marge d'EBIT du Périmètre s'inscrivent en retrait de ceux des sociétés comparables de l'Echantillon n°2 en raison principalement des besoins de rationalisation de la marge brute de l'offre SaaS du Périmètre, et du différentiel de taille, qui ne permet pas au Périmètre de bénéficier des mêmes effets d'économie d'échelle et de rationalisation des charges.

Nous précisons que le repli des marges d'EBIT de la société Reply en rapport des marges des autres comparables de l'Echantillon n°2 provient également du différentiel de taille.

### 5.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

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 du Périmètre et des sociétés comparables sont similaires. Au cas d'espèce, les sociétés au sein d'un même échantillon proposent des offres de services différenciées avec des rentabilités spécifiques, 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 le Périmètre 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 le Périmètre et les sociétés comparables, ainsi que du traitement des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau ci-dessous récapitule les multiples d'EBIT de valorisation boursière des sociétés comparables de l'Echantillon n°1 :

<b>Multiples des sociétés comparables - Echantillon n°1</b>			
<b>Comparables boursiers</b>	<b>VE/EBIT</b>		
	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Jack Henry & Associates, Inc.	26,1x	24,1x	21,9x
MeridianLink, Inc.	26,0x	21,4x	18,6x
Temenos AG	16,2x	14,8x	13,4x
<b>Médiane</b>	<b>26,0x</b>	<b>21,4x</b>	<b>18,6x</b>

Source : Capital IQ au 09/05/2024

Le tableau ci-dessous récapitule les multiples d'EBIT de valorisation boursière des sociétés comparables de l'Echantillon n°2 :

<b>Multiples des sociétés comparables - Echantillon n°2</b>			
<b>Comparables boursiers</b>	<b>VE/EBIT</b>		
	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
CGI Inc.	14,5x	14,1x	13,4x
Reply S.p.A.	15,0x	12,9x	11,6x
Cognizant Technology Solutions	10,9x	10,2x	9,4x
<b>Médiane</b>	<b>14,5x</b>	<b>12,9x</b>	<b>11,6x</b>

Source : Capital IQ au 09/05/2024

#### 5.2.4 - Application de la méthode

Compte tenu de la transformation actuellement opérée par le Périmètre, ainsi que décrite ci-avant, nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2025 et 2026. Il est entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois au 09 mai 2024) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées. Nous avons ensuite appliqué ces multiples aux EBIT prévisionnels du Périmètre pour les mêmes années.

Compte tenu du fait que la profitabilité du Périmètre s'inscrit en recul en rapport de celles des sociétés des deux échantillons, nous retenons cette méthode à titre secondaire.

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 du Périmètre.

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 qui s'inscrit dans le milieu de la fourchette ressortant de l'analyse, soit 25%.

#### 5.2.5 - Résultats chiffrés

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites du Périmètre par la méthode des comparables sur la base des multiples moyens ressortant de la prise en compte des médianes des deux échantillons :

<b>Project 3 - Evaluation par la méthode des comparables boursiers</b>			
<b>En m€</b>	<b>VE/EBIT</b>		<b>Moyenne 25-26</b>
	<b>2025</b>	<b>2026</b>	
<b>Valeur d'entreprise avant décote</b>	<b>395,2</b>	<b>449,7</b>	<b>422,5</b>
Décote de taille et d'illiquidité	-98,8	-112,4	-105,6
<b>Valeur d'entreprise après décote</b>	<b>296,4</b>	<b>337,3</b>	<b>316,9</b>

Nous avons par ailleurs mis en œuvre une sensibilité de la valeur d'entreprise à la décote retenue, présentée dans le tableau ci-dessous :

<b>Project 3 - Valeur par action</b>			
<b>En m€</b>	<b>Décote</b>		
	<b>30%</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>
<b>Valeur d'entreprise avant décote</b>	<b>422,5</b>	<b>422,5</b>	<b>422,5</b>
Décote de taille et d'illiquidité	-126,7	-105,6	-84,5
<b>Valeur d'entreprise après décote</b>	<b>295,7</b>	<b>316,9</b>	<b>338,0</b>

La valeur d'entreprise du Périmètre ressortant de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers est comprise entre **295,7€** et **338,0m€**.

## 6 - Analyse des éléments connexes à l'Opération

Nous avons examiné les éléments connexes à l'opération de cession 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 de l'Opération.

Dans le cadre de l'Opération étudiée, le seul élément de cette nature réside dans l'existence de synergies résultant de l'Opération.

Dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable de l'Opération, le seul élément connexe à l'Opération concerne les potentielles synergies et/ou disynergies résultant du rapprochement de la Société et du Périmètre.

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 Axway, 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 d'Axway et du Périmètre n'ont pas fait l'objet de chiffrage.

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

## 7 - Conclusion sur la valeur d'entreprise du Périmètre

Pour rappel, le Groupe a annoncé le 21 février 2024 le projet de cession à Axway Software de la plupart des activités de Sopra Banking Software pour une valeur d'entreprise de 330m€.

Par ailleurs, il convient de noter que cette valeur fera l'objet d'ajustements au *closing*, tels que définis dans le projet de SPA qui nous a été communiqué. Nous avons analysé ces ajustements, qui résultent notamment des travaux identifiés dans la Vendor Due Diligence du cabinet EY. Dans la mesure où ceux-ci, qui ont fait l'objet de discussions entre les parties, restent usuels dans le cadre de transactions, ils n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

Par conséquent, nous présentons ci-dessous les résultats de notre approche multicritère de la valeur d'entreprise au regard de celle arrêtée par les parties dans le cadre de l'Opération (330m€).

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

<b>Project Three - Synthèse des valeurs d'entreprise extériorisées (en m€)</b>			
<b>Méthodes appliquées</b>	<b>Borne basse</b>	<b>Valeur centrale</b>	<b>Borne haute</b>
Flux de trésorerie actualisés (DCF)	329,0	339,7	351,0
Comparables boursiers	295,7	316,9	338,0
<b>Valeur d'entreprise - Moyenne des méthodes retenues</b>	<b>312,4</b>	<b>328,3</b>	<b>344,5</b>

Notre analyse multicritère fait ressortir les résultats suivants :

- une valeur d'entreprise comprise entre 329,0m€ et 351,0€ selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, que nous retiendrons à titre principal ;
- une valeur d'entreprise comprise entre 295,7m€ et 338,0m€ selon la méthode des comparables boursiers, que nous retiendrons à titre secondaire.

Les valeurs moyennes ressortant de notre évaluation multicritère, comprises dans une fourchette s'échelonnant entre 312,4m€ et 344,5m€, encadrent la valeur d'entreprise de 330m€ retenue comme référence de valeur d'entreprise dans le cadre de l'Opération. La valeur centrale issue de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs ressort par ailleurs à 339,7m€.

En outre, l'examen des éléments connexes à l'Opération ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité de l'Opération.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que la valeur d'entreprise de 330m€ proposée dans le cadre de l'Opération de cession du Périmètre par le Groupe à la société Axway, 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



**Olivier Grivillers**