



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Attestation d'équité

Projet d'acquisition par AXWAY des actions de SOPRA BANKING SOFTWARE
auprès de SOPRA STERIA GROUP SA

[27] mai 2024 sur la base des travaux achevés le 16 mai 2024

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 18 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : contact@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 353 654 € - RCS Paris B 415 195 189

Nos travaux et notre conclusion ont fait l'objet d'une présentation au Comité ad-hoc en charge de les superviser le 15 mai 2024, puis au Conseil d'Administration du 16 mai 2024 sur la base d'un rapport détaillé.

Le présent rapport public correspond au rapport présenté au Conseil expurgé des informations jugées sensibles par le management de la Société, car relevant du secret des affaires.

SOMMAIRE

1. Présentation de l'opération.....	5
1.1 Contexte et termes de l'Opération	5
1.2 Mission du cabinet FINEXSI.....	6
1.3 Diligences effectuées.....	7
2. Présentation des activités de SOPRA BANKING SOFTWARE et de son environnement économique.....	8
2.1 Présentation de SOPRA BANKING SOFTWARE	8
2.1.1 Solutions (Software).....	9
2.1.2 Présentation de l'activité par mix-produit du périmètre cédé	12
2.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de SOPRA BANKING SOFTWARE	14
2.2.1 Propos introductif sur le secteur de l'édition de logiciels.....	14
2.2.2 Présentation du secteur de l'édition de logiciels destinés aux clientèles financières.....	14
2.2.3 Présentation du marché du <i>banking software</i> (marché principal de SBS)...	15
2.2.4 Présentation du marché du <i>financing software</i> (marché secondaire de SBS)	20
3. Analyse financière de SOPRA BANKING SOFTWARE	21
3.1 Compte de résultat combiné pro-forma	21
3.2 Bilan combiné pro-forma 2022 et 2023.....	23
3.3 SWOT.....	24
4. Synthèse des modalités du SPA et présentation de la détermination du prix de cession.....	25
4.1 Périmètre de l'Opération.....	25
4.2 Prix de cession	25
4.3 Conditions suspensives et garanties	26
4.4 Accords connexes	27
4.5 Financement de l'Opération.....	27
5. Evaluation de la valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE.....	28
5.1 Méthodes d'évaluation écartées	29
5.1.1 Actif net comptable consolidé	29

5.1.2	Actif net comptable réévalué	29
5.1.3	Valeur liquidative.....	30
5.1.4	Actualisation des dividendes futurs	30
5.1.5	Transactions comparables.....	30
5.2	Méthodes d'évaluation retenues	30
5.3	Mise en œuvre de la valorisation	31
5.3.1	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	31
5.3.2	Comparables boursiers (à titre secondaire)	34
5.4	Synthèse de nos travaux et appréciation de la valeur d'entreprise	37
6.	Conséquences de l'Opération pour la Société.....	39
7.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération	41
	Annexe 1 - Présentation du cabinet FINEXSI et de son intervention	42

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

AXWAY SOFTWARE (ci-après « AXWAY ») est un éditeur de logiciels français, spécialisé notamment dans la gestion des transferts de fichiers sécurisés (*MFT - Managed File Transfer*), l'intégration B2B et la gestion des API (*Amplify Platform APIM*).

Filiale née en 2001 du regroupement des divisions d'infrastructure logicielle du groupe SOPRA, la société est désormais détenue, directement et indirectement à 55% par un pacte d'actionnaires composé majoritairement de SOPRA GMT (c. 32%) et cde SOPRA STERIA GROUP (c. 21%).

AXWAY est cotée à la bourse de Paris Euronext (AXW) depuis 2011.

SOPRA BANKING SOFTWARE, filiale à 100% de SOPRA STERIA, est un éditeur de solutions financières à destination des banques de détail en Europe et en Middle East Africa, ainsi que des institutions financières spécialisées partout dans le monde.

AXWAY et SOPRA STERIA GROUP ont annoncé le 21 février 2024 être entrées en discussions exclusives concernant la possible acquisition d'une part significative des activités de SOPRA BANKING SOFTWARE (« SBS »), jusqu'alors intégrées au GROUPE SOPRA STERIA (ci-après « l'Opération » ou « l'Acquisition »).

Dans le cadre de l'opération envisagée, il est prévu :

- Le détournement d'une partie de l'activité de SOPRA BANKING SOFTWARE restant dans le périmètre de GROUPE SOPRA STERIA, le périmètre des activités SBS concerné par l'opération représentant environ 80 % du chiffre d'affaires total de la filiale ; les activités ou filiales détournées seront cédées à SOPRA STERIA GROUP ;
- L'acquisition, par SOPRA GMT, actionnaire de contrôle d'AXWAY, d'un bloc d'environ 3,6 millions d'actions AXWAY auprès de SOPRA STERIA GROUP, représentant approximativement 16,7 % du capital de la société, à un prix par action de 26,5 €, ainsi que, sous réserve du lancement de l'Augmentation de capital définie ci-après, l'acquisition de l'intégralité des droits préférentiels de souscription résiduels de SOPRA STERIA GROUP ;
- Une augmentation de capital d'AXWAY, d'un montant de 130 millions d'euros, avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « l'Augmentation de capital »). SOPRA GMT souscrirait à titre irréductible à l'Augmentation de capital d'AXWAY, à hauteur de ses droits et de ceux acquis auprès de SOPRA STERIA GROUP, ce qui représente environ 53 % de l'augmentation de capital envisagée ; le solde de l'augmentation de capital sera par ailleurs sécurisé en souscrivant les actions qui resteraient non souscrites à l'issue du processus d'allocation ;
- L'obtention d'un financement bancaire à hauteur de 200 millions d'euros permettant de financer le solde de l'Acquisition.

Ce rapprochement a été formalisé dans un premier projet de *Share Purchase Agreement*, daté du 13 mai 2024 (ci-après le SPA), et auquel nous nous référons pour la présente attestation d'équité.

Afin de traiter les éventuels conflits d'intérêts avec SOPRA STERIA GROUP et afin de démontrer que l'opération est bien dans l'intérêt d'AXWAY, celle-ci a décidé de recourir à une expertise indépendante en vertu des dispositions de la recommandation n°2015-05 de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) portant sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs¹. A ce titre, le cabinet FINEXSI a été désigné en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration d'AXWAY réuni le 14 février 2024, sur recommandation du Comité ad hoc constitué le même jour, avec pour mission d'évaluer les actifs acquis, et d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par AXWAY. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

1.2 Mission du cabinet FINEXSI

Le cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le conseil d'Administration d'AXWAY du 14 février 2024 en qualité d'Expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Opération, sur les fondements de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son règlement général.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

¹ Susceptibles de modifier substantiellement le profil d'une société.

1.3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte, ainsi que les modalités de l'Opération ;
- Prendre connaissance du rapport sur les agrégats historiques et prévisionnels détournés des activités de SBS, (projet de *Finance Vendor Due Diligence Report* du 2 mai 2024) ;
- Analyser l'activité de SOPRA BANKING SOFTWARE transférée : analyse des comptes historiques *proforma*, et des plans d'affaires prévisionnels ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de la valeur de SOPRA BANKING SOFTWARE après détournage ;
- Analyser les conséquences de l'Opération pour AXWAY et ses actionnaires, incluant notamment la prise de connaissance de l'intérêt stratégique de l'Opération et l'analyse des éventuelles synergies ;
- Analyser les éventuels accords connexes ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation de SOPRA BANKING SOFTWARE et le positionnement du prix envisagé par rapport à ces valeurs.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par SBS au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons également échangé avec les membres du Comité ad hoc d'AXWAY.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

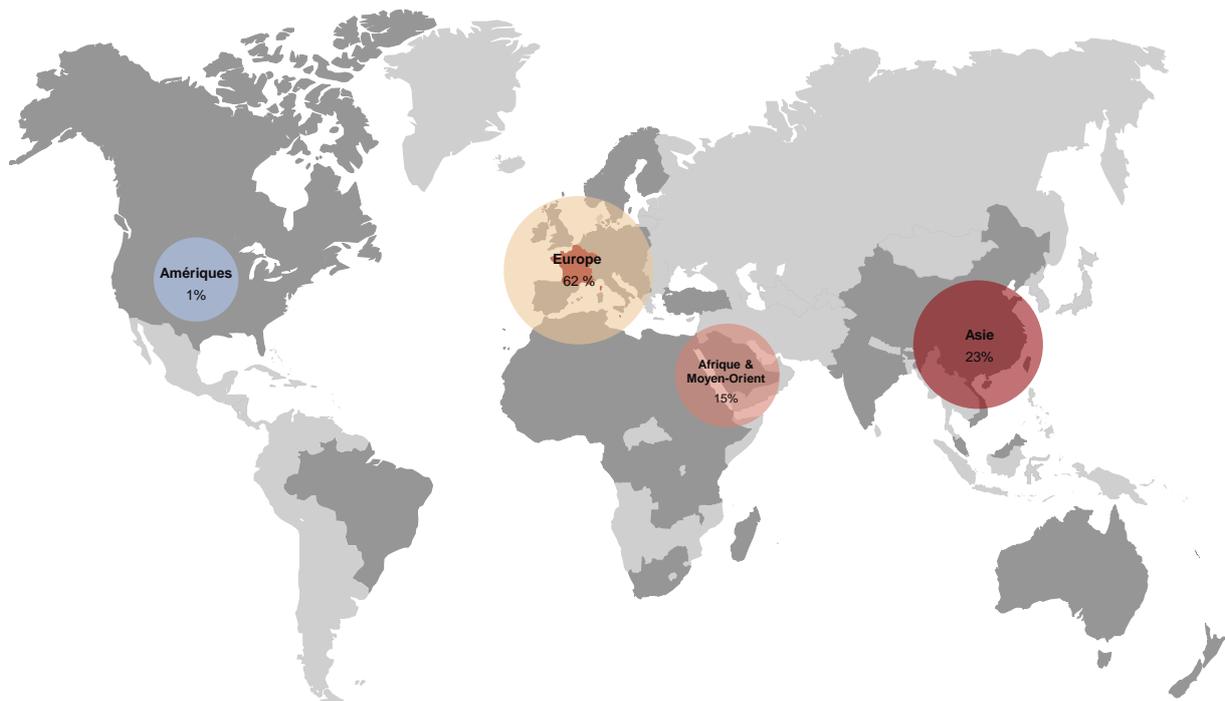
2. Présentation des activités de SOPRA BANKING SOFTWARE et de son environnement économique

2.1 Présentation de SOPRA BANKING SOFTWARE

Filiale du groupe SOPRA STERIA créée en 2011, SOPRA BANKING SOFTWARE est un fournisseur de solutions technologiques globales à destination des institutions financières du monde entier.

L'entreprise accompagne plus de 650 clients dans 80 pays. Son activité à l'international est organisée au travers d'un réseau de filiales spécialisées par zone géographique. La répartition géographique du personnel de la société se présente comme suit : Europe (62%), Asie (23%), Afrique et Moyen-Orient (15%) et Amériques (1%).

Figure 1 - Répartition géographique du personnel en 2023



Les clients de SOPRA BANKING SOFTWARE se répartissent en deux catégories :

- Les banques en Europe et en Afrique, principalement des banques de détail et banques directes, de réseau ou privées, de microfinance ainsi que des sociétés de paiements et de crédit ;

- Des institutions de financement et de crédit présentes sur tous les continents, offrant des services aussi bien aux particuliers qu'aux entreprises et intervenant dans différents secteurs tels que l'industrie automobile et l'équipement, le crédit-bail mobilier et immobilier, ainsi que la finance de marché.

La société compte plus de 4 000 experts dans près de 50 bureaux.

En 2021, SOPRA BANKING SOFTWARE est reconnu comme l'une des 10 meilleurs Fintech européennes par IDC / Gartner et comme le numéro 1 en fourniture de solution pour le secteur bancaire et financier en Afrique et en Europe.

Les activités de la société sont de deux natures (i) les solutions (*Software*) et (ii) les services (*Service*). Nous présentons ci-dessous la répartition du chiffre d'affaires du périmètre transféré de la Société en 2023 par segment d'activité et par mix produit :

Figure 2 - Répartition du CA pro-forma de SOPRA BANKING SOFTWARE par activité en 2023

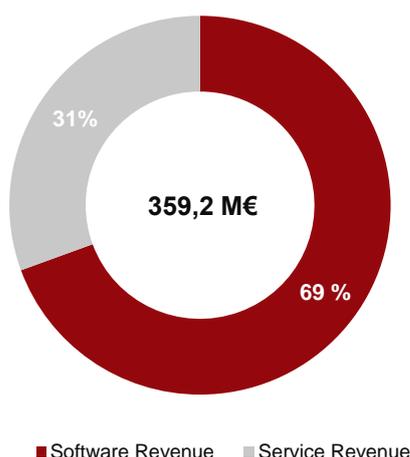
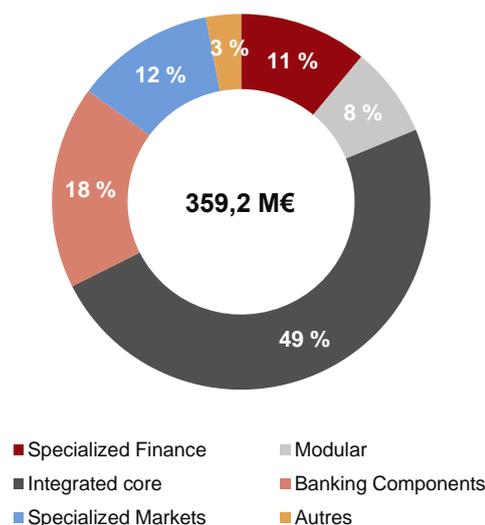


Figure 3 - Répartition du CA pro-forma de SOPRA BANKING SOFTWARE par mix-produit en 2023



Source : Management

2.1.1 Solutions (Software)

Sopra Banking Platform est la solution à destination du secteur bancaire. La plateforme offre de nombreuses fonctionnalités dans les activités quotidiennes des banques, à savoir :

- **Le Core Banking** qui représente une solution informatique essentielle située en arrière-plan, mise en œuvre par les institutions financières dans le but de centraliser tous les éléments nécessaires à la gestion des opérations financières des clients. Concrètement, il s'agit d'un ensemble d'API² construites sur un moteur de traitement. Certaines banques vont même plus loin en intégrant des processus avancés d'automatisation des données afin d'optimiser les opérations et offrir une expérience client optimale.

² *Application Programming Interface* : interface de programmation d'application, qui permet à des logiciels différents de communiquer et de s'intégrer

En somme, le **Core banking** soutient diverses opérations bancaires courantes, telles que (i) l'ouverture et la gestion de comptes, (ii) la gestion des dépôts et de l'épargne, (iii) les paiements et les cartes, (iv) le calcul des intérêts, (v) la gestion de la relation client (CRM), ainsi que (vi) l'établissement de critères tels que le solde minimum, les taux d'intérêt ou le nombre de retraits autorisés. De plus, il facilite la gestion des prêts, y compris leur génération et leur suivi, ainsi que l'enregistrement de toutes les transactions bancaires et le *reporting* réglementaire, grâce à un traitement efficace des données.

- **Digital Banking** : La *Digital Banking Suite* est une plateforme flexible pour les services bancaires en ligne. Elle propose différentes fonctions, comme un accès à la banque sur plusieurs canaux et un logiciel stocké sur le cloud. Ces solutions s'intègrent naturellement aux systèmes SBS existants tout en permettant aux clients de garder leur système de *Core Banking*. Elles peuvent être mises en place petit à petit, à différents niveaux du système, depuis l'interface client jusqu'aux opérations bancaires de bases, que ce soit pour un aspect spécifique ou un module simple. Elle offre des fonctionnalités complètes comme le paiement rapide, *Apple Pay* et *Google Pay*, et peut être utilisée sur AWS, profitant ainsi des avantages de l'API AXWAY. En ce qui concerne les règles de conformité, la plateforme assure le respect des règles et produit des rapports pour les exigences KYC, AML, PSD2³ et RGPD.
- **Open Banking** offre un service de gestion du budget de conformité, qui passe notamment par :
 - Un service s'adaptant aux différentes normes bancaires ainsi que leurs évolutions ;
 - L'exploitation des API premium, avec un passage du PSD2³ au PSD3⁴, considérée comme basique à des opportunités premium offertes par l'*Open Banking* ;
 - des économies de coûts notamment coûts d'entrée du produit et coût total de possession via la mise en place des logiciels Saas ;
 - un accès aux données de plus de 3 400 banques pour offrir aux clients et aux employés des informations cruciales pour adapter leurs offres.

³ Le PSD2 (*Payment Services Directive 2*) est une directive de l'UE, entrée en vigueur en 2015, visant à réguler les services de paiement pour promouvoir l'innovation, renforcer la sécurité des paiements électroniques et protéger les consommateurs. Il oblige les banques à ouvrir leurs interfaces aux fournisseurs tiers de services de paiement, favorisant ainsi de nouveaux services financiers innovants.

⁴ La PSD3, une évolution des directives précédentes, vise à remplacer progressivement le PSD2. Elle promet une transparence accrue, permettant aux utilisateurs de surveiller activement les consentements accordés à leur banque pour l'accès à leurs données, ainsi qu'une meilleure protection contre la fraude.

Sopra Financing Platform est une solution complète permettant de répondre aux besoins des établissements financiers dans le domaine du financement. La plateforme compte trois lignes d'activités :

- **Financement automobile** : La Sopra Financing Platform constitue une plateforme de financement automobile axée sur les actifs, offrant des composants cloud modulaires. Ces modules peuvent être utilisés individuellement ou combinés pour renforcer les capacités commerciales des prêteurs/bailleurs automobiles et réduire les délais de mise sur le marché. Cela se traduit par une création de valeur accrue et une meilleure gestion des risques de crédit liés à la santé financière des concessionnaires ou des actifs financés. Les clients sont essentiellement des captives⁵, des banques et des institutions financières indépendantes.
- **Financement de biens d'équipement** : La plateforme de financement de biens d'équipement et de matériel simplifie le processus de vente en couvrant toutes les opérations de *front et back-office* pour une variété de biens, notamment les équipements agricoles, les véhicules lourds ou spécialisés, les métaux précieux, l'équipement industriel, médical, etc. SOPRA BANKING SOFTWARE joue un rôle clé en tant qu'organisateur de tout un écosystème de partenaires. Cette plateforme, conçue pour fonctionner sur le cloud et entièrement évolutive, bénéficie du soutien de partenaires de renommée mondiale, offrant ainsi de nombreuses possibilités d'intégration grâce à des API ouvertes.
- **Prêt commercial** : La plateforme propose des outils pour optimiser la gestion des prêts commerciaux des institutions financières, qu'ils soient simples ou complexes. Ces fonctionnalités d'automatisation améliorent l'efficacité et réduisent les risques associés à ces opérations.

Services

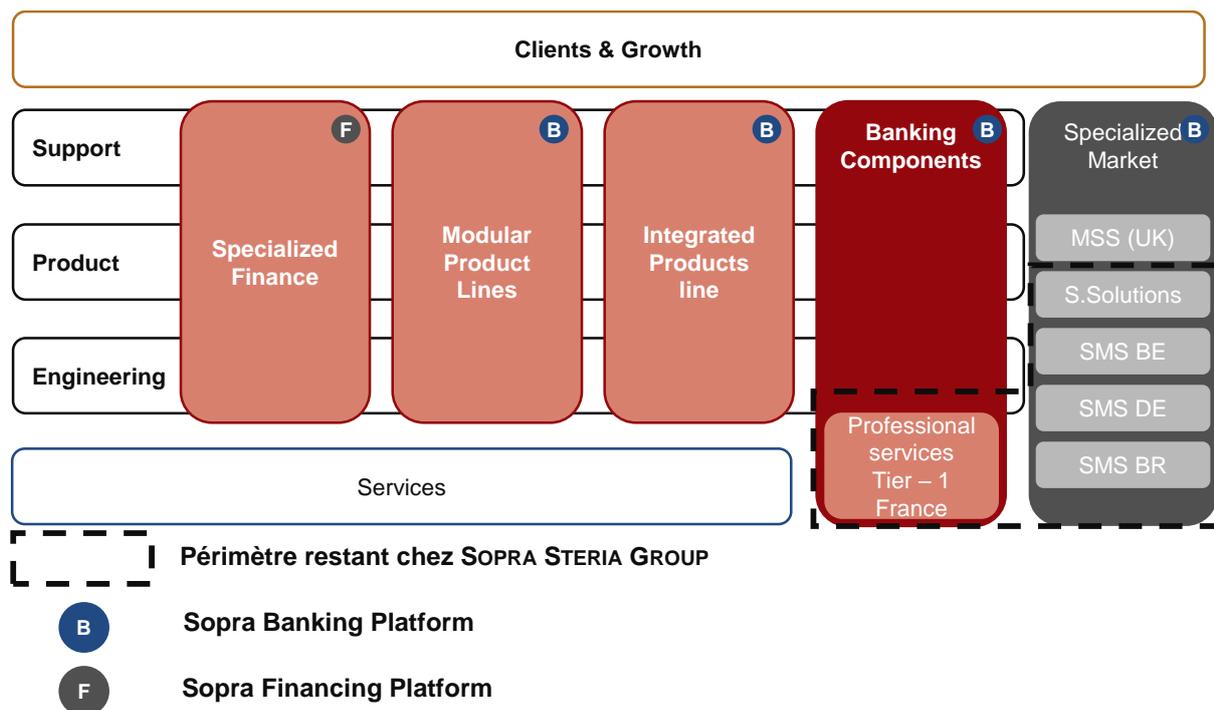
SOPRA BANKING SOFTWARE fournit aussi des services de conseil, des services d'implémentation, de maintenance et de formation. Les principaux clients de cette ligne d'activité sont des institutions financières ayant pour volonté d'accélérer le processus d'innovation et de digitalisation de leurs outils.

⁵ Une captive financière ou captive de financement est une entreprise de financement qui est rattachée à une société mère dont l'activité principale n'est pas reliée à la finance.

2.1.2 Présentation de l'activité par mix-produit du périmètre cédé

Les fonctionnalités et la gamme variée de services offerts par Sopra Banking Platform et Sopra Financing Platform sont rendues possibles grâce à leurs différentes unités opérationnelles. Cette structure leur permet de proposer des services personnalisés et adaptés aux profils et aux défis auxquels leurs clients sont confrontés.

Figure 4 - Nouveau Périmètre SOPRA BANKING SOFTWARE



Source : Société

Il est important de souligner que le transfert du périmètre de SOPRA BANKING SOFTWARE à AXWAY n'inclut pas les activités de services *Banking Components* ni les activités *Sopra Solutions* et *Specialized Market Software* en Belgique, en Allemagne, au Brésil qui resteront au sein de SOPRA STERIA GROUP.

Nous examinerons donc ici l'activité de SBS à travers ses diverses lignes de métiers, en nous concentrant sur la présentation des lignes de produits faisant partie du périmètre cédé, à savoir :

Divisions Sopra Financing Platform

- **Specialized Finance** : La ligne d'activité gère le cycle de vie des produits E2E⁶ à l'aide essentiellement d'une approche SaaS. En effet, la division s'adresse à la fois au marché du financement spécialisé, mais aussi au *SFP Wholesale* (plateforme de financement APAK pour les concessionnaires), *Digital Audit* (audit des actifs numériques) et au *Credit Risk* (gestion de portefeuille pour les prêteurs), déjà entièrement sous un modèle d'abonnement.

⁶ C'est un concept qui désigne la fourniture d'un service ou d'une solution qui est géré de bout en bout de la ligne de valeur sans aucune intervention externe.

Divisions Sopra Banking Platform

- **Modular product lines⁷** : Cette ligne fournit des produits modulaires qui peuvent se combiner les uns avec les autres pour former une plateforme bancaire fonctionnant via le cloud natif⁸ et dont la fourniture se fait via une approche SaaS. La ligne est composée de trois produits distincts :
 - **Digital engagement** : La plateforme *Digital Banking Engagement Platform* (DBEP) de SOPRA BANKING SOFTWARE offre aux banques une solution complète pour répondre aux exigences de l'*open banking* et de la directive DSP2 de l'Union européenne sur les services de paiement. En se connectant à un écosystème plus large et en partageant les données avec le consentement des clients, DBEP permet aux banques d'améliorer leurs services à la clientèle.
 - **Next gen CBS** : La ligne propose une solution bancaire de base nouvelle génération, modulaire et entièrement cloud, permettant ainsi aux banques de moderniser leurs infrastructures bancaires obsolètes en adoptant une solution de pointe en mode SaaS et de répondre aux nouveaux défis dans leur service de *Core Banking*.
 - **Regulatory** : Cette ligne propose des solutions afin de faciliter et d'optimiser la qualité des *reporting* réglementaires auxquels sont soumises les banques en les automatisant, en permettant la gestion d'une quantité importante de données afin de répondre à des exigences d'informations de plus en plus importantes par les autorités bancaires. A cela s'ajoutent des solutions de calcul de risque de crédit des modèles internes de banques ainsi que la pondération et l'atténuation des risques en méthodes standards liées à Bâle 3.
- **Integrated Core products line⁹** : Cette ligne gère les produits intégrés selon une approche traditionnelle et a vocation à être progressivement remplacé par les produits modulaires. Elle est composée de trois principales lignes :
 - **Amplitude** : Elle fournit des produits et des solutions de *Core Banking* à destination d'institutions bancaires essentiellement en Afrique.
 - **SAB** : La ligne d'activité fournit des produits et des solutions de *Core Banking* à destination d'institutions bancaires de type *Tier 3-4* essentiellement en France.
 - **Thaler CBS** : Cette activité fournit des produits et des solutions de *Core Banking* à destination d'institutions bancaires au Benelux et au Royaume-Uni.

⁷ Un logiciel modulaire est constitué de modules distincts, chacun exécutant une fonction spécifique. Ces modules sont développés séparément puis assemblés pour former un système complet. Chaque module peut être utilisé seul ou combiné avec d'autres selon les besoins. Cette approche offre une flexibilité et une extensibilité accrues, car les modules peuvent être réutilisés dans divers contextes.

⁸ Le cloud natif, également connu sous le nom de *cloud-native computing*, est une méthode de développement logiciel qui tire pleinement partie du *cloud computing* pour concevoir et déployer des applications évolutives. Ces applications sont conçues spécifiquement pour fonctionner de manière optimale dans des environnements dynamiques et modernes, tels que les clouds publics, privés et hybrides.

⁹ Un logiciel intégré est un programme informatique conçu pour exécuter une tâche spécifique ou un ensemble de tâches connexes. Toutes les fonctionnalités requises sont regroupées dans un seul programme, souvent conçu pour fonctionner sur un système matériel spécifique.

- **Banking Components** : Elle fournit les offres actuelles de composants bancaires pour les grandes banques françaises (Tier 1) et d'autres institutions qui souhaitent conserver leurs licences. Ces solutions peuvent être construites à partir de ses propres composants et/ou de ceux développés par les divisions métier mentionnées précédemment, puis assemblées et ajustées pour répondre aux besoins spécifiques de ses principaux clients.
- **MSS (Mortgage and Savings Suite)** : cette ligne offre des solutions au travers d'une plateforme hypothécaire numérique auprès de la clientèle du Royaume-Uni principalement.

2.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de SOPRA BANKING SOFTWARE

Conformément au secteur d'activité et aux marchés dans lesquels SOPRA BANKING SOFTWARE opère, cette partie portera essentiellement sur les marchés de l'édition des logiciels destinés aux banques et aux sociétés de financement.

2.2.1 Propos introductif sur le secteur de l'édition de logiciels

Le marché mondial de l'édition de logiciels d'infrastructure, qui inclut celui des logiciels destinés aux clientèles financières (lequel est présenté ci-dessous en section 2.2.2) s'élevait à 350 Mds\$ en 2021 et devrait croître de 12,3% par an jusqu'à 2026, pour atteindre 623 Mds\$¹⁰. En Europe de l'Ouest, principal marché dans lequel SOPRA BANKING SOFTWARE opère, la croissance de ce marché s'est élevée à 9,8% en 2023¹¹.

Le principal levier de croissance de ce secteur est la digitalisation de l'économie et, notamment, l'adoption croissante de modèles technologiques en cloud par les entreprises, nécessitant des solutions logicielles adaptées à leurs besoins en transformation digitale.

2.2.2 Présentation du secteur de l'édition de logiciels destinés aux clientèles financières

Marché mondial adressable et tendances

Le marché mondial de l'édition de logiciels destinés à des clientèles financières¹² était évalué à 127,4 Mds\$ en 2023 et devrait croître à un rythme d'environ 13% par an à horizon 2029¹³.

¹⁰ Source : DEU 2022 AXWAY (données GARTNER)

¹¹ Source : DEU 2022 AXWAY (données GARTNER)

¹² Inclus notamment les banques, les sociétés de financement, les gestionnaires d'actifs, les assureurs, les fonds d'investissement, les gestionnaires de patrimoine privé ou encore les administrateurs de fonds.

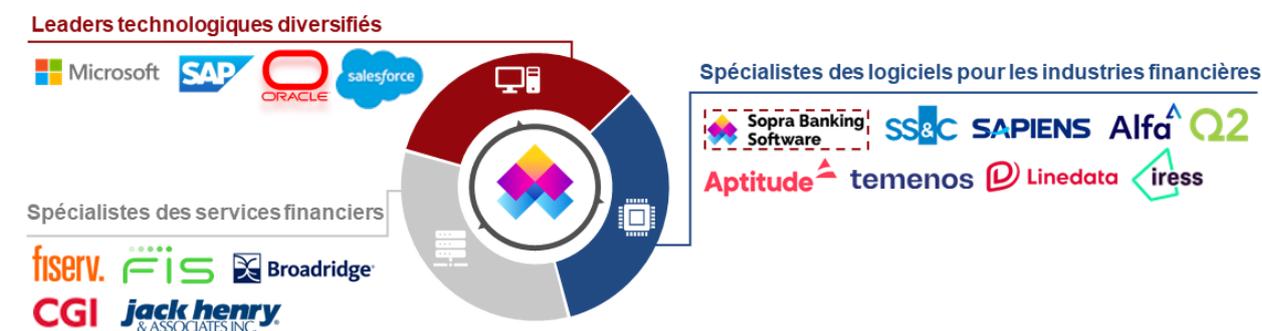
¹³ Source : MORDOR INTELLIGENCE

Principaux acteurs du secteur de l'édition de logiciels destinés aux clientèles financières

Le marché mondial des logiciels destinés aux clientèles financières (notamment les banques et les sociétés de financement) peut être réparti en trois grands profils d'acteurs :

- *Les leaders technologiques diversifiés* : sont des experts mondiaux en édition de logiciels/progiciels de gestion et en hébergement d'applications d'entreprises, qui commercialisent notamment des logiciels à destination de clientèles financières (sans que cela ne représente pour autant une part significative de leurs activités) ;
- *Les spécialistes des services financiers* : sociétés spécialisées essentiellement sur un large spectre de services de support pour des clientèles financières (gestion des transactions, traitement de données, gestion des plans d'épargne retraite, compensation de titres, ...), lesquelles incluent des solutions logicielles (sans que cela ne représente pour autant une part significative de leurs activités) ;
- *Les spécialistes des logiciels pour les clientèles financières* : acteurs spécialisés sur l'édition de logiciels pour une ou plusieurs clientèles financières (bancaire, financement, assurance, gestion d'actifs, ...), à l'instar de SOPRA BANKING SOFTWARE notamment.

Figure 5 - Présentation des principaux acteurs présents sur l'édition de logiciels financiers



Source : ANALYSES FINEXSI

2.2.3 Présentation du marché du *banking software* (marché principal de SBS)

2.2.3.1 Principales caractéristiques du marché du *banking software*

Marché mondial adressable et tendances

La 1^{ère} génération de logiciels bancaires a vu le jour dès 1959 avec la création du langage de programmation « COBOL » (Common Business Oriented Language) reposant sur une architecture monolithique (c'est-à-dire composée d'un seul bloc technologique indépendant reposant sur une seule base de code) pour la programmation d'applications commerciales et administratives en tous genres.

Entre 1990 et 2005, une 2^{ème} génération de logiciels bancaires a vu le jour, toujours axée sur une architecture monolithique, mais beaucoup plus « centrée sur les produits » afin d'adresser les besoins spécifiques des banques qui, avec la croissance du marché numérique mondial et notamment des volumes de transactions et paiements, ont vu leurs besoins évoluer.

A partir de 2005, les logiciels bancaires ont opéré une bascule fondamentale : les éditeurs ont commencé à développer des logiciels construits sur une architecture modulaire, dans laquelle les composants interagissent entre eux (contrairement à l'architecture monolithique, qui repose sur des composants aux fonctionnalités cloisonnées et dont l'évolution est très coûteuse, complexe et chronophage). L'objectif de ces logiciels de 3^{ème} génération était de les rendre « centrés sur l'expérience client », en délivrant notamment des interfaces graphiques numériques améliorées.

Enfin, une 4^{ème} génération de logiciels bancaires est née plus récemment : « centrée sur les processus », elle se focalise davantage sur les besoins de mobilité des institutions bancaires, notamment grâce à un recours accru aux solutions cloud permettant de migrer facilement d'un écosystème à un autre.

Actuellement, de nombreuses banques s'appuient encore sur des systèmes informatiques développés dans les années 1970 à 1990 et, de surcroît, dotés d'une architecture monolithique, capables de ne répondre qu'à des fonctions assez basiques (comme l'ouverture et la configuration de comptes bancaires, le traitement des transactions ou encore le traitement des dépôts et des prêts) alors que les besoins des clients se sont élargis.

C'est donc à cet important besoin de modernisation des infrastructures technologiques des banques que le secteur des éditeurs de logiciels bancaires répond. Le marché est significatif et connaît une croissance considérable du fait de l'adoption croissante par les banques de nouvelles solutions : le marché adressable mondial des dépenses en logiciels bancaires s'élevait à 23 Mds\$ en 2022 et devrait connaître une croissance d'environ 11% par an entre 2022 et 2026, ce qui situerait alors sa taille à 34 Mds\$¹⁴.

Les logiciels bancaires se répartissent en trois segments selon la configuration de la solution optée par le client, avec des business model et dynamiques de marché distincts :

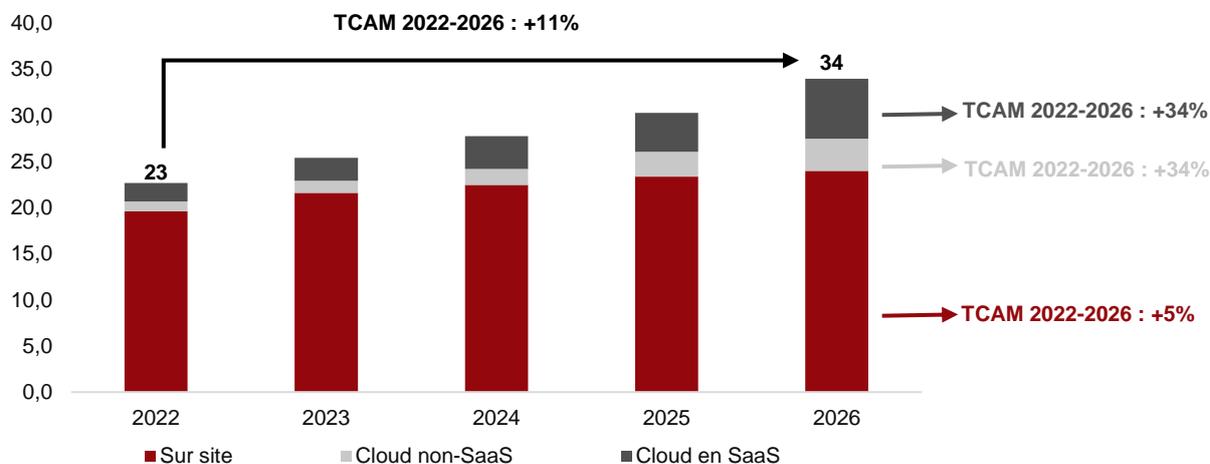
- *Les solutions « sur site » (« on premise »)* : installées physiquement dans les serveurs informatiques d'une banque (qui paie un abonnement en contrepartie de l'usage de la licence), elles permettent à cette dernière de bénéficier d'un contrôle renforcé (la banque gérant intégralement par elle-même le système), mais impliquent des coûts élevés d'installation, de maintenance, de mises à jour, de sauvegarde et de renouvellement. Pour ces raisons et bien que cela reste le mode de déploiement encore majoritaire au sein des banques (86% du marché en 2022¹⁴), leur popularité est déclinante, avec un taux de croissance annuel sur la période 2022-2026 anticipé à 5%¹⁴ ;

¹⁴ Source : IDC, OVUM, MCKINSEY, S&P CAP IQ, CB INSIGHTS

- *Les solutions cloud non-SaaS* : dans cette configuration, l'éditeur de logiciel fournit à la banque, en contrepartie du paiement d'un abonnement, la solution soit en cloud public (auquel cas la banque a la charge de la gestion de son système) soit en cloud hybride via un partenaire de l'éditeur (auquel cas c'est ce dernier qui gère le système pour la banque). Ces solutions bénéficient d'une popularité croissante grâce à la flexibilité apportée aux banques et à l'absence de stockage physique des données. De fait elles devraient afficher un taux de croissance annuel moyen de 34% par an sur la période 2022-2026¹⁴ ;
- *Les solutions cloud en SaaS (Software-as-a-Service)* : dans cette configuration, l'éditeur fournit à la banque la solution logicielle et gère pour cette dernière à distance toutes les opérations requises (développement, maintenance, mises à jour) en contrepartie d'un paiement à l'utilisation faite par la banque. Ces solutions sont de plus en plus populaires auprès des banques, car elles leur permettent de déployer et mettre à jour plus rapidement leurs systèmes tout en prédisant leurs coûts avec plus de précisions. Comme pour les solutions cloud non-SaaS, elles devraient afficher un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 34% par an sur la période 2022-2026¹⁴.

Nous résumons dans le graphique qui suit les principales dynamiques susvisées.

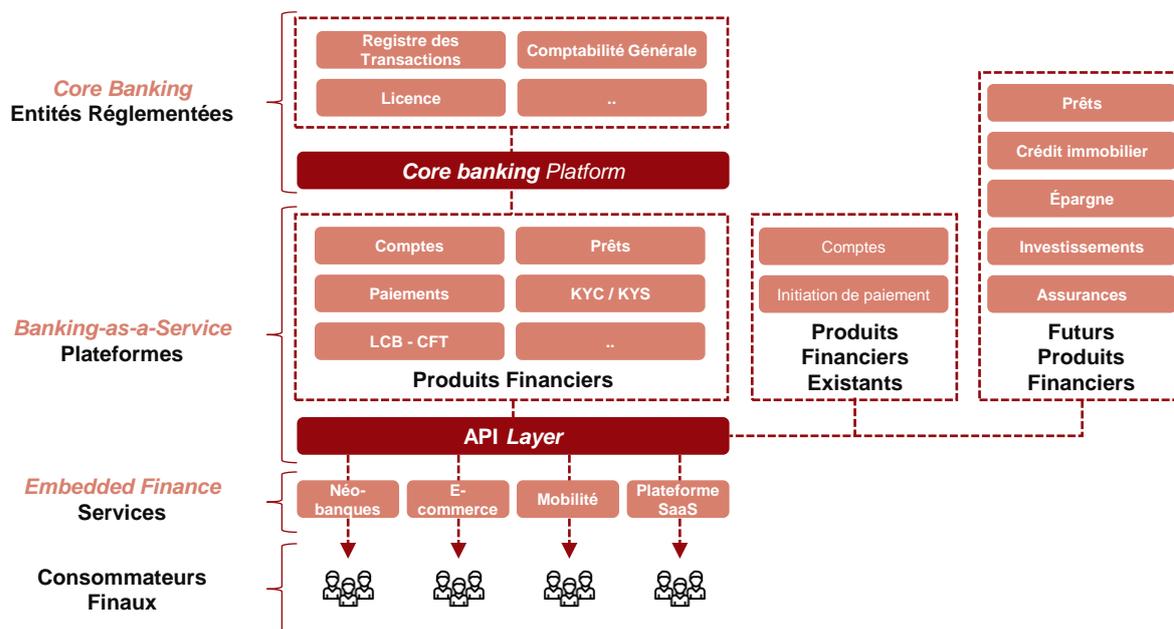
Figure 6 – Evolution du marché mondial du *banking software* (en Mds\$)



Source : Rapport annuel 2022 TEMENOS

Chaîne de valeur des différents types de logiciels bancaires commercialisés

Figure 7 - chaîne de valeur des différents types de logiciels bancaires



Source : SKALEET

Le *Core banking* est une solution informatique mise en place par les banques pour rassembler tous les composants nécessaires à la gestion des opérations financières de leurs clients. Le *Core banking* se compose alors d'APIs¹⁵ construites sur une unité centrale de traitement et permet la prise en charge d'un large éventail des transactions bancaires quotidiennes.

¹⁵ Une API (application programming interface ou « interface de programmation d'application ») est une interface logicielle qui permet de « connecter » un logiciel ou un service à un autre logiciel ou service afin d'échanger des données et des fonctionnalités.

Le *Banking-as-a-Service (BaaS)* désigne un modèle dans lequel les banques fournissent leur infrastructure et leurs services bancaires à des entreprises tierces pour qu'elles les utilisent et les intègrent dans leurs propres produits et services sans qu'elles n'aient à construire elles-mêmes l'infrastructure bancaire sous-jacente. La banque fournit les services, tandis que la société tierce fournit l'interface frontale et l'expérience client. *Apple Pay* est un exemple de fonctionnalité reposant sur le modèle du BaaS.

Enfin, l'*Embedded finance (finance intégrée)* fait référence à l'intégration de services et de produits financiers dans des plateformes non financières, telles que le commerce électronique, les médias sociaux ou les applications mobiles.

Le BaaS et l'*Embedded Finance* sont étroitement liés puisque le second est rendu possible par le premier. L'*Embedded Finance* se focalise sur l'intégration des services financiers dans des plateformes non financières, tandis que le BaaS donne la possibilité aux entreprises d'offrir des services bancaires *via* des connexions avec des systèmes bancaires existants.

2.2.3.2 Les principaux facteurs de croissance et défis concernant les éditeurs de *banking software*

Les principaux facteurs dans les années à venir de la croissance des dépenses informatiques des banques, et par extension des ventes de logiciels bancaires pour les éditeurs seront :

- *La compétitivité par rapport aux autres banques et aux fintechs* : l'adoption de logiciels à la pointe de la technologie est devenue plus que jamais nécessaire pour les banques afin de se démarquer des fintechs et créer des expériences bancaires immersives pour les clients, ce qui n'est pas possible avec une architecture monolithique.
- *L'optimisation des coûts et des process* : bien que les projets de transformation digitale représentent un investissement, ce dernier est rentabilisé par la capacité accrue des banques à réduire les risques d'erreurs et de failles inhérents à des architectures informatiques vétustes.
- *Les enjeux de cybersécurité* : L'évolution des technologies numériques et des cadres réglementaires a ouvert de nombreuses possibilités et de vulnérabilités pour le secteur financier¹⁶, s'accompagnant d'une augmentation des investissements dans la cybersécurité.

Les principaux défis auxquels les éditeurs de logiciels bancaires devront faire face sont les suivants :

- *La conformité légale* : au cours des dernières années, les principaux fournisseurs européens de BaaS ont été soumis par les autorités de régulation à des restrictions qui ont eu un impact négatif sur leur activité¹⁷, liées au fait que l'augmentation de leur nombre de clients attire davantage l'attention des régulateurs.

¹⁶ Les services financiers sont le deuxième secteur le plus compromis par des cyber-attaques, avec un coût moyen de 5,7 millions de dollars par violation de données pour chaque institution.

¹⁷ En octobre 2023, la FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY du Royaume-Uni a imposé des restrictions à l'éditeur de solutions de finance intégrée MODULR (fournisseur de la plateforme utilisée notamment par la fintech REVOLUT) jusqu'à ce qu'il se mette en conformité avec les nouvelles réglementations.

- *Une pression concurrentielle de plus en plus importante* : les barrières à l'entrée se sont abaissées ces dernières années avec de plus en plus d'entrants dans le secteur de l'édition de logiciels destinés à des clientèles financières.
- *La consolidation du secteur* : Le nouveau besoin du marché pour des produits plus rapides et plus flexibles pousse les principaux acteurs de l'édition de logiciels financiers à innover à grande échelle par le biais de rachats, partenariats et joint-ventures¹⁸.

2.2.4 Présentation du marché du *financing software* (marché secondaire de SBS)

Marché mondial adressable et tendances

Les *financing software* correspondent aux logiciels à destination des acteurs du financement, notamment les sociétés de financement en crédit-bail (automobile et biens d'équipement principalement).

Le marché mondial du financement en crédit-bail, duquel découle le segment des logiciels de financement en crédit-bail, s'élevait à 1.360 Mds\$ en 2019 et affichait la même année une croissance de 6,6%. Les plus gros débouchés sont les Etats-Unis (36%) suivis de l'Europe (33%), laquelle a enregistré une croissance de 4,5% en 2021¹⁹.

En termes d'actifs financés, plus de la moitié du marché mondial du financement en crédit-bail porte sur les financements de biens d'équipements (535 Mds\$ en 2020, pour un TCAM à horizon 2025 anticipé à 9%¹⁹) et d'automobile (248 Mds\$ en 2020, pour un TCAM à horizon 2028 anticipé dans une fourchette de 8 à 18%¹⁹).

Entre 2022 et 2025, le marché mondial du financement en crédit-bail devrait enregistrer une croissance d'environ 8% par an, porté notamment par l'Afrique qui présente le plus petit marché adressé (7,5 Mds\$), mais celui qui croît le plus vite (un taux de croissance annuel moyen de 21,8% est anticipé)¹⁹.

Le marché mondial des logiciels destinés à l'industrie du financement d'actifs (automobile et biens d'équipements), sur lequel est positionné SBS, était quant à lui estimé à 3,4 Mds\$ en 2021 et devrait afficher une croissance positive jusqu'à 2026 au moins¹⁹.

¹⁸ Nous rappelons qu'à ce titre SOPRA BANKING SOFTWARE a notamment racheté les sociétés CASSIOPAE (en 2017), SWORD APAK (en 2018) et FIDOR SOLUTIONS (en 2020).

¹⁹ Etude DELOITTE – "A Deloitte view of the asset finance software industry"

3. Analyse financière de SOPRA BANKING SOFTWARE

Nous présentons ci-après les comptes combinés du périmètre cédé de SOPRA BANKING SOFTWARE sur les exercices 2022 et 2023 (ci-après les « comptes SBS pro forma »).

3.1 Compte de résultat combiné pro-forma

Tableau 1 - Compte de résultat combiné de SOPRA BANKING SOFTWARE

Au 31/12 - En M €	31/12/2022	31/12/2023
Chiffre d'affaires	334,9	359,2
Charges de personnel	(227,2)	(237,8)
Achats et charges externes	(68,0)	(80,1)
Impôts et taxes	(3,1)	(3,2)
Dotations aux amortissements, provisions et dépréciations	(7,5)	(7,1)
Dotations aux amortissements des droits d'utilisation des immobilisat	(8,8)	(8,3)
Autres produits et charges opérationnels courants	5,4	3,5
Résultat opérationnel d'activité	25,7	26,3
<i>en % du CA</i>	<i>7,2 %</i>	<i>7,3 %</i>
Charges liées aux stock-options et assimilées	(2,7)	(3,7)
Dotations aux amortissements des actifs incorporels affectés	(9,9)	(9,1)
Résultat opérationnel courant	13,1	13,5
<i>en % du CA</i>	<i>3,7 %</i>	<i>3,8 %</i>
Autres produits et charges opérationnels	(8,3)	(59,8)
Résultat opérationnel	4,8	(46,3)
<i>en % du CA</i>	<i>1,3 %</i>	<i>(12,9)%</i>
Coût de l'endettement financier net	(8,5)	(20,1)
Autres produits et charges financiers	(2,3)	(2,4)
Charge d'impôt	(13,2)	(7,9)
Résultat net de l'ensemble combiné	(19,2)	(76,6)

Source : Société

Le **chiffre d'affaires** de SOPRA BANKING SOFTWARE combiné est passé de 334,9 M€ en 2022 à 359,2 M€ soit une augmentation de 7% sur un an (+24,3 M€). Cette croissance est en partie due au versement d'une indemnité compensatrice de 6,5 M€ par la BPCE, conformément au SPA suite à l'acquisition de la fintech FIDOR en 2020. Ainsi la croissance hors versement de cette indemnité s'élève à 4% et s'explique par 3 facteurs :

- Une augmentation du chiffre d'affaires due aux services de *maintenance et de support*, en hausse de 6% sur la période qui repose principalement par des ventes de services supplémentaires pour la maintenance du logiciel SAB et des services fournis à la Société Générale pour la licence DALI ;
- Une hausse du chiffre d'affaires des services professionnels de 7% due essentiellement aux services de migration informatique réalisés pour CRELAN après l'acquisition de la banque AXA BELGIQUE ainsi qu'à la migration de la CO-OPERATIVE BANK vers la plateforme de courtage développée par SOPRA BANKING SOFTWARE ;

- L'augmentation des ventes de l'activité SaaS auprès de ses principaux clients tels que SANTANDER, ROYAL BANK OF SCOTLAND, ATOS - NS&I. A cela s'ajoute la signature de nouveaux contrats importants avec des clients tels qu'ORANGE et DAIMLER.

Du point de vue des business unit, la croissance de la Société a été poussée à la fois par le développement de la solution *Specialized Finance* (SaaS soutenu par +3,0 millions d'euros et services professionnels soutenus par +3,3 millions d'euros), mais aussi les solutions *Integrated Core* (SAB, Amplitude et CBS V4) et les *Banking Components* qui ont légèrement augmenté de respectivement +1,4 M€ et +1,3M€, et ce malgré la baisse des revenus de licence de 6,2 M€.

Les coûts de personnel et de sous-traitance ont évolué au même rythme que le chiffre d'affaires. L'augmentation des coûts de personnel est en partie due à une augmentation de primes de 3,5 M€, attribuable en partie à l'impact sur les bénéficiaires de l'indemnité compensatrice BPCE de 6,5 M€. Toutefois, cette augmentation des coûts du personnel s'est contenue grâce au renforcement des capacités en Inde.

Ainsi, le **résultat opérationnel d'activité (ROA)** est resté relativement stable à 7,3%, entre 2022 et 2023.

Les **autres produits et charges opérationnels** (-59,8 M€) intègrent en 2023 la dépréciation d'un écart d'acquisition de SBS France pour 53,2 M€, cette dépréciation a été déterminée sur la base de perspectives d'activité cohérentes avec le plan d'affaires examiné dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

En 2023, le **résultat net** de l'ensemble combiné de SOPRA BANKING SOFTWARE s'établit à -76 M€ contre 4,8 M€ en 2022, une baisse s'expliquant en grande partie par la dépréciation de l'écart d'acquisition en France.

3.2 Bilan combiné pro-forma 2022 et 2023

Nous présentons ci-après le bilan combiné de la Société sur les deux derniers exercices.

Tableau 2 - Bilan combiné de SOPRA BANKING SOFTWARE 2022 et 2023

Au 31/12 - En M €	31/12/2022	31/12/2023
Écarts d'acquisition	305,1	254,1
Immobilisations incorporelles	53,8	61,3
Immobilisations corporelles	9,1	7,6
Droits d'utilisation	21,1	33,7
Autres actifs financiers non courants	2,0	1,8
Impôts différés actifs	2,9	6,0
Actif non courant	394,0	364,5
Clients et comptes rattachés	94,3	97,7
Autres actifs courants	25,1	26,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	9,0	4,0
Actif courant	128,4	127,8
Total de l'actif	522,4	492,3
Capitaux Propres	(45,7)	(85,7)
Emprunts et dettes financières	398,0	387,4
Dettes sur biens pris en location	22,3	35,4
Provisions	24,5	23,6
Fournisseurs et comptes rattachés	21,6	27,4
Autres dettes	101,7	104,3
Total du passif	522,4	492,3

Source : Société

Il convient de préciser que ces bilans combinés n'anticipent pas (i) l'impact des opérations de réorganisation préalables, ni (ii) l'impact de l'incorporation prévue d'une partie du compte-courant de SOPRA STERIA GROUP pour restaurer les capitaux propres de SBS France.

Ces bilans appellent les principaux commentaires suivants :

Les actifs non courants sont essentiellement composés des **écarts d'acquisition** (254,1 M€), notamment en France (143,4 M€) et au Royaume-Uni (108,6 M€). La diminution du poste entre 2022 et 2023 provient essentiellement de la dépréciation de l'écart d'acquisition en France (53,2 M€).

Les **immobilisations incorporelles** incluent 35,9 M€ de frais de R&D capitalisés.

Les **autres actifs courants** (26,1 M€) sont essentiellement composés de créances fiscales dont les créances de Crédit d'Impôt Recherche en France (9,3 M€), et d'impôts sur les sociétés (7,2 M€).

Les **capitaux propres** sont négatifs (-87,5 M€), mais seront restaurés préalablement à l'Opération, par incorporation d'une partie du compte-courant de SOPRA STERIA GROUP, à hauteur de 150 millions d'euros.

Les **provisions** (23,6 M€) concernent principalement les engagements de retraite et assimilés (91% en France), qui s'élèvent à 19,7 M€ au 31/12/2023, ainsi qu'une provision pour risques fiscaux relative au crédit d'impôt recherche en France pour un montant de 1,4 M€.

Au 31 décembre 2023, les **emprunts et dettes financières** s'élèvent à 387,4 M€ qui se composent pour l'essentiel du compte-courant auprès de SOPRA STERIA GROUP (339,2 M€).

Les autres dettes courantes (103,2 M€) concernent les dettes fiscales et sociales (68,6 M€) et des passifs sur contrats clients (25,8 M€).

3.3 SWOT

Forces

- Marché adressable en forte croissance, porté par les dépenses digitales croissantes des banques et clientèles financières
- Présence sur des segments du marché et des zones géographiques à forte croissance
- Forte implantation en Afrique, où 50% des banques utilisent les solutions de SOPRA BANKING SOFTWARE
- Résilience du chiffre d'affaires en raison d'une capacité limitée de la clientèle à changer de prestataires

Faiblesses

- Activité relativement cyclique
- Rentabilité opérationnelle historique inférieure à celle des sociétés comparables opérant dans le secteur de l'éditions de logiciels à destination de sociétés financières
- Faible présence sur le marché américain et asiatique
- Gains de part de marché limités

Opportunités

- Evolution constante des besoins des clients en lien avec la digitalisation de l'économie, synonyme de nouveaux vecteurs de croissance réguliers pour SBS
- Prolifération des cyberattaques rendant de plus en plus nécessaires la mise en place d'architectures à la pointe de la technologie
- Essor du segment *BaaS* en lien avec la multiplication des fintechs
- Possibilités de consolidation sectorielle

Menaces

- Forte intensité concurrentielle (présence sur le secteur des leaders technologiques diversifiés, de multiples éditeurs de logiciels et des spécialistes des services financiers)
- Réglementation croissante du secteur du banking software pesant sur les éditeurs
- Risque de nouveaux entrants du fait de l'abaissement des barrières à l'entrée
- Essor du *SaaS* générant des coûts de plus en plus élevés pour les éditeurs

4. Synthèse des modalités du SPA et présentation de la détermination du prix de cession

Les modalités de cession des titres de SBS sont contractualisées dans un projet de *Share Purchase Agreement* (ci-après SPA), dont la dernière version est du 13 mai 2024 et à laquelle il convient de se référer.

Nous synthétisons ci-après certaines des principales modalités de ce SPA.

4.1 Périmètre de l'Opération

L'Opération porte sur la cession, par SOPRA STERIA GROUP SA, à AXWAY SOFTWARE SA, de 100% du capital et de droits de vote de la société SOPRA BANKING SOFTWARE.

Il convient de préciser que, préalablement à l'Opération, SOPRA STERIA GROUP procèdera à des opérations de réorganisation préalables au sein de SOPRA BANKING SOFTWARE, afin de transférer, au sein du Groupe Sopra, et donc d'exclure du périmètre transféré, les activités *Services* ainsi que certaines *Specialized Market Solutions* et les activités d'intégration pour les banques françaises de rang 1 de SBS. Ainsi, le périmètre cédé correspond à l'activité *Software* à destination des banques de SBS, représentant environ 80% du chiffre d'affaires de SBS au titre de 2023.

L'ensemble des opérations de réorganisations préalables (*Restructuring Transactions*) concernent essentiellement des cessions, dont le produit sera imputé sur le compte-courant de SOPRA STERIA GROUP.

Sauf précisions contraires, nos travaux de valorisation sont réalisés sur le périmètre transféré, i.e après détournement.

4.2 Prix de cession

Le prix de cession de base (*Initial Purchase Price*) correspond à (i) une valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE retenue pour 330M€, diminuée (ii) de l'endettement financier net estimé (*Estimated Net Debt Amount*), (iii) de l'ajustement estimé du BFR (*Estimated Working Capital Adjustment*), et (iii) du montant estimé des autres ajustements (*Estimated Other Adjusted Items*). Le montant de l'ajustement de BFR correspond au montant du BFR estimé à la date du closing (et déterminé 10 jours avant le closing) diminué du BFR normatif, calculé sur la base des 12 derniers mois au 30 juin 2023.

Le prix de cession de base sera ajusté, en suite de la réalisation de l'Opération, pour tenir compte des agrégats définitifs (dette nette et ajustement de BFR) à la date du *closing*. Ces agrégats définitifs devront être déterminés dans les 70 jours ouvrés suivant le *closing* et permettront de calculer le prix de cession définitif (*Final Purchase Price*)

Nous sommes en phase avec le principe même et la définition des éléments de passage entre la Valeur d'entreprise et le prix de cession, qui sont usuels et n'appellent pas de remarques particulières de notre part.

Dans ce contexte, et étant donné l'impossibilité de déterminer précisément le montant de la dette nette, du BFR et des autres ajustements à la date du présent rapport, nous mènerons notre appréciation du prix de cession en nous référant à la Valeur d'entreprise.

Précisons à ce stade que l'économie d'impôt potentielle liée aux déficits fiscaux reportables n'a pas été appréhendée dans la valorisation du prix de cession.

4.3 Conditions suspensives et garanties

L'Opération reste soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Réalisation de l'ensemble des opérations de réorganisations préalables telles que définies à l'annexe F(iii) du SPA ;
- Obtention de l'accord des autorités de la concurrence en France et au Maroc ;
- Décision purgée de tout recours de l'AMF, relative à la dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique ;
- Réalisation de la cession par SOPRA STERIA GROUP à SOPRA GMT des titres AXWAY ;
- Obtention du visa de l'AMF sur le prospectus déposé par AXWAY ;
- Réalisation de l'Augmentation de capital d'AXWAY de 130 M€ ;
- Obtention du financement bancaire d'AXWAY, à hauteur de 200 M€.

Par ailleurs, il convient de préciser que l'article 10 du SPA prévoit une garantie couvrant les dommages effectivement et directement subis par AXWAY ou les sociétés dont les titres sont cédés, à raison d'une inexactitude, d'une violation ou d'une omission des déclarations effectuées par les vendeurs. Nous nous sommes fait confirmer par le management d'AXWAY que les garanties prévues dans le cadre de l'Acquisition sont adaptées au regard des résultats des différentes due diligences et de leur connaissance de l'activité acquise.

4.4 Accords connexes

La lecture du SPA n'a révélé aucune disposition spécifique susceptible d'intéresser un actionnaire en particulier, et notamment le groupe SOPRA STERIA, ce qui nous a été également confirmé par AXWAY. Dans ces conditions, nous n'identifions pas d'accords connexes au sens du règlement général de l'AMF.

4.5 Financement de l'Opération

Comme indiqué ci-avant, le SPA prévoit notamment, préalablement à l'Opération (i) la réalisation de l'augmentation de capital d'AXWAY pour 130 M€ et (ii) l'obtention du financement bancaire d'AXWAY à hauteur de 200 M€. Ces deux sources de financement permettront de financer la Valeur d'entreprise de SBS pour un total de 330 M€.

L'augmentation de capital interviendrait dans le cadre de la 18^{ème} résolution votée par l'Assemblée Générale des actionnaires d'AXWAY du 11 mai 2023, et serait ouverte à chaque actionnaire à proportion de ses droits (*i.e.* avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription). Elle sera proposée avec un prix de souscription par action nouvelle déterminé selon les pratiques habituelles du marché, avec une décote sur le cours de bourse de l'action détaché du droit préférentiel de souscription (*TERP - Theoretical Ex-Rights Price*) dans la limite d'un prix de souscription maximum (décote incluse) de 26,50 euros.

SOPRA GMT s'est engagée à garantir cette augmentation de capital, sans que cela ne lui confère d'avantage particulier sur lequel nous aurions à nous prononcer dès lors les droits préférentiels de souscription des actionnaires sont maintenus.

Le financement bancaire de 200 M€ serait obtenu auprès d'un pool bancaire constitué de trois banques : CA-CIB, Société Général et LCL. Le taux d'intérêt s'élèverait à Euribor 3 mois + 3%, soit un taux supérieur à celui actuellement en vigueur pour le financement RCF²⁰ d'AXWAY (Euribor 3 mois + 1,75%).

²⁰ Revolving Credit Facility

5. Evaluation de la valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE

Le prix de cession est décomposé entre i) la Valeur d'entreprise, (ii) l'endettement financier net, (iii), et (iv) l'ajustement de BFR.

L'endettement financier net défini dans le projet de SPA correspond à une définition usuelle :

« *Net Debt* » means, for all SBS Sold Companies aggregated, *Financial Indebtedness less Cash* [...]

“*Financial Indebtedness*” shall mean, with respect to all SBS Companies, the aggregate of the following items:

- (i) *all obligations for borrowed money, including as evidenced by notes, bonds, debentures, derivatives or similar instruments;*
- (ii) *any current account or any other debt (including, for the avoidance of doubt, the Intercompany Loan and any cash pooling arrangement) made available by any shareholder and/or any of their Affiliates (including, for the avoidance of doubt, the Seller and the Main Shareholder);*
- (iii) *any vendor financed arrangements;*
- (iv) *trapped cash [NTD: deletion to be confirmed];*
- (v) *Income Tax Indebtedness; and;*
- (vi) *If applicable, outstanding fees payable to external advisors listed in Schedule 1(ii).*

All of the above items are to include any accrued interest payable as relevant.

[...]

“*Cash*” shall be equal to aggregate of the following items (if applicable):

- (i) *currency at hand;*
- (ii) *demand deposits with banks or other financial institutions;*
- (iii) *any cash equivalents such as deposits, cash used as guarantees, money markets and/or marketable securities;*
- (iv) *discounted cash value of R&D tax credits (CIR) [NTD: to be further defined];*
- (v) *Income Tax Receivables;*
- (vi) *The BPCE Receivable; and*
- (vii) *The positive value of any mark to market on foreign exchange hedging.*

All of the above items are to include any accrued interest receivable as relevant.

L'endettement financier net ainsi défini n'appelle pas de remarque de notre part et sera donc transféré pour sa valeur réelle.

Les autres ajustements définis dans le projet de SPA correspondent essentiellement aux provisions (indemnités pour départ à la retraite, provisions pour remise en état, provisions pour litiges avec les clients et/ou les salariés, provisions pour taxes, ainsi que 50% des primes annuelles budgétées pour l'ensemble des salariés) qui ne sont pas considérées dans les flux du plan d'affaires.

Ces items sont repris usuellement dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres en complément de l'endettement financier net et n'appellent pas d'autre remarque particulière de notre part.

L'ajustement de BFR défini dans le projet de SPA correspond à l'écart entre le niveau de BFR tel qu'il sera constaté à la date du *closing* et le niveau de BFR normalisé correspondant à la moyenne des 12 derniers mois au 30 juin 2023. Cet ajustement par rapport au BFR moyen est usuel et n'appelle pas de remarque particulière de notre part, dès lors que les analyses réalisées font apparaître de fortes similitudes entre la référence retenue au 30 juin 2023 et l'estimation au 30 juin 2024.

Les principes de détermination de l'endettement financier net et de l'ajustement du BFR permettent de retenir ces deux composantes du prix pour leur valeur réelle selon des définitions usuelles. Dans ces conditions, l'appréciation du prix de cession porte essentiellement sur celle de la Valeur d'entreprise.

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE dont les modalités et résultats sont exposés ci-après

Nous rappelons que la valorisation de SOPRA BANKING SOFTWARE est effectuée post-détournement des activités qui restent au sein de SOPRA STERIA GROUPE.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. Pour information, l'actif net comptable consolidé de SOPRA BANKING SOFTWARE Proforma au 31/12/2023 ressort à -85,7 M€ sur la base des comptes combinés, étant précisé qu'il est prévu de recapitaliser SOPRA BANKING SOFTWARE à l'issue des opérations de réorganisations préalables à hauteur de 150 M€.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de SOPRA BANKING SOFTWARE.

5.1.3 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions SOPRA BANKING SOFTWARE PROFORMA sont à retenir.

5.1.4 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

La Société n'ayant pas procédé à des distributions de dividendes au cours des 3 derniers exercices au minimum, et n'ayant pas non plus annoncé ou fixé de politique en matière de distribution, cette méthode ne sera pas retenue.

5.1.5 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Ce critère qui intègre généralement une prime de contrôle et/ou la prise en compte de synergies ne nous paraît pas adaptée dans le contexte d'une cession intra-groupe en présence d'actionnaires minoritaires. Nous n'avons donc pas retenu cette méthode au cas présent.

A titre informatif, l'analyse des transactions comparables aurait fait ressortir des valeurs et donc des primes sur le prix de 330 M€ très supérieures à celles des autres méthodes analysées.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation présentées ci-après.

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2023E-2027E de la Société ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3 Mise en œuvre de la valorisation

5.3.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode prend en considération les perspectives de développement propres à l'entreprise, et représente la valeur fondamentale que peut récupérer l'acquéreur si le plan est mis en œuvre avec succès.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires (ou BP) *standalone* 2023e-2027e établi par le management de SBS, avec le soutien d'une trentaine de managers, et mis à jour en octobre 2023.

Présentation du plan d'affaires 2023E-2027E du management

Il intègre le plan stratégique de SBS, qui vise (i) une transition progressive d'un modèle d'intégration à un modèle SaaS via des logiciels modulaires basés sur le cloud et (ii) le développement de nouvelles lignes de services basées sur des produits standardisés et évolutifs.

Les principales hypothèses structurantes sont les suivantes :

- Il n'est pas prévu de croissance externe sur l'horizon du plan d'affaires ni de cession d'actifs significatifs ;
- Une croissance du chiffre d'affaires 2024e-2027e principalement portée par la transition progressive des produits vers un modèle SaaS et le développement de nouveaux produits plus complexes ;
- Une amélioration sensible de la marge opérationnelle (ROA) entre 2023 et 2027, grâce au développement de solutions modulaires (*Digital engagement, Next Gen CBS et Regulatory*) à plus forte valeur ajoutée, visant à remplacer progressivement les activités traditionnelles d'*Integrated Core* (SAB, Amplitude et Thaller), ainsi qu'à la maîtrise des coûts à la fin du plan, notamment via le plan de restructuration déjà en cours ;
- Des coûts de restructuration significatifs en 2024, déjà bien engagés sur le 1er trimestre 2024, qui devraient se normaliser sur les années suivantes à des niveaux cohérents avec ceux observés historiquement.

Comme indiqué ci-avant, le BP est un BP *standalone*, c'est-à-dire sans prise en compte d'éventuelles synergies ou disynergies dégagées à l'issue de l'Opération. Les prévisions intègrent les *management fees* dans les conditions actuelles appliquées par le Groupe SOPRA STERIA. Nous comprenons que les *management fees* seront remplacées par des contrats de service (TSA) avec SOPRA STERIA GROUP avec des conditions financières équivalentes.

Le *management* de SBS considère ce plan d'affaires comme étant relativement équilibré et conservateur en termes de revenus, tout en étant réaliste quant à sa rentabilité. Le succès de ce plan repose essentiellement sur la capacité à déployer efficacement la stratégie opérationnelle dans les délais impartis.

De son côté, le *management* d'AXWAY considère d'une part que les prévisions sont optimistes sur une base *stand-alone* et sans modification stratégique au regard des performances historiques de SBS et d'autre part être en mesure d'engager les changements nécessaires pour améliorer la rentabilité de SBS et de la faire converger vers ses propres standards.

Cette dernière appréciation apparaît partagée par l'actionnaire de contrôle, Monsieur Pierre PASQUIER, qui considère que SBS a le potentiel et les capacités pour améliorer sa rentabilité et l'aligner sur celles de ses pairs, l'incertitude résidant dans le temps requis pour atteindre cette amélioration.

Dans ces conditions, le plan d'affaires *stand-alone* constitue selon nous une référence sérieuse pour procéder à l'évaluation de SBS en l'état de son développement actuel, sans tenir compte des éventuelles améliorations attendues de son rapprochement avec AXWAY.

Déterminations des flux de trésorerie

Par rapport au BP qui nous a été transmis, nous avons effectué les ajustements suivants, qui ont cependant un impact limité sur les flux de trésorerie :

- Nous avons pris en compte l'effet impôt sur les coûts de restructuration qui sont présentés *pre-tax* dans le plan d'affaires ;
- Nous avons retraité le Crédit d'Impôt Recherche de la base taxable ;
- Nous avons éliminé l'impact d'IFRS 16 dans les flux pour retenir un cash-flow hors IFRS 16.

Extrapolation des flux de trésorerie

Nous avons prolongé le plan d'affaires de deux années supplémentaires (2028e-2029e) afin de faire converger linéairement le taux de croissance en fin de plan vers un taux de croissance normatif de 2,2% en valeur terminale et le taux de marge opérationnelle vers une marge d'EBIT normative correspondant à la moyenne de la marge opérationnelle des deux dernières années du plan d'affaires (2026e et 2027e).

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,2% a été appliqué au flux normatif, reflétant les perspectives de croissance à long terme de la Société, en cohérence avec les niveaux d'inflation de long terme attendus en France.

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge opérationnelle considéré soutenable sur le long terme, qui correspond à la moyenne de la marge EBIT 2026 et 2027 du plan d'affaires.

Le flux normatif intègre des coûts de restructuration p récurrents en ligne avec les coûts observés sur la période historique.

Un flux d'investissement normatif à hauteur de 1,2% du chiffre d'affaires annuel est retenu dans le flux terminal. Il correspond au niveau moyen observé sur l'ensemble de l'horizon du plan d'affaires.

Des frais de Recherches & Développement capitalisés correspondant au niveau de D&A normatif de R&D capitalisées sont retenus dans le flux terminal.

Le taux d'impôt normatif a été retenu à 25,0%. Nous n'avons pas tenu compte des éventuelles économies d'impôts qui pourraient résulter de l'utilisation des reports déficitaires transférables eu égard aux incertitudes pesant sur leur utilisation et le calendrier associé. L'absence de prise en compte de ces économies éventuelles dans nos calculs et dans la fixation du prix est favorable à l'acquéreur AXWAY.

Taux d'actualisation

Pour actualiser les flux de trésorerie, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital. Ce coût a été estimé à 10,1% sur la base :

- D'un taux sans risque de 3,0 % correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an, calculée au 30 avril 2024, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- Une prime de risque marché actions de 5,4% (moyenne un an des primes de risque du modèle FINEXSI® au 30 avril 2024) ;
- Un bêta désendetté de 1,08 correspondant au bêta observé dans le secteur « software (*system & Application*) » (source : DAMODARAN) ;
- D'une prime de taille de 1,3% qui s'explique par une différence de taille entre SOPRA BANKING SOFTWARE et celle des sociétés comparables retenues dans le cadre de la valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers (source : KROLL) ;
- D'un coût de la dette avant impôts sur les sociétés de 7,0%, correspondant à une estimation du taux de refinancement de l'Acquisition ;
- D'un *Gearing* de 6,2% correspondant à la moyenne du ratio Dette/ Capitaux Propres des sociétés comparables ;
- D'un taux d'impôts normatif de 25,0%.

La valorisation a été effectuée au 31 décembre 2023, et les flux financiers ont été actualisés à mi-année.

Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE s'établit à 333 M€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) d'une part, et du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point) et du taux de marge d'EBIT (de -2 points à + 2 points) d'autre part, sont présentées ci-après.

Tableau 3- Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

Perpetual growth (%)	EV	WACC				
		9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
1,70%		362	338	316	297	281
1,95%		373	347	325	305	287
2,20%		385	357	333	312	294
2,45%		397	368	343	320	301
2,70%		411	380	353	329	308

Tableau 4 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de marge et du taux d'actualisation

EBIT MARGIN (%)	EV	WACC				
		9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
6,91%		312	290	272	255	241
7,91%		348	324	303	284	267
8,91%		385	357	333	312	294
9,91%		421	391	364	341	320
10,91%		458	424	395	369	346

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre **303 M€ et 364 M€** avec une valeur centrale de 333 M€.

5.3.2 Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

L'efficacité de cette méthode repose essentiellement sur la disponibilité d'un échantillon représentatif de sociétés similaires, prenant en compte des critères tels que le secteur d'activité, la taille, le profil de risque, la répartition géographique et la rentabilité.

Nous avons identifié 6 sociétés cotées dans le secteur de l'édition de logiciels à destination des institutions financières et bancaires (banques, assurances, gestion d'actifs) et dont le chiffre d'affaires est réalisé en grande partie dans la zone EMEA.

Nous avons retenu l'EBIT qui est l'agrégat le plus pertinent, car il permet d'intégrer l'impact résultant des politiques liées à l'activation de la R&D et de lisser les impacts liés à l'application de la norme IFRS 16.

Cette méthode nous paraît moins pertinente dans la mesure où les sociétés peuvent présenter des différences de taille et de mix-produit s'expliquant par le fait que l'échantillon est composé de sociétés dites « autoportantes » et non de filiales comme cela peut être le cas pour SOPRA BANKING SOFTWARE. Les sociétés constituant notre échantillon sont celles que nous considérons comme les plus comparables à SOPRA BANKING SOFTWARE bien que la plupart extériorisent des marges de rentabilité supérieures. Dans ces conditions, cette méthode n'a été mise en œuvre qu'à titre secondaire.

L'échantillon se compose des 6 sociétés suivantes :

- **TEMENOS AG** est une société suisse qui développe et commercialise des systèmes de logiciels bancaires intégrés. Ces services se matérialisent à la fois sous forme de plateforme bancaire numérique, de technologie de paiements et de logiciel bancaire pour le commerce de détail. La société exerce principalement ses activités en Europe (30%), Amérique (28%), Moyen-Orient et Afrique (20%) et Asie (18%). En 2023, TEMENOS a réalisé un chiffre d'affaires de 928,9 M€ ainsi qu'un résultat opérationnel de 291 M€, soit une marge opérationnelle de 31,3%.
- **ALFA FINANCIAL SOFTWARE HOLDINGS PLC** est une société britannique de solutions logicielles et de service de conseils pour le secteur du financement automobile et de l'équipement. Les activités du groupe sont basées principalement en Europe (60%) et aux Etats-Unis (33%). En 2023, ALFA FINANCIAL SOFTWARE HOLDINGS PLC a réalisé un chiffre d'affaires de 119 M€ et un résultat opérationnel de 35 M€, soit une marge opérationnelle de 29,5%.
- **APTITUDE SOFTWARE GROUP PLC** est une entreprise britannique spécialisée dans les logiciels de numérisation financière et de gestion des abonnements. Elle offre une variété de services comprenant le *cloud*, la livraison, la sécurité centrée sur la confiance, le support et la formation. La Société est principalement présente en Royaume-Uni (55%) et dans le reste du monde (45%). En 2023, APTITUDE SOFTWARE GROUP PLC a réalisé un chiffre d'affaires de 86 M€ et un résultat opérationnel de 11 M€, soit une marge opérationnelle de 13,0%.
- **IRESS LIMITED** est une société technologique néo-zélandaise offrant des services financiers aux institutions financières. Elle fournit des données de marché, des transactions, de la conformité, de la gestion d'ordres, des systèmes de portefeuille et des outils connexes aux participants des marchés financiers et à la gestion de patrimoine. Elle opère également dans le secteur hypothécaire au Royaume-Uni, fournissant des logiciels de montage de prêts hypothécaires et des services de conseil aux banques. Les activités opérationnelles du groupe sont essentiellement basées en Asie (56%) et en Europe (33%). En 2023, IRESS LIMITED a réalisé un chiffre d'affaires de 356 M€ et un résultat opérationnel de -65 M€ soit une marge opérationnelle de -18,1 %.
- **SAPIENS INTERNATIONAL CORPORATION N.V** est une société israélienne spécialisée dans la fourniture de solutions logicielles pour les secteurs de l'assurance des biens et des risques divers, des entreprises et des particuliers, de l'assurance-vie et des pensions, et de la réassurance. Elle opère en Europe (50%), aux Etats-Unis (41%) et dans le reste du monde (9%). En 2023, SAPIENS INTERNATIONAL CORPORATION N.V a réalisé un chiffre d'affaires de 466 M€ et un résultat opérationnel de 71 M€ soit une marge opérationnelle de 15,3%.

- **LINEDATA SERVICES S.A** est une société d'édition de logiciels en mode SaaS pour les secteurs de la gestion d'actifs (67%), de l'assurance et des financements (33%). Elle fournit notamment des logiciels pour la comptabilité des fonds, le financement automobile, le crédit à la consommation et le financement de biens d'équipement. La société opère principalement en Europe (49%) et Amérique (46%). En 2023, LINEDATA SERVICES S.A a réalisé un chiffre d'affaires de 183 M€ et un résultat opérationnel de 38 M€ soit une marge opérationnelle de 20,7%.

Tableau 5 - Marges opérationnelles pré-IFRS 16 et multiples observés sur l'échantillon des comparables

Comparables	Pays	CA 2023 (mEUR)	VE (mEUR)	Taux d'EBIT		xEBIT	
				2024e	2025e	2024e	2025e
Temenos AG	Switzerland	905	5 880	33,1 %	34,0 %	19,6x	17,7x
Alfa Financial Software Holdings PLC	United Kingdom	118	562	28,0 %	28,0 %	15,9x	14,9x
Aptitude Software Group plc	United Kingdom	86	179	14,4 %	15,4 %	15,1x	13,3x
Iress Limited	Australia	386	1 098	13,7 %	17,0 %	21,0x	16,5x
Sapiens International Corporation N.V.	Israel	466	1 434	18,3 %	18,7 %	15,0x	13,7x
Linedata Services S.A.	France	183	333	19,9 %	19,9 %	8,7x	8,4x
Moyenne				21,2 %	22,2 %	15,9x	14,1x
Médiane				19,1 %	19,3 %	15,5x	14,3x

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables
Source: Capital IQ

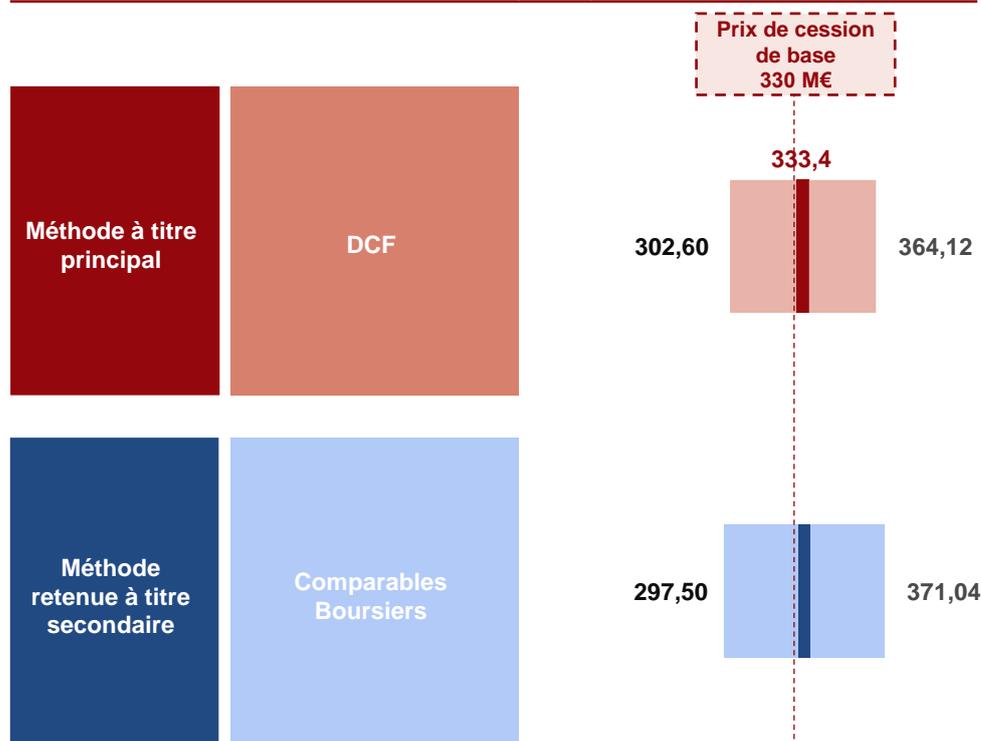
Sources : CAPITAL IQ, ANALYSES FINEXSI

Nous avons retenu les multiples médians d'EBIT pré-IFRS 16 2024E (15,5x) et 2025E (14,3x). Appliquée aux agrégats estimés de SOPRA BANKING SOFTWARE issus du plan d'affaires *stand-alone*, la valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE ressort dans une fourchette comprise **entre 297,5 M€ et 371,0 M€**.

5.4 Synthèse de nos travaux et appréciation de la valeur d'entreprise

Figure 8 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par FINEXSI

Valeur d'entreprise de SOPRA BANKING SOFTWARE PROFORMA issue des méthodes de valorisation (en M€)



Par conséquent, le prix de cession reflète une légère prime de 1,2% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode des flux de trésorerie prévisionnels actualisés. Cette méthode est appliquée en se basant sur le plan d'affaires établi par le management, lequel repose sur des hypothèses optimistes par rapport aux performances historiques, mais jugées réalisables comparativement à celles de ses concurrents.

Les différentes approches de valorisation mises en œuvre font ressortir une fourchette de valorisation de SBS entre **298M€** et **371M€**, avec une valeur centrale à **333M€** (correspondant à la valeur centrale du DCF).

La Valeur d'entreprise retenue (330 M€) se situe en milieu de fourchette de la méthode des flux de trésorerie prévisionnels actualisés, méthode retenue à titre principal, car reflétant les perspectives de développement propres à l'entreprise, sur la base du plan d'affaires du management intégrant le plan stratégique et les restructurations en cours.

Elle est également dans la fourchette de valeurs issue de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers extériorisant une valeur d'entreprise de la Société comprise entre **297,5 M€** et **371 M€**.

Sur cette base, la Valeur d'entreprise de SBS retenue dans la SPA pour la détermination du Prix de cession de base, soit 330M€, nous paraît représentative à la valeur d'entreprise intrinsèque de SOPRA BANKING SOFTWARE, corroborée par les comparables boursiers.

6. Conséquences de l'Opération pour la Société

Selon le communiqué de presse d'AXWAY du 21 février 2024 :

« Cette acquisition s'inscrirait parfaitement dans la feuille de route stratégique à moyen terme d'Axway, telle que décrite par la société au cours des dernières années, et donnerait naissance à un nouvel éditeur de taille critique dans le domaine des logiciels d'entreprise.

[...]

l'acquisition d'une part significative des activités logicielles de SBS constituerait une opportunité unique pour Axway d'élargir son portefeuille de produits et de poursuivre son développement en capitalisant sur ses performances récentes. SBS, acteur reconnu dans le domaine des solutions bancaires et de financement, bénéficierait de l'envergure et de l'expérience d'une structure logicielle internationale ayant déjà opéré sa transition vers un modèle d'affaires basé sur la souscription.

[...]

Si l'opération aboutissait, elle donnerait naissance à un nouvel éditeur de taille critique sur les marchés du logiciel d'entreprise, capable d'adresser aussi bien les besoins d'applicatif bancaire que d'intégration, avec une puissance et une visibilité accrues grâce à l'expertise d'environ 5 000 collaborateurs dans le monde.

Le périmètre des activités SBS concerné par l'opération a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 340 M€ en 2023, soit environ 80 % du chiffre d'affaires total de la filiale. L'entité combinée atteindrait un chiffre d'affaires de l'ordre de 650 M€, bien supérieur à l'ambition à moyen terme d'Axway, qui ferait plus que doubler son chiffre d'affaires actuel. »

Au plan financier, nous comprenons que les trois indicateurs suivis par AXWAY sont le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel d'activité (ROA) et le cash-flow opérationnel.

En termes de chiffre d'affaires, l'acquisition permet à AXWAY de réaliser ses objectifs stratégiques avec un chiffre d'affaires 2023 combiné de l'ordre de 650 M€, tout en diversifiant son risque opérationnel avec un secteur sur lequel elle n'est pas présente actuellement.

Concernant le ROA et le cash-flow opérationnel, à ce stade, la société n'a pas réalisé d'analyses de dilution / relation. En revanche, son management a élaboré un plan d'affaires combiné intégrant des « efficacités opérationnelles » attendues, ainsi que les coûts de mises en œuvre associés. Nous avons procédé à des simulations d'impact de l'acquisition sur le ROA et le cash-flow opérationnel par action selon différentes hypothèses notamment en termes de nombre d'actions créées.

Compte tenu des moindres marges opérationnelles observées sur SBS, la marge opérationnelle de l'entité combinée est dégradée sur les prochaines années, pour revenir à un niveau proche de celui d'AXWAY *standalone* à la fin du plan d'affaires (i.e en 2028).

Sur la base des prévisions du management et de nos analyses, l'opération est dilutive en termes de ROA par action et de cash-flow opérationnel par action en 2024, en raison notamment des coûts de restructuration estimés.

Globalement, ces agrégats unitaires s'améliorent progressivement, pour devenir relatifs entre 2025 et 2027 selon les hypothèses considérées.

En complément, nous avons également simulé le bénéfice net par action, qui prend en compte l'impact des modalités de financement de l'acquisition et se trouve relatif à compter de l'exercice 2027.

7. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération

La présente Opération consiste en l'acquisition, par AXWAY, de l'ensemble des titres de la société SBS.

Le prix de cession est structuré en (i) une Valeur d'entreprise, fixée à 330 M€, et (ii) des ajustements précisément définis permettant de déterminer le prix de cession de base (*Initial Purchase Price*). Ces ajustements qui portent sur la prise en compte de la situation d'endettement de SBS, des autres ajustements et un ajustement de BFR seront calculés à la date de réalisation de l'Opération pour déterminer le prix de cession définitif à cette date (*Final Purchase Price*).

- (i) La Valeur d'entreprise retenue de 330 M€ ressort dans la fourchette des valeurs obtenues par la mise en œuvre de notre approche d'évaluation multicritères de SBS (soit entre 297,5M€ et 371M€) et se trouve très proche de la valeur centrale du critère du DCF représentatif de la valeur intrinsèque des activités acquises.
- (ii) Le montant des ajustements qui viendra impacter le prix de cession de base ne sera connu qu'à la date de l'Opération. Néanmoins, il convient de relever que ces ajustements sont précisément définis, usuels et justifiés dans leur principe et basés sur les données comptables représentatives de leur valeur à la date de l'Opération.

En conséquence, le prix proposé correspond au milieu de fourchette de notre évaluation de la valeur d'entreprise et intègre la valeur à la date de la cession des autres composantes du patrimoine de SBS.

Par ailleurs, si le niveau de marge actuel de SBS est inférieur à celui d'AXWAY et l'opération génératrice de coûts de restructuration dans un premier temps, nous observons qu'elle s'inscrit dans la mise en œuvre de la stratégie de développement d'AXWAY et devrait progressivement devenir relative sur le résultat opérationnel des activités, le cash-flow opérationnel et le bénéfice par action sur la base du plan d'affaires combiné du management.

En conclusion, sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, les conditions financières de l'Opération telles que prévues dans le projet de *Share Purchase Agreement* du 13 mai 2024 joint en annexe de notre rapport à destination du conseil d'administration, nous paraissent équitables d'un point de vue financier pour AXWAY et ses actionnaires.

Fait à Paris le 24 mai 2024

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Lucas ROBIN
Associé



Olivier PERONNET
Associé

Annexe 1 - Présentation du cabinet FINEXSI et de son intervention

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée
aout-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 110 K€, hors taxes, frais et débours

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et de ses modalités et acceptation de la mission ;
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission ;
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables ;
- 4 - Appréciation du contexte de l'Opération :
 - Compréhension du processus conduisant à la réalisation de l'Opération : échange avec le Management et ses conseils ;
 - Prise de connaissance du marché et de l'activité de la Société à l'aide d'analyses sectorielles ;
- 5 - Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, en particulier :
 - Projet de SPA
 - Three - Non binding agreement GMT
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de SOPRA BANKING SOFTWARE et AXWAY ;
- 7 – Elaboration et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de SOPRA BANKING SOFTWARE incluant les étapes suivantes :
 - Echange avec le Management sur le plan d'affaires et les hypothèses clés ayant permis la modélisation des flux.
 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode des flux futurs actualisés (DCF)
 - Mise en œuvre des méthodes analogiques (comparables boursiers)

- Analyse des opportunités et risques relative à SOPRA BANKING SOFTWARE susceptibles d'avoir une incidence sur la valeur présentée sous la forme d'une matrice SWOT

8 – Choix motivé des critères d'évaluation retenus (à titre principal, secondaire ou indicatif) et exclus ;

9 – Communication au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc ;

10 – Analyse des éléments d'évaluation des banques conseils ;

11 - Revue indépendante ;

12 - Rédaction du rapport à destination du conseil d'administration de AXWAY portant sur le caractère équitable des conditions financières de la cession de l'entité SOPRA BANKING SOFTWARE à AXWAY.

Calendrier de l'étude :

8 février 2024	Première réunion avec le Management de SOPRA BANKING SOFTWARE sur la présentation de la Société, de son activité ainsi que la revue du plan d'affaires
8 février 2024	Réunion avec Monsieur DONOVAN sur sa vision du plan d'affaires et de la stratégie de SOPRA BANKING SOFTWARE
8 février 2024	Réunion de présentation des travaux de valorisation de la SOCIETE GENERALE, société conseil de SOPRA BANKING SOFTWARE
15 février 2024	Réunion de travail avec les équipes d'AXWAY
19 février 2024	1 ^{er} point d'étape avec le Comité ad hoc : présentation de nos travaux préliminaires de valorisation
19 février 2024	Echange sur les travaux de valorisation avec CREDIT AGRICOLE CIB société Conseil d'AXWAY
26 février 2024	2 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
4 mars 2024	3 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
25 mars 2024	4 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
22 avril 2024	5 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
2 mai 2024	Réunion de travail avec Mme C. ALLMACHER
6 mai 2024	6 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
6 mai 2024	Réunion avec M. Patrick DONOVAN et Mme C. ALLMACHER sur le plan d'affaires combiné et les conséquences de l'opération pour AXWAY
7 mai 2024	Réunion avec SOPRA STERIA GROUP (M. Etienne du VIGNAUX) et SBS (M. J. COURAULT) sur certains éléments de la VDD
13 au 15 mai 2024	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
15 mai 2024	Présentation de nos conclusions au Comité ad hoc
16 mai 2024	Obtention des lettres d'affirmation
16 mai 2024	Remise du rapport d'évaluation
24 mai 2024	Etablissement de la présente version publique du rapport d'évaluation

Liste des personnes rencontrées ou contactées :

AXWAY

- Monsieur Patrick DONOVAN, CEO
- Madame Cécile ALLMACHER, CFO
- Monsieur Franck KELOGLANIAN, Corporate Secretary

COMITE AD HOC

- Madame Emma FERNANDEZ, membre indépendante
- Monsieur Hervé DECHELETTE

SOPRA STERIA GROUP

- Monsieur Pierre PASQUIER, Président
- Monsieur Etienne du VIGNAUX, Group CFO

SOPRA GMT

- Madame Flora FARGES, Responsable financier

SOPRA BANKING SOFTWARE :

- Monsieur Eric BIERRY, CEO
- Monsieur Philippe BUISSON, Executive Vice -President, Corporate Secretary
- Monsieur Jérôme COURAULT, CFO

CREDIT AGRICOLE CIB, conseil d'AXWAY

- Benjamin MAUFRAS, Managing Director TMT
- Maxence DESARBRES, M&A Vice President TMT

SOCIETE GENERALE CIB, conseil de SOPRA STERIA GROUP

- Monsieur Michael NEBOT, Managing Director
- Monsieur Gatien POIRIER, Associate

Principales sources d'information utilisées :**Informations communiquées :**

- Présentation du projet THREE du CREDIT AGRICOLE CIB présentée au conseil d'administration du 21 février 2024 «2024 02 19 - P3_BoD Presentation »;
- Three - Non binding agreement GMT - SSG - AXWAY
- Projet de *Share Purchase Agreement* (SPA) du 13 mai 2024
- Annexes combinées de SOPRA BANKING SOFTWARE
- Plan d'affaires *standalone* de SOPRA BANKING SOFTWARE
- Plan d'affaires combine AXWAY et SOPRA BANKING SOFTWARE
- « Project Three - Financial VDD - Working Draft » - 2 mai 2024
- « Project Three - Information pack »
- « SBS Investors presentation EN - Dec 2023 »
- « Axway Presentation_december2023 »
- « 2023.12 Axway Valuation Modeling v1 - Audit Committee 2024.01 - SSG Version vF »
- Notes d'analyste SOPRA STERIA GROUP

Informations de marché :

- Comparables boursiers : Capital IQ, MERGERMARKET, EPSILON RESEARCH, rapports annuels et des sociétés comparables ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, EPSILON RESEARCH, BANQUE DE FRANCE.
- Etudes économique XERFI, « *Edition de logiciels* », Janvier 2024
- Etude Deloitte – “A Deloitte view of the asset finance software industry”

Base de données

- Capital IQ ;
- Merger Market
- EPSILON RESEARCH
- XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont été assistés de Madame Adeline BURNAND (Directrice Associée), Monsieur Saliou SYLLA (Senior Analyst) et Pierre-Alexandre RAVOIRE (Analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;

- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.