

CREALOGIX HOLDING AG

Rapport d'évaluation

15 NOVEMBRE 2023

Partager des valeurs - façonner l'avenir



TABLES DES MATIÈRES

Impression:

Les personnes suivantes de BDO ont participé à l'élaboration de cette évaluation et de ce rapport:

Marcel Jans

Associé
Responsable Corporate Finance Suisse
Tél. direct: +41 44 444 37 55
E-mail: marcel.jans@bdo.ch

Oliver Ambs

Directeur
Tél. direct: +41 44 444 37 52
E-mail: oliver.ambs@bdo.ch

Jiaming Li

Senior Manager
Tél. direct: +41 44 444 58 24
E-mail: jiaming.li@bdo.ch

| | | | |
|--|-----------|---|-----------|
| 1 Introduction | 3 | 5 Annexe | 24 |
| Offre de Vencora à tous les actionnaires publics de Crealogix | 4 | Analyse bêta - Echantillon | 25 |
| Notre engagement et nos sources d'information | 6 | Multiplés boursiers - Echantillon | 26 |
| Procédures de valorisation et actions prises en compte dans l'évaluation | 7 | Multiplés de transaction - transactions comparables dans le secteur | 27 |
| Approche, méthodes et procédures de valorisation | 8 | Bilans historiques | 28 |
| 2 A propos de Crealogix Holding AG | 9 | Comptes de résultats historiques | 29 |
| Les activités de Crealogix | 10 | Abréviations utilisées et définitions | 30 |
| Analyse historique des principales données financières | 11 | | |
| Business plan actuel établi | 12 | | |
| Analyse de la liquidité de l'action Crealogix | 13 | | |
| 3 Considérations relatives à la valorisation | 14 | | |
| Méthodes de valorisation | 15 | | |
| Détermination des coûts pondérés du capital | 16 | | |
| Résultat avec la méthode DCF | 17 | | |
| Analyse de sensibilité de la méthode DCF | 18 | | |
| Analyse du marché | 19 | | |
| Analyse du cours de l'action | 20 | | |
| Avis des analystes sur la valeur de l'action Crealogix | 21 | | |
| 4 Conclusion sur la valeur | 22 | | |
| Aperçu des résultats de l'évaluation | 23 | | |

SECTION 1

INTRODUCTION

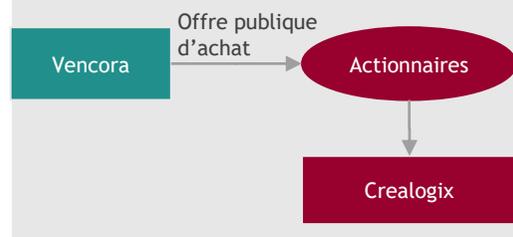
| Introduction | Page |
|--|-------------|
| Offre de Vencora à tous les actionnaires publics de Crealogix | 4 |
| Notre engagement et nos sources d'information | 6 |
| Procédures de valorisation et actions prises en compte dans l'évaluation | 7 |
| Approche, méthodes et procédures de valorisation | 8 |

OFFRE DE VENCORA À TOUS LES ACTIONNAIRES PUBLICS DE CREALOGIX

Vencora a l'intention de lancer une offre publique d'achat sur les actions de Crealogix détenues par le public (1/2)

Offre publique d'achat

- Vencora a l'intention de faire une offre publique d'achat pour toutes les actions nominatives de Crealogix Holding AG détenues par le public:



Source: BDO

| Nom | # de valeur | Ticker | Bourse |
|----------------------|-------------|--------|--------------------|
| Crealogix Holding AG | 1111570 | CLXN | SIX Swiss Exchange |

Source: SIX Swiss Exchange

Situation initiale et offre publique d'achat

- Vencora UK Limited («Vencora») est une société constituée en vertu des lois de l'Angleterre, Royaume-Uni, dont le siège social est situé à Halifax, Angleterre, Royaume-Uni. Vencora est entièrement détenue par Volaris Group Inc. («Volaris Group»), une société de droit canadien. Volaris Group est elle-même une filiale à 100% de Constellation Software Inc, une société canadienne cotée à la Bourse de Toronto (symbole: CSU).
- Selon l'annonce préalable du 15 novembre 2023, Vencora a l'intention de faire une offre publique d'achat sur toutes les actions nominatives («Namenaktien») de Crealogix Holding AG («Crealogix») détenues par le public, d'une valeur nominale de CHF 8 chacune (l'Offre).
- Crealogix est une société anonyme de droit suisse dont le siège se trouve à Zurich, en Suisse. La société a été fondée en 1996. Les actions de Crealogix sont cotées au SIX Swiss Exchange («SIX») depuis septembre 2000 sous le symbole «CLXN».
- Selon l'annonce préalable, l'offre pour toutes les actions de Crealogix détenues par le public consiste en une offre en espèces de CHF 60 par action nominative de Crealogix.
- Nous comprenons que le 19 octobre 2023, Vencora a conclu un accord d'achat d'actions avec certains actionnaires avant l'annonce préalable pour l'acquisition de 725'746 actions de Crealogix, correspondant à 51.66% du capital social de Crealogix inscrit au registre du commerce à la date de l'annonce préalable.

Cadre juridique du présent rapport d'évaluation

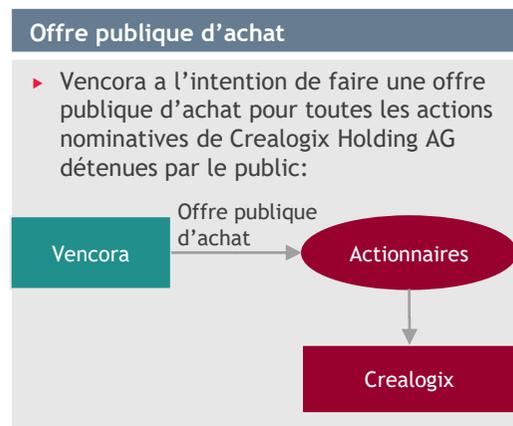
- La Circulaire n° 2 de la Commission des OPA («COPA») fixe les dispositions relatives à la liquidité d'un titre de participation au sens du droit suisse des OPA («Circulaire n° 2»):¹
 - Un titre faisant partie du Swiss Leader Index («SLI») de SIX est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4 de l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers («OIMF-FINMA»);²
 - Un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float).
- Les actions de Crealogix ne sont pas incluses dans le SLI et sont considérées comme illiquides conformément aux dispositions de la Circulaire n° 2. Au cours de la période pertinente des 12 mois complets précédant la publication de l'annonce préalable (du 1^{er} novembre 2022 au 31 octobre 2023), le volume de transactions des actions de Crealogix a été inférieur au seuil de liquidité de 0,04% du flottant pendant 11 mois sur 12 (l'analyse est présentée au chapitre 2 du présent rapport d'évaluation).

1) Circulaire COPA n° 2 «Liquidité au sens du droit des offres publiques d'acquisition» du 26 février 2010 (état au 1^{er} janvier 2016)

2) Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF-FINMA), du 3 décembre 2015

OFFRE DE VENCORA À TOUS LES ACTIONNAIRES PUBLICS DE CREALOGIX

Vencora a l'intention de lancer une offre publique d'achat sur les actions de Crealogix détenues par le public (2/2)



Source: BDO

- ▶ Comme les actions de Crealogix sont considérées comme non liquides avant la publication de l'annonce préalable, l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA exige que l'organe de contrôle procède à leur évaluation afin de déterminer le prix minimum d'une action nominative de Crealogix.
- ▶ Le rapport de l'organe de contrôle décrit les méthodes et les bases d'évaluation et justifie si et dans quelle mesure il faut se référer au cours de la bourse ou à la valeur de l'entreprise lors de la détermination du prix minimum. Aucune analyse n'a été faite concernant l'acquisition d'actions auprès des actionnaires vendeurs par Vencora avant l'annonce préalable.

| Nom | # de valeur | Ticker | Bourse |
|----------------------|-------------|--------|--------------------|
| Crealogix Holding AG | 1111570 | CLXN | SIX Swiss Exchange |

Source: SIX Swiss Exchange

NOTRE ENGAGEMENT ET NOS SOURCES D'INFORMATION

Notre évaluation est basée sur les informations fournies par Crealogix, Vencora et les informations publiquement disponibles

Cadre

- ▶ BDO élabore une évaluation indépendante visant à déterminer le prix minimum de toutes les actions nominatives de Crealogix détenues par le public dans le cadre de la publication de l'offre publique d'achat par Vencora.

Principaux documents

Rapports financiers

- ▶ Rapport annuel consolidé vérifié du 30 juin 2023 (exercice 2022/23)
- ▶ Rapport annuel consolidé vérifié du 30 juin 2022 (exercice 2021/22)

Business plan

- ▶ Business plan de la direction avec compte de résultat et bilan prévisionnels au niveau des divisions de marché et sur une base consolidée pour les exercices 2023/24 à 2025/26
- ▶ Planification par la direction des indicateurs de performance clés pour les exercices 2026/2027 et 2027/2028

Données sur les marchés financiers

- ▶ S&P Capital IQ, SIX, KROLL, Mergermarket

Informations complémentaires

- ▶ Informations accessibles au public
- ▶ Etudes de marché
- ▶ Discussions avec la direction

Mission de BDO

- ▶ Sur la base de la situation initiale présentée, Vencora a engagé BDO SA, Zurich («BDO» ou «nous») pour procéder à une évaluation indépendante des actions nominatives de Crealogix. Les détails de notre mission sont définis dans la lettre de mission datée du 30 août 2023.
- ▶ La date d'évaluation est le 15 novembre 2023, dernier jour de cotation de l'action de Crealogix avant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat portant sur toutes les actions nominatives de Crealogix détenues par le public.
- ▶ Le rapport d'évaluation présenté ici ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre de Vencora. Le rapport d'évaluation ne contient aucune évaluation des effets que l'acceptation ou le refus de l'offre pourrait avoir, ni aucune déclaration sur la valeur future d'une action de Crealogix et sur le prix auquel les actions de Crealogix non apportées à l'offre de Vencora pourront être négociées à l'avenir.
- ▶ Le rapport d'évaluation sera rendu public.

Sources d'information

- ▶ L'évaluation est basée sur des données financières historiques ainsi que sur des données financières prévisionnelles qui nous ont été fournies par la direction de Crealogix et sur d'autres données et informations de Crealogix publiquement disponibles sur le site web de l'entreprise. Une vue d'ensemble des principaux documents et informations reçus est présentée dans le tableau ci-contre.
- ▶ Nous avons eu l'occasion de poser des questions à la direction de Crealogix et de discuter des informations reçues et des principaux apports pour le développement futur prévu.
- ▶ Notre évaluation repose en grande partie sur les informations fournies par la direction de Crealogix. Notre responsabilité se limite donc à l'analyse et à l'évaluation minutieuses et professionnelles des informations qui nous ont été fournies. Nous n'avons pas effectué de révision ou de diligence raisonnable en vertu du droit des sociétés anonymes.
- ▶ Les informations et les critères figurant dans le présent document sont fondés sur l'environnement commercial, économique et de marché actuels au moment de la rédaction du rapport, à la date du 15 novembre 2023. Des circonstances ultérieures peuvent avoir une incidence sur les informations ayant servi de base à notre analyse. BDO n'est pas tenue de mettre à jour, de vérifier ou de confirmer ultérieurement les informations contenues dans le présent document.

PROCÉDURES DE VALORISATION ET ACTIONS PRISES EN COMPTE DANS L'ÉVALUATION

L'évaluation par action est basée sur le nombre total de 1'401'253 actions en circulation entièrement diluées, à l'exclusion des actions propres, à la date d'évaluation

| Actions prises en compte dans l'évaluation | |
|---|------------------|
| Nombre d'actions | # |
| Actions émises | 1'404'742 |
| ./. Actions de trésorerie | -3'489 |
| Actions en circulation (donnant droit à un dividende, pertinentes pour l'évaluation) | 1'401'253 |

Source: Crealogix Holding AG, BDO

Procédures de valorisation

- ▶ Comme analysé en détail au chapitre 2 (page 13), les actions de Crealogix sont considérées comme illiquides au sens de l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA. En raison de ce manque de liquidité, la valeur d'une action de Crealogix ne peut être dérivée directement du prix de négociation de l'action. Le faible volume de transactions peut fausser le prix de l'action car toutes les informations actuelles et pertinentes pour le prix ne sont pas reflétées de manière adéquate dans le prix de l'action. Pour l'évaluation des actions de Crealogix, nous avons procédé comme suit:
 - Obtention et analyse des informations pertinentes
 - Interviews et questions écrites à la direction de Crealogix
 - Etude de marché sur le secteur (analyse de marché, analyse d'entreprises comparables et détermination d'un échantillon)
 - Evaluation des actions de Crealogix sur la base de méthodes de valorisation appropriées et acceptées à la date d'évaluation
 - Evaluation globale par BDO (conclusion sur la valeur)
- ▶ L'évaluation a été rédigée du point de vue de tous les actionnaires publics de Crealogix. Aucun effet fiscal ou autre résultant de l'acceptation de l'offre par les actionnaires n'a été pris en compte, en raison des nombreuses exigences individuelles des actionnaires.

Nombre d'actions prises en compte dans l'évaluation

- ▶ A la date d'évaluation, le capital social se composait de 1'404'742 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 8 chacune. L'entreprise détenait 3'489 actions propres qui ne sont pas prises en compte dans notre analyse. Le nombre d'actions nominatives en circulation correspond donc à 1'401'253 actions nominatives donnant droit à un dividende. A la date d'évaluation, Crealogix n'a émis aucun bon de jouissance.
- ▶ En novembre 2019, un capital-actions conditionnel de 300'000 actions nominatives a été introduit dans les statuts de Crealogix afin d'être utilisé dans le cadre de l'émission d'emprunts convertibles, d'obligations à option ou d'autres instruments du marché financier. A la date d'évaluation, selon les informations reçues de Crealogix 293'066 actions nominatives étaient encore disponibles pour être émises dans le cadre du capital-actions conditionnel. Les statuts actuels de Crealogix, datés du 25 octobre 2023, font également état de 293'066 actions nominatives pouvant encore être émises.
- ▶ Le 6 novembre 2019, Crealogix a émis un emprunt convertible d'une valeur nominale de CHF 25 millions, d'une durée de 5 ans et d'un prix de placement de 100%. Le coupon a été fixé à 1,5% et le prix de conversion à CHF 125.
- ▶ Le 25 octobre 2023, l'assemblée générale a décidé d'annuler le capital autorisé et d'introduire une fourchette de capital, selon laquelle un maximum de 500 000 actions nominatives peuvent être émises et un maximum de 702 371 actions nominatives peuvent être annulées.

APPROCHE, MÉTHODES ET PROCÉDURES DE VALORISATION

Différentes méthodes de valorisation ont été utilisées

Méthodes de valorisation et indicateurs de valeur

Approche par les revenus

- ▶ Méthode Discounted Cash Flow (DCF)

Approche de marché

- ▶ Multiples boursiers
- ▶ Multiples de transaction

Analyse du cours de l'action Crealogix

- ▶ Estimations des analystes boursiers (ZKB)
- ▶ Analyse du cours de l'action sur les 12 derniers mois avant l'annonce préalable
- ▶ Analyse du CMPV (60 jours) de l'action sur les 12 derniers mois complets précédant l'annonce préalable

Approche de valorisation

- ▶ Pour Crealogix, le prix minimum par action nominative en circulation est déterminé à la date d'évaluation du 15 novembre 2023, dernier jour de cotation de l'action Crealogix avant la publication de l'annonce préalable à l'offre publique d'achat portant sur toutes les actions nominatives de Crealogix détenues par le public. La valeur par action a été déterminée en supposant que Crealogix poursuivrait ses activités dans le cadre de la structure de propriété actuelle.
- ▶ L'évaluation est basée sur le modèle d'entreprise actuel et l'orientation opérationnelle actuelle de Crealogix. Les effets des acquisitions futures et les synergies éventuelles qui pourraient être réalisées grâce à la coopération avec les investisseurs n'ont pas été pris en compte. Notre travail est donc basé sur une vision «indépendante».

Méthodes et procédures de valorisation

- ▶ Il est généralement admis que la cotation en bourse d'une société est une indication suffisante de la valeur d'une action ou de la valeur d'une société. Cela suppose toutefois que les transactions soient suffisamment liquides, c'est-à-dire qu'un nombre suffisamment élevé d'actions de la société soit régulièrement échangé. Le critère permettant de déterminer si le négoce d'une action est suffisamment liquide ou non est défini dans la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA. Comme le montre le chapitre suivant «Considérations relatives à la valorisation», la négociation des actions de Crealogix n'est pas suffisamment liquide. Par conséquent, le prix du marché boursier ne peut servir de base au prix minimum. C'est pourquoi, pour déterminer la juste valeur d'une action de Crealogix, des méthodes d'évaluation alternatives, telles que décrites dans le tableau ci-contre, sont utilisées.
- ▶ La valeur de Crealogix et la valeur résultante par action nominative de Crealogix ont été déterminées principalement sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés («méthode DCF»). Dans le cadre de cette analyse, des analyses de sensibilité ont également été réalisées en procédant à des ajustements de divers facteurs de valeur pertinents.
- ▶ Pour vérifier la plausibilité des résultats obtenus avec cette méthode, d'autres méthodes d'évaluation ont été utilisées, telles que l'analyse d'entreprises comparables (analyse de l'échantillon - multiples boursiers) et de transactions historiques comparables dans le secteur.
- ▶ L'évolution historique des prix payés par action et le volume des transactions à la SIX ont également été analysés, outre l'analyse de la liquidité de l'action conformément à la Circulaire n° 2 de la COPA.
- ▶ Des informations détaillées sur la sélection des méthodes et les résultats correspondants sont disponibles au chapitre 3.

SECTION 2

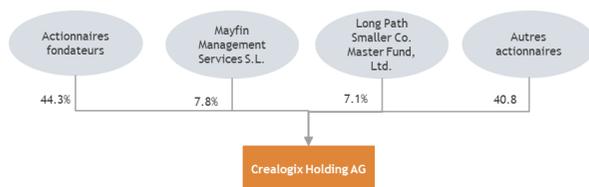
A PROPOS DE CREALOGIX HOLDING AG

| A propos de Crealogix Holding AG | Page |
|--|-------------|
| Les activités de Crealogix | 10 |
| Analyse historique des principales données financières | 11 |
| Business plan actuel établi | 12 |
| Analyse de la liquidité de l'action Crealogix | 13 |

LES ACTIVITÉS DE CREALOGIX

Crealogix propose des solutions informatiques aux institutions financières

Structure de l'actionariat



Profil de Crealogix

| | |
|------------------------------|----------------|
| Date de création | 1996 |
| Introduction en bourse (SIX) | 2000 |
| Siège social | Zurich |
| Norme comptable | SWISS GAAP FER |
| Organe de révision | PWC SA |

Chiffres clés du groupe

| en millions de CHF | 20/21 | 21/22 | 22/23 |
|--|-------|--------|--------|
| Chiffre d'affaires net | 109.3 | 94.0 | 81.4 |
| Croissance du chiffre d'affaires en CHF en glissement annuel | 5.4% | -14.0% | -13.4% |
| Croissance du chiffre d'affaires hors SLH | 6.4% | -12.5% | -2.8% |
| EBITDA publié | 3.3 | -9.3 | 8.9 |
| Marge d'EBITDA publiée | 3.0% | -9.8% | 10.9% |
| EBIT publié | -3.5 | -15.9 | 2.4 |
| Marge d'EBIT publiée | -3.2% | -16.9% | 3.0% |
| Nombre de salariés à temps plein | 631 | 524 | 383 |

Source: Rapport annuel Crealogix, analyse BDO

Aperçu

- ▶ Crealogix et ses filiales fournissent des solutions logicielles de banque numérique. L'entreprise propose Crealogix Digital Hub, une plateforme d'engagement numérique qui permet d'accélérer la digitalisation des produits et des services, Crealogix Conversational AI, qui offre une interaction client de nouvelle génération pour les institutions financières, et Crealogix Funding Portal, un portail de financement numérique intégré qui permet de numériser le processus de financement, de la demande au versement. Elle propose également des solutions d'hébergement et des services de centres de données. L'entreprise couvre les secteurs de la gestion de patrimoine, de la banque de détail, de la banque d'entreprise, de la banque des PME et du secteur public.
- ▶ Basée en Suisse, à Zurich, avec des bureaux principaux en Allemagne, en Espagne et à Singapour, Crealogix a pour principaux secteurs d'activité la Suisse (31,7%) et l'Europe (44,5%). Le reste du monde représente au total 23,8% provenant principalement des activités réalisées au Moyen-Orient et en Asie. Une des deux entreprises locales au Royaume-Uni a été liquidée en 2023, l'entreprise en Autriche est actuellement en cours de liquidation.
- ▶ Le chiffre d'affaires net de Crealogix est composé de revenus récurrents et non récurrents et organisé selon les catégories suivantes:
 - Recettes récurrentes
 - Hébergement et logiciel en tant que service (Software as a Service, SaaS)
 - Maintenance
 - Recettes non récurrentes
 - Ventes de services
 - Ventes de marchandises
 - Ventes de licences
- ▶ Le 17 août 2022, Crealogix a vendu une participation de 67% dans Swiss Learning Hub AG («SLH»). La société a été déconsolidée pour le dernier exercice 2022/23. Le produit de la vente de SLH, soit environ CHF 7.5 millions, est comptabilisé dans le compte de résultat de l'exercice 2022/23 au niveau de l'EBITDA, ce qui a entraîné une hausse de l'EBITDA publié à hauteur du même montant. SLH a déclaré pour l'exercice 2021/22 un chiffre d'affaires de CHF 8.2 millions; au moment de la cession en août 2022, l'entreprise avait réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 0.6 million.
- ▶ Les ventes de Crealogix ont baissé, passant de CHF 109.3 millions pour l'exercice 2020/21 à CHF 81.4 millions pour l'exercice 2022/23, ce qui correspond à une diminution de 13,4%. Selon les états financiers, les ventes en monnaies locales et hors SLH n'ont diminué que de 2,8% entre l'exercice 2021/22 et l'exercice 2022/23.

ANALYSE HISTORIQUE DES PRINCIPALES DONNÉES FINANCIÈRES

Crealogix a connu une baisse des ventes au cours des trois derniers exercices et la part des recettes récurrentes a diminué entre les exercices 2021/22 et 2022/23

Exercice 2022/2023 de Crealogix

| en millions de CHF | 20/21 | 21/22 | 22/23 |
|---|-------|--------|--------|
| Ventes nettes de biens et services | 109.3 | 94.0 | 81.4 |
| Croissance du chiffre d'affaires en CHF | 5.4% | -14.0% | -13.4% |
| Croissance du chiffre d'affaires en monnaies locales hors SLH (22/23) | 6.4% | -12.5% | -2.8% |
| EBITDA publié | 3.3 | -9.3 | 8.9 |
| EBITDA ajusté | 3.3 | -9.3 | 1.4 |

Ventes nettes par catégorie en % des ventes nettes totales

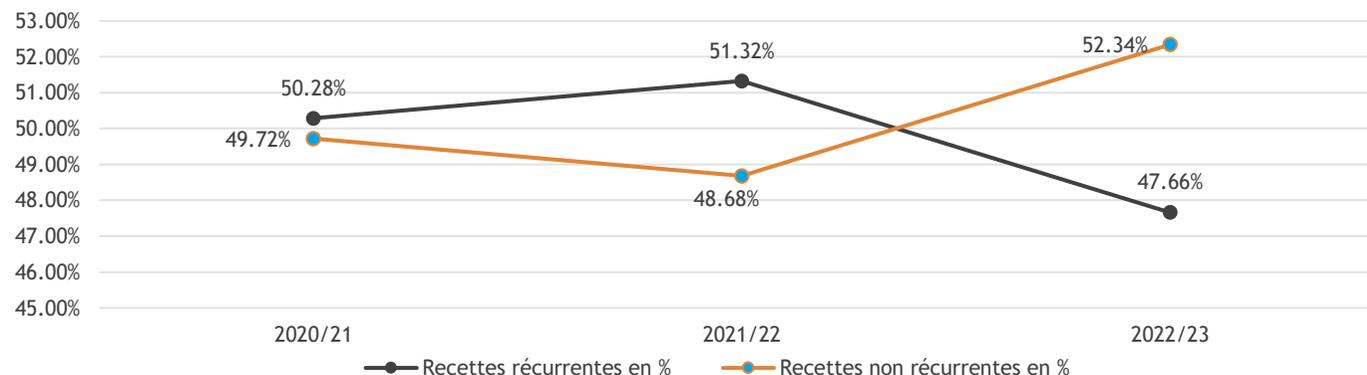
| Catégories | 20/21 | 21/22 | 22/23 |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| Hébergement et services SaaS | 27.32% | 27.81% | 24.71% |
| Maintenance | 22.96% | 23.49% | 22.95% |
| Recettes récurrentes | 50.28% | 51.30% | 47.66% |
| Ventes de services | 33.27% | 34.41% | 29.85% |
| Ventes de biens | 6.60% | 4.36% | 1.86% |
| Ventes de licences | 9.86% | 9.93% | 20.63% |
| Recettes non récurrentes | 49.72% | 48.70% | 52.34% |

Source: Rapport annuel Crealogix, BDO

Commentaires sur la marche des affaires

- ▶ Crealogix a réussi à améliorer sa rentabilité grâce à des mesures de réduction des coûts, à des gains provenant de fusions et d'acquisitions et à des cessions. Le total des frais de personnel a diminué de 21,4% entre l'exercice 2021/22 et l'exercice 2022/23 et le nombre de salariés à temps plein a été ramené de 524 à 383. SLH comptait environ 44 équivalents temps plein à la date de la vente en août 2022
- ▶ En ce qui concerne la rentabilité de Crealogix, la marge d'EBITDA publiée est passée de -9,8% à 10,9% entre l'exercice 2021/22 et l'exercice 2022/23. La marge d'EBITDA ajustée, hors produit de la vente de SLH, est de 1,7%.
- ▶ Si l'on exclut le produit de la vente de la participation de 67% dans SLH, l'EBITDA ajusté s'élève à CHF 1.4 million et une marge EBITDA opérationnelle de 1,7%.
- ▶ La part des recettes récurrentes dans le chiffre d'affaires net total a diminué, passant de 50,28% au cours de l'exercice 2020/21 à 47,66% au cours de l'exercice 2022/23. Au cours de la même période, les recettes non récurrentes ont augmenté de 49,72% à 52,34%. La diminution des recettes récurrentes s'explique par la baisse d'environ 4% de la part des services d'hébergement et des services SaaS entre les exercices 2021/22 et 2022/23. L'augmentation des recettes non récurrentes est due à une progression des ventes de licences d'environ 11% au cours de la même période.

Ventes nettes par catégorie en % des ventes nettes totales



Source: Direction, BDO

BUSINESS PLAN ACTUEL ÉTABLI

La direction a établi le business plan jusqu'à l'exercice 2025/26 et hypothèses pour les exercices 2026/27 à 2027/28

Hypothèses du business plan

| Chiffre clés business plan actuel établi | FY2023/24 à FY2027/28 | |
|--|-----------------------|--------|
| Croissance du chiffre d'affaires | TCAC | 3.79% |
| Marge d'EBITDA | Moyenne | 13.82% |
| Capex par rapport au chiffre d'affaires | Moyenne | 1.91% |
| Fonds de roulement par rapport au chiffre d'affaires | Moyenne | -2.33% |
| Rapport entre les recettes récurrentes et les recettes non récurrentes ¹⁾ | Moyenne | 94.05% |

Aucun changement majeur dans la catégorie des ventes n'est prévu au cours de la période de planification.

¹⁾ planification détaillée pour la période allant de FY2023/24 à FY2025/26 uniquement

Source: Direction, BDO

Elaboration du business plan

- ▶ La direction de Crealogix a préparé un plan d'affaires selon les Swiss GAAP RPC avec une période de planification de 3 ans couvrant FY2023/2024 à FY2025/2026 («plan d'affaires»). Le plan d'affaires a été préparé par la direction entre mai et août 2023 et finalisé sur la base des résultats préliminaires non audités de FY2022/2023 en cours au 31 août 2023. Le plan d'affaires a été approuvé par le conseil d'administration lors de sa réunion ordinaire du 7 septembre 2023. Les chiffres non vérifiés au 31 août 2023 ne diffèrent pas des chiffres vérifiés publiés au 14 septembre 2023. Par conséquent, le plan d'entreprise au 31 août 2023, approuvé par le conseil d'administration le 7 septembre 2023, tient compte des chiffres réels pour FY2022/2023.
- ▶ Le plan d'affaires pour FY2023/2024 a été élaboré à partir des estimations de la direction pour les catégories de revenus. Les coûts des ventes sont planifiés de manière ascendante en fonction des différents types de coûts. Les frais de personnel sont planifiés de manière granulaire au niveau des équivalents temps plein individuels. Les autres coûts opérationnels sont basés sur des estimations descendantes. Les charges financières, les impôts, les dépenses d'investissement («Capex») et le fonds de roulement net («NWC») sont planifiés de manière descendante.
- ▶ La planification à moyen terme des recettes pour les FY2024/2025 et FY2025/2026 est basée sur des estimations de gestion ascendantes. Tous les coûts des ventes, dépenses personnelles et autres coûts d'exploitation sont estimés de manière descendante sur la base d'une évolution de la marge. Les impôts, les dépenses d'investissement et le fonds de roulement net sont planifiés de manière descendante.
- ▶ Le business plan est structuré comme suit:
 - Prévisions de vente par catégorie de vente
 - Prévisions consolidées du groupe
 - Ajustements pour les éléments non récurrents ayant un impact sur l'EBITDA pour FY2021/22 à FY2022/2023
 - Investissements et amortissements au niveau du groupe, y compris l'amortissement du goodwill résultant des acquisitions
 - Plan de fonds de roulement au niveau du groupe. Les prévisions relatives au fonds de roulement ont été ajustées par nos soins afin d'inclure d'autres éléments du fonds de roulement.
- ▶ Pour les FY2026/2027 à FY2027/2028, la direction a préparé une planification avec des hypothèses pour les indicateurs clés de performance tels que la croissance du chiffre d'affaires, l'EBITDA et les dépenses d'investissement
- ▶ Un résumé du business plan établi par la direction est présenté dans le tableau ci-contre.

ANALYSE DE LA LIQUIDITÉ DE L'ACTION CREALOGIX

Selon la Circulaire n° 2 de la COPA, l'action Crealogix ne peut être considérée comme liquide

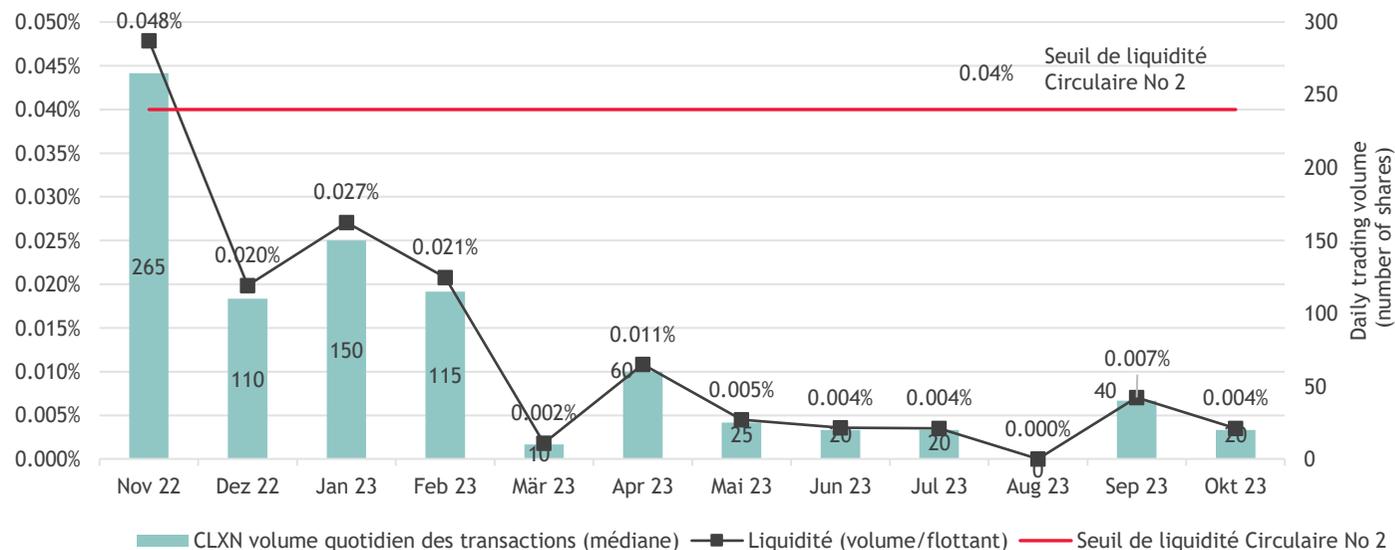
Analyse et conclusion

- ▶ Notre analyse a montré qu'au cours de la période pertinente précédant l'annonce préalable de l'Offre (du 1^{er} novembre 2022 au 30 octobre 2023), la médiane mensuelle du volume quotidien de transactions des actions de Crealogix n'a été supérieure au seuil requis de 0,04% que durant 1 mois sur 12.
- ▶ Par conséquent, les actions de Crealogix ne sont pas liquides au sens de la définition de la COPA (Circulaire n° 2).
- ▶ Le faible volume de transactions implique que le prix de l'action peut être faussé, car il ne reflète pas directement toutes les informations actuelles et pertinentes pour le prix.

Volume des transactions et liquidité des actions de Crealogix dans le cadre de la Circulaire n° 2 de la COPA

- ▶ Selon la Circulaire n° 2 de la COPA, une action d'une société non comprise dans le SLI est considérée comme liquide si la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float) pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable.
- ▶ Dans le graphique ci-dessous, le seuil de liquidité requis de 0,04% est indiqué par la ligne rouge. Le graphique montre la médiane mensuelle du volume quotidien de transactions des actions de Crealogix sur la période d'observation pertinente des 12 mois allant du 1^{er} novembre 2022 au 31 octobre 2023. On observe que le seuil de liquidité n'est atteint qu'en novembre 2022.

Liquidité et volume de transactions des actions de Crealogix de novembre 2022 à octobre 2023



Source: S&P Capital IQ, SIX, analyse BDO

- A partir du 15 juin 2023, le capital-actions a augmenté de 6'400 nouvelles actions nominatives en raison de la conversion de l'emprunt convertible.

SECTION 3

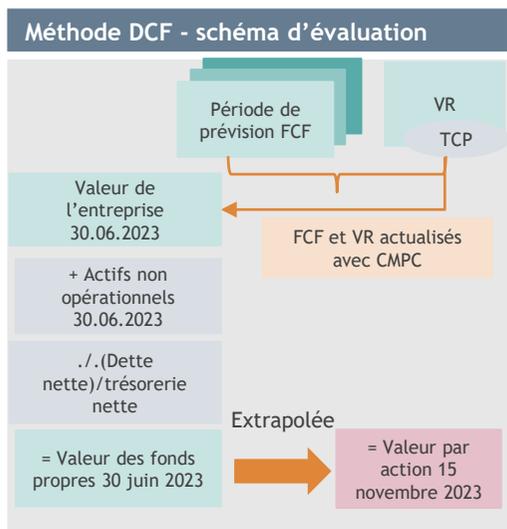
CONSIDÉRATIONS RELATIVES À LA VALORISATION

| Considérations relatives à la valorisation | Page |
|--|-------------|
| Méthodes de valorisation | 15 |
| Détermination des coûts pondérés du capital | 16 |
| Résultat avec la méthode DCF | 17 |
| Analyse de sensibilité de la méthode DCF | 18 |
| Analyse du marché | 19 |
| Analyse du cours de l'action | 20 |
| Avis des analystes sur la valeur de l'action Crealogix | 21 |

MÉTHODES DE VALORISATION

La méthode DCF a été appliquée comme méthode d'évaluation principale sur la base du business plan fourni par la direction et d'une analyse complémentaire du marché et des scénarios

| Approches d'évaluation | | |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| Méthodes par les revenus | Méthodes de marché | Méthodes patrimoniales |
| Méthode DCF | Multiplés boursiers | Valeur liquidative |
| Revenus | Multiplés de transaction | Coût de remplacement |
| Méthode principale | | |
| Méthode complémentaire | | |
| Non appliquées | | |



Source: BDO

Approches d'évaluation

- ▶ Lors de l'évaluation d'une entreprise, une distinction générale peut être faite entre les méthodes fondées sur les revenus, les méthodes fondées sur le marché et les méthodes fondées sur les coûts (méthodes patrimoniales).
 - Selon les **méthodes d'évaluation par les revenus**, une entreprise est évaluée sur la base des flux de trésorerie ou de revenus qu'elle devrait générer à l'avenir.
 - Dans le cadre des **méthodes de marché**, la valeur est déterminée sur la base du point de vue des acteurs du marché. Les multiplés boursiers montrent comment des sociétés cotées similaires (échantillon) sont évaluées par le marché boursier en tant que multiple d'un indicateur clé de performance («ICP»), tel que le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou l'EBIT. Les multiplés de transaction indiquent ce que des tiers ont effectivement payé pour des entreprises comparables dans le passé, sous forme de multiple d'un indicateur clé de performance, tel que le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou l'EBIT.
 - Dans le cadre des **méthodes patrimoniales**, basées sur le coût, les valeurs sont calculées en partant du principe qu'un investisseur prudent ne paiera pas plus pour un actif ou une entreprise que le coût de son remplacement par un actif ou une entreprise nouveaux, identiques ou similaires. Les méthodes patrimoniales ne sont généralement utilisées que dans des circonstances spécifiques.

La méthode DCF comme principale approche et les méthodes de marché comme seconde approche

- ▶ La méthode DCF repose sur l'approche théorique selon laquelle le revenu net attendu par l'investisseur est actualisé en fonction de la valeur temps de l'argent et du risque lors de la détermination de la valeur de l'entreprise. Dans la pratique, les futurs flux de trésorerie disponibles (free cash flow, FCF) sont actualisés à la valeur actuelle à l'aide d'un taux d'actualisation adapté au risque.
- ▶ La méthode DCF est basée sur le business plan actuel de la direction couvrant les FY2023/2024 à FY2025/2026. Le FCF est basé sur le flux de trésorerie d'exploitation après impôts (avant coûts de financement) moins les investissements en actifs fixes et courants. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital (CMPC), qui est calculé à partir du coût des capitaux propres et du coût de la dette moins les impôts, en fonction d'une structure de capital à long terme déterminée. Après la période de prévision détaillée, une valeur résiduelle (VR) est calculée sur la base du modèle de Gordon et Shapiro, en tenant compte d'un taux de croissance perpétuel (TCP). Les flux de trésorerie disponibles sont actualisés au 30 juin 2023, date de clôture du dernier exercice 2022/2023. Les valeurs actualisées qui en résultent donnent la valeur opérationnelle de l'entreprise.
- ▶ Sur la base des états financiers annuels au 30 juin 2023, les liquidités excédentaires et les autres actifs non opérationnels sont ajoutés, et les dettes portant intérêt ainsi que les autres éléments assimilables à des dettes sont soustraits à la valeur de marché à la date d'évaluation. La valeur des fonds propres calculée est extrapolée à la date d'évaluation du 15 novembre 2023, puis divisée par le nombre d'actions en circulation, ce qui donne la valeur par action de Crealogix à la date d'évaluation.

DÉTERMINATION DES COÛTS PONDÉRÉS DU CAPITAL

Le CMPC reflète l'exposition au risque de change de Crealogix

| Coût moyen pondéré du capital | |
|--|---------------|
| Taux sans risque | 2.30% |
| Prime de risque du marché | 6.00% |
| Bêta ajusté désendetté | 0.99 |
| Bêta ajusté endetté | 1.08 |
| Prime de taille | 4.83% |
| Coût des capitaux propres | 13.62% |
| | |
| Taux sans risque | 2.30% |
| Prime de risque | 2.02% |
| Coût de l'endettement | 4.33% |
| Taux d'impôt | 23.20% |
| Coût de l'endettement après impôt | 3.32% |
| | |
| Ratio de capitaux propres | 88.99% |
| Ratio d'endettement | 11.01% |
| Coût moyen pondéré du capital | 12.49% |

Hypothèses clés du CMPC

- A** Le coût moyen pondéré du capital («CMPC») de 12,49% du 15 novembre 2023 prend en compte le rendement approprié des capitaux propres et le coût futur attendu de la dette, chacun étant pondéré en fonction de la structure du capital cible à long terme, cette dernière étant dérivée de la médiane de la part de la dette/des capitaux propres de l'échantillon.
- B** Le coût des fonds propres de 13,62% a été calculé en appliquant le modèle ajusté d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).
- Le taux de base utilisé est la moyenne pondérée des ventes des obligations d'État à 10 ans, reflétant l'exposition actuelle de Crealogix aux devises. Cela signifie que les données financières figurant dans le business plan sont converties en francs suisses.
 - La prime de risque de marché est exprimée comme la différence à long terme entre le rendement du marché boursier et le taux d'intérêt sans risque et correspond à la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à recevoir pour un investissement en actions par rapport à un investissement sans risque. La prime de risque de marché appliquée de 6% est conforme aux bonnes pratiques, aux études de marché externes et aux primes appliquées dans les récentes offres publiques d'achat.
 - Le bêta reflète le risque systématique et non diversifiable d'une action, observé sur le marché des capitaux. Le bêta est dérivé de la médiane des bêtas statistiquement significatifs des sociétés de l'échantillon, sur la base des rendements mensuels sur une période de 5 ans. Le bêta désendetté reflète le risque systématique et non diversifiable des groupes de référence s'ils sont entièrement financés par des fonds propres (voir Annexe A).
 - Le bêta endetté est basé sur la médiane du bêta désendetté. L'ajustement est réalisé selon l'approche Hamada et prend en compte la structure du capital cible (médiane de la structure du capital du groupe) et le taux d'imposition pertinent. Par conséquent, le bêta endetté mesure le risque systématique et reflète à la fois le risque opérationnel et le risque financier de Crealogix.
 - La prime de taille exprime la preuve empirique et pratique que les petites entreprises, en raison des risques plus élevés, ont un coût des capitaux propres plus élevé que les entreprises à forte capitalisation boursière, mais elle reflète également le fait que les petites entreprises génèrent des rendements plus élevés à long terme par rapport aux grandes entreprises. Afin de répercuter la demande du marché portant sur un rendement des capitaux propres plus élevé pour les petites entreprises, nous avons appliqué une prime de taille conformément à Kroll.
- C** Le coût de la dette de 4,33% (3,32% après taux d'impôt) correspond aux taux d'intérêt moyens actuels de Crealogix pour les prêts à long terme. Compte tenu de la déductibilité fiscale («bouclier fiscal») des intérêts sur le capital emprunté, il en résulte un coût de l'emprunt de 3.48%.
- Le taux de l'impôt sur les sociétés appliqué, soit 23,20%, correspond au taux d'imposition prévu par la direction. Ce taux d'imposition est utilisé pour calculer l'avantage fiscal lié au financement de la dette.

$$CMPC = \frac{D}{D+E} * k_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * k_E$$

où:

- D = dette
- E = Capitaux propres
- k_D = Coût de la dette
- t = Taux d'imposition
- k_E = Coût des capitaux propres

$$k_E = i + \beta * r_M + sp$$

où:

- k_E = Coût des capitaux propres
- i = Taux d'intérêt sans risque
- β = Bêta endetté ajusté
- r_M = Prime de risque de marché
- sp = Prime de taille

Source: BDO

RÉSULTAT AVEC LA MÉTHODE DCF

La méthode DCF aboutit à une estimation de CHF 47.26 par action Crealogix

| Aperçu des composantes de la valeur DCF | |
|--|---------------|
| Valeur de l'action | CHF'000 |
| Somme des flux de trésorerie disponibles actualisés | 30'091 |
| Valeur terminale acutalisée | 57'975 |
| Valeur d'entreprise | 88'066 |
| Dettes nette/trésorerie nette | -21'636 |
| Valeur des capitaux propres | 66'430 |
| moins d'intérêts minoritaires | -211 |
| Valeur des capitaux propres après d'intérêts minoritaires | 66'219 |
| Nombre d'actions donnant droit à des dividendes | 1'401'253 |
| Valeur de l'action en CHF | 47.26 |

| Dettes nette | |
|---------------------------------------|----------------|
| Excédent de trésorerie | 0 |
| Autres actifs financiers non courants | 3'651 |
| Actifs d'impôt différé | 5'645 |
| Dettes à court terme | -6'548 |
| Obligations convertibles | -23'818 |
| Plan d'actions de bonus | -177 |
| Passifs d'impôt différé | -25 |
| Provisions à long terme | -364 |
| Net debt | -21'636 |

Source: informations de la direction, BDO

1) Source: Fonds monétaire international, World Economic Outlook Database, avril, octobre 2023

Principales hypothèses et calcul de la valeur DCF

- ▶ L'évaluation est effectuée à un niveau consolidé sur la base du business plan de Crealogix pour les FY2023/24 à FY2025/2026. Les hypothèses fondamentales suivantes ont été retenues:
 - Date d'évaluation: 15 novembre 2023
 - Date du bilan pour déterminer l'endettement net/la trésorerie nette: 30 juin 2023
 - Conversion de l'actualisation en milieu d'année
 - Taux d'imposition du groupe: 23,20% (taux d'imposition à moyen terme prévu par la direction).
 - Taux de croissance perpétuel pour la dérivation de la valeur résiduelle: 2%, ce qui correspond au taux d'inflation attendu pondéré par les ventes à long terme ¹⁾
 - Valeur terminale de la marge d'EBITDA d'environ 15% sur la base de la marge d'EBITDA moyenne prévue pour les FY2023/24 à FY2025/26.

Valeur de l'entreprise par rapport à la valeur des fonds propres

- ▶ Sur la base du bilan du dernier exercice clos le 30 juin 2023, l'endettement net de Crealogix se compose de facilités de crédit bancaire, d'un prêt d'actionnaire subordonné et de l'emprunt convertible émis en novembre 2019. La valeur actuelle de ce dernier au 30 juin 2023 était de CHF 23.8 millions, ce qui est pris en compte dans le calcul de la dette nette.
- ▶ En outre, l'entreprise a deux prêts COVID en cours d'un montant total de CHF 2.325 millions, tous deux échus en 2023.
- ▶ La trésorerie est considérée comme pleinement opérationnelle. En août 2022, Crealogix a vendu une participation de 67% dans SLH à un groupe d'investisseurs basé en Suisse. L'acquéreur a le droit d'acheter les 33% restants au deuxième ou au troisième trimestre 2024, Crealogix a le droit de vendre les 33% restants avec une période d'exercice commençant au deuxième trimestre 2024. Le prix d'achat de cette option a été fixé à CHF 2.5 millions et il est certain que l'une des parties exercera l'option. Crealogix a comptabilisé la valeur de CHF 2.5 millions en tant qu'actifs financiers non courants, ce qui se reflète également dans le calcul de l'endettement net. Un plan d'actions gratuites existant devrait être réglé en espèces sur la base des informations fournies par la direction. Nous le considérons comme un passif.
- ▶ L'entreprise a des obligations en matière de contrats de location-exploitation, les frais de location et de loyer sont comptabilisés dans le compte de résultat. Crealogix n'a aucun passif éventuel. L'entreprise présente des actifs et des passifs d'impôts différés.
- ▶ Le conseil d'administration a décidé qu'aucun dividende ne serait distribué aux actionnaires pour l'exercice 2022/23.
- ▶ Sur la base des hypothèses décrites, des informations fournies par la direction et de notre propre analyse, nous avons déterminé une valeur des fonds propres de CHF 47.26 par action pour Crealogix en utilisant la méthode DCF.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ DE LA MÉTHODE DCF

Sur la base d'une analyse de sensibilité, la valeur DCF par action Crealogix se situe entre CHF 44.77 et CHF 49.99

Aperçu des sensibilités à la méthode DCF

| | | Taux de croissance perpétuelle | | | | | | |
|------|--------|--------------------------------|--------------------|-------|--------------------|-------|-------|-------|
| | | 0.50% | 1.25% | 1.75% | 2.00% | 2.25% | 2.75% | 3.50% |
| CMPC | 13.24% | 35.06 | 37.08 | 38.57 | 39.36 | 40.18 | 41.94 | 44.89 |
| | 12.99% | 38.08 | 40.41 | 42.13 | 43.05 | 44.00 | 46.06 | 49.54 |
| | 12.74% | 40.31 | 42.87 ^A | 44.77 | 45.79 | 46.85 | 49.15 | 53.05 |
| | 12.49% | 41.49 | 44.18 | 46.18 | 47.26 | 48.38 | 50.81 | 54.95 |
| | 12.24% | 42.72 | 45.55 | 47.66 | 48.80 ^A | 49.99 | 52.56 | 56.97 |
| | 11.99% | 45.34 | 48.49 | 50.85 | 52.12 | 53.46 | 56.35 | 61.36 |
| | 11.74% | 49.75 | 53.46 | 56.27 | 57.79 | 59.40 | 62.91 | 69.05 |

| | | Marge d'EBITDA perpétuelle | | | | | | |
|------|--------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 14.25% | 14.50% | 14.75% | 15.00% | 15.25% | 15.50% | 15.75% |
| CMPC | 13.24% | 40.61 | 41.42 | 42.23 | 43.05 | 43.86 | 44.67 | 45.48 |
| | 12.99% | 41.88 | 42.71 | 43.55 | 44.39 | 45.22 | 46.06 | 46.89 |
| | 12.74% | 43.20 | 44.07 | 44.93 | 45.79 | 46.65 | 47.51 | 48.37 |
| | 12.49% | 44.60 | 45.48 | 46.37 | 47.26 | 48.14 | 49.03 | 49.92 |
| | 12.24% | 46.05 | 46.97 | 47.88 | 48.80 | 49.71 | 50.63 | 51.54 |
| | 11.99% | 47.59 | 48.53 | 49.47 | 50.42 | 51.36 | 52.30 | 53.24 |
| | 11.74% | 49.20 | 50.17 | 51.14 | 52.12 | 53.09 | 54.06 | 55.04 |

Dérivation de la fourchette de valeurs

► En plus de la valeur médiane DCF par action, nous avons analysé deux sensibilités concernant la valeur par action de Crealogix. Les analyses montrent les sensibilités de la valeur de l'action aux changements dans les hypothèses fondamentales de l'évaluation, telles que présentées dans les tableaux ci-contre:

- ❶ Dans la première analyse de sensibilité, nous avons déterminé une fourchette de valeur de CHF 44.77 à CHF 49.99 par action de Crealogix en modifiant le CMPC et le taux de croissance perpétuel de +/- 0,25 point de pourcentage.
 - ❷ La deuxième analyse de sensibilité montre une fourchette de valeur de CHF 44.93 à CHF 49.71 par action de Crealogix avec un changement du CMPC de +/- 0,25 points de pourcentage et du taux de marge d'EBITDA à l'infini de +/- 0,25 points de pourcentage.
- ^A En tenant compte des deux analyses de sensibilité, nous déterminons une fourchette de valeur de CHF 44.77 à CHF 49.99 par action de Crealogix.

ANALYSE DU MARCHÉ

Les méthodes de marché aboutissent à une fourchette de valeurs comprise entre CHF 53.42 et CHF 56.69 par action de Crealogix

| Aperçu des méthodes de marché | | | |
|-------------------------------|-----------|-------------|-----------|
| Multiples boursiers | FY2023/24 | FY2024/2025 | FY2025/26 |
| Multiple VE/EBITDA | 9.89x | 8.76x | 7.65x |
| Valeur de l'action en CHF | 53.48 | 53.42 | 56.69 |

| Multiples transactionnels | FY2022/23 | FY22/2023 |
|-------------------------------|-----------|-----------|
| Multiple VE/EBITDA et VE/EBIT | 17.23x | 23.44x |
| EBITDA / EBIT ajusté * | 1'408 | -593 |
| Value per share in CHF | 1.72 | n.a. |

* EBITDA a été corrigé pour tenir compte de la plus-value de la vente de Swiss Learning Hub AG

* EBIT a été corrigé pour tenir compte de l'amortissement du goodwill et de la plus-value de la vente de Swiss Learning Hub AG.

Aperçu de la fourchette d'évaluation par multiples

Multiples boursiers

- ▶ Pour calculer les multiples boursiers, nous nous sommes appuyés sur le même échantillon que pour le calcul du coût du capital (pour plus de détails, voir Annexe B).
- ▶ Notre analyse est basée sur l'EBITDA comme critère pertinent. L'utilisation du multiple d'EBITDA est largement répandue et acceptée dans la pratique de l'évaluation.
 - Pour calculer la valeur totale de l'entreprise, nous avons appliqué des multiples EV/EBITDA ex. 2023/24, ex. 2024/25 et ex. 2025/26 basés sur les multiples médians des pairs à l'EBITDA projeté par la direction de Crealogix pour l'exercice financier respectif.
- ▶ Après déduction de la dette nette de CHF 21,6 millions (page 17) et compte tenu du nombre d'actions en circulation, la valeur par action de Crealogix se situe dans une fourchette de CHF 53.42 à CHF 56.69.

Multiples de transaction

- ▶ Pour les multiples de transaction, nous avons analysé des transactions comparables dans le secteur d'activité de Crealogix, dans la mesure des données disponibles. Les transactions ont été sélectionnées principalement sur la base de la description de l'activité de la cible, seules les transactions majoritaires ont été retenues. Les détails des transactions et de la sélection figurent en Annexe C.
- ▶ A l'instar de l'analyse des multiples boursiers, notre évaluation est basée sur le multiple EV/EBITDA et sur le multiple EV/EBIT.
- ▶ Crealogix ayant généré un EBITDA et un EBIT négatifs pour l'exercice 2021/22, nous n'avons pris en compte que l'exercice 2022/23 en cours, avec les corrections suivantes:
 - L'EBITDA a été corrigé pour tenir compte du produit de la vente de la participation de 67% dans SLH.
 - L'EBIT a été corrigé ultérieurement pour tenir compte du produit de la vente et de l'amortissement du goodwill.
- ▶ Sur la base de cette analyse, la valeur dérivée de l'approche des multiples de transaction ne fournit pas une fourchette de valeur qui puisse être comparée au résultat des méthodes d'évaluation utilisant des projections telles que la méthode DCF et l'approche des multiples de transaction. Comme cette approche ne tient pas pleinement compte du régime actuel de réduction des coûts de Crealogix, nous n'appliquons pas cette méthode dans notre analyse

Source: informations de la direction, S&P Capital IQ, mergermarket, BDO

ANALYSE DU COURS DE L'ACTION

Au cours des douze derniers mois, le cours de l'action a évolué dans une fourchette de CHF 37 à CHF 82 et le CMPV entre CHF 39 et CHF 68. Les actions ne sont pas liquides au sens de la législation suisse sur les offres publiques d'acquisition

Evolution du cours de l'action au cours des douze derniers mois

- Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de l'action Crealogix sur la période de référence du 1^{er} novembre 2022 au 31 octobre 2023. Depuis son pic de CHF 82 en février 2023, le prix de l'action n'a cessé de baisser pour atteindre CHF 49.80 à la fin du mois de octobre 2023.

| Performance | Date | Cours de l'action |
|--------------------------------|-----------------|-------------------|
| Cours de clôture le plus élevé | 6 février 2023 | CHF 82.00 |
| Cours de clôture le plus bas | 1 novembre 2022 | CHF 36.60 |
| Cours de clôture | 31 octobre 2023 | CHF 49.80 |

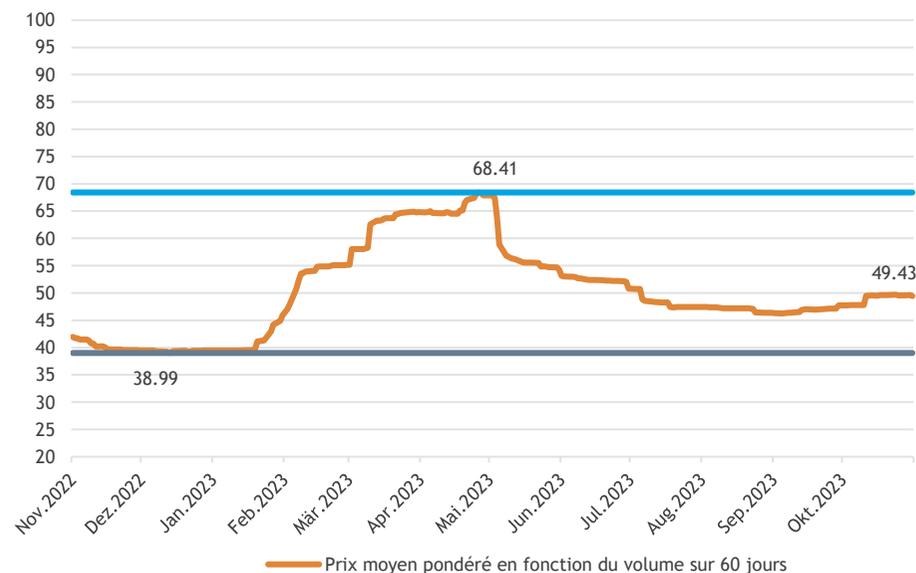


Source: S&P Capital IQ, SIX, analyse BDO

Evolution du CMPV au cours des douze derniers mois

- Le graphique ci-dessous montre le cours moyen pondéré en fonction du volume sur 60 jours (CMPV 60) de l'action Crealogix sur la période allant du 1^{er} novembre 2022 au 31 octobre 2023. Le VWAP 60 se situe dans une fourchette comprise entre CHF 38.99 et CHF 68.41 et un VWAP de clôture de CHF 49.43 à fin du mois octobre 2023.

| Performance | Date | CMPV (60 jours) |
|-------------------------------|------------------|-----------------|
| CMPV le plus élevé (60 jours) | 26 avril 2023 | CHF 68.41 |
| CMPV le plus bas (60 jours) | 13 décembre 2022 | CHF 38.99 |
| CMPV de clôture (60 jours) | 31 octobre 2023 | CHF 49.43 |



AVIS DES ANALYSTES SUR LA VALEUR DE L'ACTION CREALOGIX

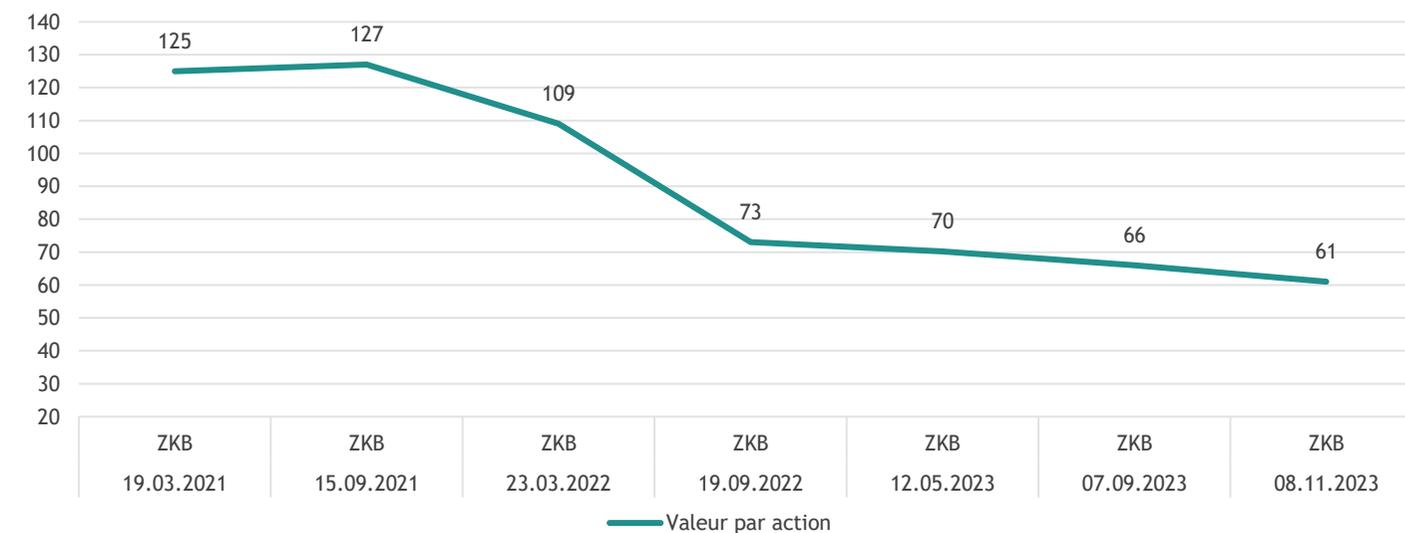
Les évaluations des analystes montrent une diminution de la juste valeur par action au fil du temps

Avis des analystes

- ▶ Zürcher Kantonalbank (ZKB) publie régulièrement des analyses d'évaluation indépendantes sur la valeur des actions de Crealogix.
- ▶ ZKB a commencé à couvrir Crealogix en mars 2021. Selon ses estimations, la valeur en mars 2021 était de CHF 125, ce qui a été confirmé en septembre 2021 avec CHF 127.
- ▶ En mars 2022, ZKB a estimé la juste valeur par action à CHF 109 et elle a ramené l'évaluation à CHF 73 en septembre 2022.
- ▶ Le 12 mai 2023, la ZKB a fixé l'objectif de cours à CHF 70,2 par action. Le 7 septembre 2023, la ZKB a réduit l'objectif de cours d'une action nominative de Crealogix à CHF 66 et le 8 novembre 2023 à CHF 61.

| Date | Analyste | Valeur par Méthode de action valorisation |
|------------|---------------------|---|
| 22.09.2020 | Edison | 133 Multiples VE/EBITDA |
| 17.11.2021 | Edison | 158 Multiples VE/EBITDA |
| 19.03.2021 | Zuercher Kantonbank | 125 Méthode DCF |
| 15.09.2021 | Zuercher Kantonbank | 127 Méthode DCF |
| 23.03.2022 | Zuercher Kantonbank | 109 Méthode DCF |
| 19.09.2022 | Zuercher Kantonbank | 73 Méthode DCF |
| 12.05.2023 | Zuercher Kantonbank | 70 Cours cible |
| 07.09.2023 | Zuercher Kantonbank | 66 Cours cible |
| 08.11.2023 | Zuercher Kantonbank | 61 Cours cible |

en CHF



Source: ZKB, Edison, S&P Capital IQ, analyse BDO

SECTION 4

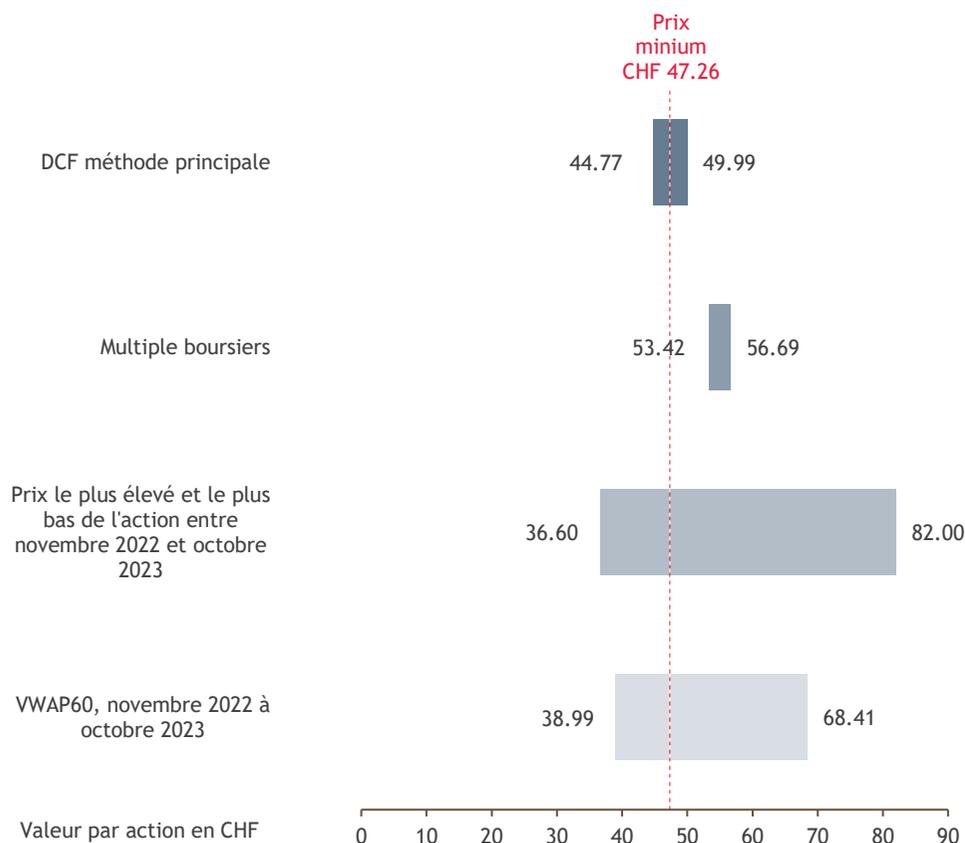
CONCLUSION SUR LA VALEUR

| Conclusion sur la valeur | Page |
|--------------------------------------|-------------|
| Aperçu des résultats de l'évaluation | 23 |

APERÇU DES RÉSULTATS DE L'ÉVALUATION

Sur la base de notre évaluation, le prix minimum de Crealogix est de CHF 47.26 par action

Aperçu de l'évaluation (CHF par action nominative de Crealogix)



Conclusion de nos travaux

- ▶ Le tableau de gauche présente les résultats de notre évaluation en date du 15 novembre 2023, dernier jour de cotation de l'action Crealogix avant la publication de l'annonce préalable à l'offre publique d'achat portant sur toutes les actions nominatives de Crealogix détenues par le public.
- ▶ En utilisant la méthode DCF avec deux scénarios, on obtient une fourchette de valeur de CHF 44.77 à CHF 49.99 par action Crealogix. La méthode DCF, qui est notre principale méthode d'évaluation, est basée sur la continuité de l'exploitation et, contrairement aux méthodes de marché, permet de prendre en compte des facteurs spécifiques à l'entreprise.
- ▶ L'utilisation des méthodes de marché conduit à une fourchette de valeur de CHF 53.42 à CHF 56.69 pour une action de Crealogix sur la base de l'approche des multiples boursiers. Les multiples de transaction n'ont pas été pris en considération comme expliqué dans le rapport. En accordant la même importance à la méthode DCF et à l'approche des multiples commerciaux, la valeur de l'action qui en résulte correspond à la fourchette supérieure de la méthode DCF primaire.
- ▶ En plus de nos propres considérations, le graphique de gauche montre la fourchette sur douze mois du cours de l'action et le cours moyen pondéré par le volume sur 60 jours de bourse (CMPV 60). Toutefois, en raison de la liquidité insuffisante du titre, ces valeurs n'ont qu'une signification limitée et ne sont donc pas prises en compte pour déterminer la valeur d'une action de Crealogix. Le cours de l'action et le CMPV 60 au 31 octobre 2023 sont respectivement de CHF 49.80 et CHF 49.43.
- ▶ Sur la base des méthodes d'évaluation appliquées et des considérations ci-dessus, nous prenons le résultat de la DCF comme base de détermination de la valeur et donnons donc une estimation ponctuelle à CHF 47.26 par action Crealogix comme prix minimum conformément à l'art. 42, al. 4, OIMF-FINMA.
- ▶ Le présent rapport d'évaluation a été achevé le 15 novembre 2023.

Marcel Jans
Associé

Oliver Ambs
Directeur

SECTION 5

ANNEXE

| Annexe | Page |
|---|-------------|
| Analyse bêta - Echantillon | 25 |
| Multiples boursiers - Echantillon | 26 |
| Multiples de transaction - transactions comparables dans le secteur | 27 |
| Bilans historiques | 28 |
| Comptes de résultats historiques | 29 |
| Abréviations utilisées et définitions | 30 |

ANNEXE A - ANALYSE BÊTA

Analyse bêta - Echantillon au 15 novembre 2023

| Entreprises comparables | | | | | | | | | |
|--|---------------|---|-------------------------|-------------|----------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| Nom de l'entreprise | Pays | Industry | Bêta brut ¹⁾ | Bêta ajusté | Dettes/capital total | Ratio ²⁾ d'endettement | Taux d'impôts ³⁾ | Bêta brut ajusté ⁴⁾ | Bêta ajusté non-endetté ⁴⁾ |
| Temenos AG | Switzerland | Application Software | 1.67 | 1.44 | 92.1% | 8.6% | 14.8% | 1.55 | 1.35 |
| PayPal Holdings, Inc. | United States | Transaction and Payment Processing Services | 1.38 | 1.25 | 101.2% | 0.0% | 17.5% | 1.38 | 1.25 |
| Jack Henry & Associates, Inc. | United States | Transaction and Payment Processing Services | 0.64 | 0.76 | 99.1% | 0.9% | 22.1% | 0.64 | 0.76 |
| Fiserv, Inc. | United States | Transaction and Payment Processing Services | 0.89 | 0.93 | 78.8% | 26.9% | 17.8% | 0.73 | 0.76 |
| Investnet, Inc. | United States | Application Software | 1.30 | 1.20 | 89.0% | 12.4% | 37.7% | 1.21 | 1.11 |
| Keyware Technologies NV | Belgium | Transaction and Payment Processing Services | 0.48 | 0.65 | 93.4% | 7.0% | 47.3% | 0.46 | 0.63 |
| Sopra Steria Group SA | France | IT Consulting and Other Services | 1.30 | 1.20 | 75.4% | 32.7% | 33.5% | 1.07 | 0.99 |
| Worldline SA | France | Transaction and Payment Processing Services | 1.27 | 1.18 | 86.0% | 16.3% | 24.5% | 1.13 | 1.05 |
| Fidelity National Information Services, Inc. | United States | Transaction and Payment Processing Services | 0.85 | 0.90 | 80.2% | 24.7% | 30.9% | 0.73 | 0.77 |
| Médian | | | | | 89.0% | 12.4% | 24.5% | 1.05 | 0.99 |
| Moyenne | | | | | 88.4% | 14.4% | 27.3% | 0.99 | 0.96 |

Notes:

- ¹⁾ Régression par rapport aux indices locaux basés sur la devise de négociation et l'observation mensuelle sur 5 ans à compter de la date d'évaluation.
- ²⁾ Nous avons converti le ratio d'endettement à partir du ratio de fonds propres correspondant en le limitant à un maximum de 100 % d'autofinancement.
- ³⁾ Médiane des taux d'imposition effectifs sur la période d'observation, si disponible, sinon taux d'imposition Damodaran / BDO pour la date d'évaluation.
- ⁴⁾ Formule Hamada: Bêta non-endetté = Bêta / [1+(1- taux d'impôt) * ratio d'endettement]

Source: S&P Capital IQ; analyse BDO

ANNEXE B - MULTIPLES BOURSIERS

Multiples boursiers - Echantillon

| Multiples boursiers Nom de l'entreprise | VE / EBITDA | | | | | VE / EBIT | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023LTM | 2023e | 2024e | 2025e | 2022 | 2023LTM | 2023e | 2024e |
| Temenos AG | 18.28 | 26.66 | 15.35 | 13.85 | 12.33 | 22.30 | 31.23 | 19.77 | 17.46 |
| PayPal Holdings, Inc. | 16.49 | 10.79 | 8.32 | 7.50 | 6.94 | 21.39 | 12.82 | 9.33 | 8.45 |
| Jack Henry & Associates, Inc. | 22.99 | 20.56 | 16.66 | 15.84 | 14.41 | 27.13 | 24.15 | 22.98 | 22.46 |
| Fiserv, Inc. | 12.83 | 12.24 | 11.46 | 10.75 | 10.04 | 25.72 | 21.15 | 14.03 | 12.88 |
| Investnet, Inc. | 39.69 | 23.94 | 12.20 | 9.87 | 8.03 | NM | NM | NM | NM |
| Keyware Technologies NV | 13.66 | 9.04 | n.a. | n.a. | n.a. | 34.31 | 14.39 | n.a. | n.a. |
| Sopra Steria Group SA | 6.78 | 7.96 | 6.22 | 5.67 | 5.15 | 10.29 | 11.72 | 8.10 | 7.04 |
| Worldline SA | 20.98 | 7.82 | 6.67 | 6.27 | 5.47 | 20.56 | 8.56 | 8.95 | 8.00 |
| Fidelity National Information Services, Inc. | 13.37 | 12.96 | 8.05 | 7.65 | 7.27 | 37.81 | 26.29 | n.a. | 20.02 |
| Minium | 6.78 | 7.82 | 6.22 | 5.67 | 5.15 | 10.29 | 8.56 | 8.10 | 7.04 |
| Moyenne | 18.34 | 14.66 | 10.62 | 9.68 | 8.71 | 24.94 | 18.79 | 13.86 | 13.76 |
| Médiane | 16.49 | 12.24 | 9.89 | 8.76 | 7.65 | 24.01 | 17.77 | 11.68 | 12.88 |
| Maximum | 39.69 | 26.66 | 16.66 | 15.84 | 14.41 | 37.81 | 31.23 | 22.98 | 22.46 |

Source: S&P Capital IQ; analyse BDO

ANNEXE C - MULTIPLES DE TRANSACTION

Multiples de transaction - transactions comparables dans le secteur

| Cible | Pays | Date de la transaction | Acheteurs/Investisseurs | Devise | Valeur d'acquisition (m) | Pourcentage acquis | VE implicite | VE/Chiffre d'affaires implicite | VE/EBITDA implicite | VE/EBITD implicite |
|-------------------------|-------------|------------------------|---|--------|--------------------------|--------------------|--------------|---------------------------------|---------------------|--------------------|
| Avaloq Group AG | Switzerland | 23.12.2020 | NEC Corporation | EUR | 1'900.56 | n/a | 1'900.56 | 3.8 | 23.7 | n/a |
| WORLDLINE IGSA SA | France | 15.10.2020 | Worldline SA | EUR | 9'150.53 | n/a | 9'150.53 | 2.7 | 15.1 | 19.7 |
| Harvest SA | France | 02.05.2019 | Five Arrows Principal Investments | EUR | '93.60 | 84.65% | '111.94 | 3.9 | 24.3 | 27.1 |
| Oasi S.p.A. | Italy | 28.02.2019 | Cedacri SpA | EUR | '151.00 | n/a | '151.00 | 5.3 | 13.2 | 29.5 |
| Nets A/S | Denmark | 05.03.2021 | MasterCard Incorporated | EUR | 2'850.00 | n/a | 2'850.00 | 2.6 | 19.4 | n/a |
| Payzone Ireland Limited | Ireland | 31.10.2019 | Allied Irish Banks Plc/First Data Corporation Joint Venture | EUR | '86.00 | 95.9% | '88.61 | 0.6 | 10.5 | 12.9 |
| Moyenne | | | | | | | | | 17.71x | 22.32x |
| Médiane | | | | | | | | | 17.23x | 23.44x |

Source: Mergermarket, S&P Capital IQ; analyse BDO

ANNEXE C - BILAN

Bilans historiques

| Bilan consolidé | | | |
|---|----------------|---------------|---------------|
| Devise: CHF'000 | FY2020/21 | FY2021/22 | FY2022/23 |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie | 27'741 | 14'087 | 3'380 |
| Créances client | 17'480 | 14'236 | 12'037 |
| Autres actifs financiers circulants | 1'234 | 2'078 | 998 |
| Charges payées d'avance et revenus différés | 3'327 | 4'223 | 4'141 |
| Inventaire et produits en cours de fabrication | 7'976 | 7'398 | 5'106 |
| Total des actifs circulants | 57'758 | 42'022 | 25'662 |
| Autres actifs financiers non courants | 1'654 | 1'799 | 3'651 |
| Immobilisations corporelles | 3'507 | 3'886 | 3'211 |
| Immobilisations incorporelles | 46'392 | 45'102 | 40'096 |
| Actifs d'impôt différé | 6'577 | 5'737 | 5'645 |
| Total des actifs immobilisés | 58'130 | 56'524 | 52'603 |
| Total du bilan | 115'888 | 98'546 | 78'265 |
| Dettes envers les clients | 8'987 | 7'386 | 2'738 |
| Autres dettes | 3'926 | 2'432 | 1'165 |
| Autres dettes financières | 4'400 | 13'966 | 4'525 |
| Prêts subordonnés à court terme accordés par des actionnaires | - | - | 1'000 |
| Charges à payer | 24'730 | 25'672 | 20'368 |
| Provisions à court terme | 2'277 | 183 | 260 |
| Dettes au titre de l'impôt sur le revenu | 282 | 423 | 533 |
| Total des passifs courants | 44'602 | 50'062 | 30'589 |
| Dettes à long terme | 25'194 | 25'447 | 24'841 |
| Provisions à long terme | 1'720 | 613 | 364 |
| Passifs d'impôt différé | 302 | 108 | 25 |
| Total des passifs non courants | 27'216 | 26'168 | 25'230 |
| Total dettes | 71'818 | 76'230 | 55'819 |
| Total fonds propres et part des minorités | 44'070 | 22'316 | 22'446 |
| Total du bilan | 115'888 | 98'546 | 78'265 |

Source: Crealogix Holding AG - rapport annuel consolidé du 30 juin 2021, 30 juin 2022 et 30 juin 2023

ANNEXE E - COMPTE DE RÉSULTAT

Comptes de résultats historiques

| Compte de résultat consolidé | | | |
|---|----------------|----------------|---------------|
| <i>Devise: CHF'000</i> | FY2020/21 | FY2021/22 | FY2022/23 |
| Chiffre d'affaires | 109'263 | 94'020 | 81'396 |
| Autres produits d'exploitation | 1'416 | 1'791 | 8'778 |
| Coûts des biens et services achetés | -36'515 | -37'516 | -26'210 |
| Variation des stocks de produits finis et en cours de fabrication, de livraisons et de prestations non encore réglées | 2'181 | -694 | -1'791 |
| Charges de personnel | -62'421 | -54'034 | -42'463 |
| Frais de marketing | -1'391 | -1'273 | -488 |
| Frais des location, entretien et réparation | -3'304 | -2'769 | -2'959 |
| Autres charges d'exploitation | -5'962 | -8'779 | -7'367 |
| Résultat avant résultat financier, impôts et amortissement (EBITDA) | 3'267 | -9'254 | 8'896 |
| Amortissement des immobilisations corporelles | -1'076 | -1'040 | -937 |
| Amortissement de goodwill | -4'902 | -4'749 | -4'458 |
| Amortissement des autres immobilisations incorporelles | -820 | -863 | -1'064 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | -3'531 | -15'906 | 2'437 |
| Charges financières nettes | -256 | -53 | -1'642 |
| Impôt sur le revenu | -39 | -945 | -766 |
| Bénéfice/(perte) net de la période | -3'826 | -16'904 | 29 |

Source: Crealogix Holding AG - rapport annuel consolidé du 30 juin 2021, 30 juin 2022 et 30 juin 2023

ABRÉVIATIONS

Abréviations utilisées et définitions

| Abréviation | Définition |
|-------------------|---|
| AG/SA | Aktiengesellschaft / Société anonyme |
| BDO | BDO AG |
| Business plan | Plan d'affaires préparé par la direction et approuvé par le conseil d'administration pour les FY2023/24 à FY2025/26 |
| CAPEX | Capital expenditures |
| CHF | Franc suisse |
| CHF'000 | Franc suisse en milliers |
| Cible | Crealogix Holding AG |
| CMPC | Coût moyen pondéré du capital |
| CMPV-60 | cours moyen pondéré en fonction du volume sur 60 jours de bourse avant l'annonce préalable |
| COPA | Commission des offres publiques d'acquisitions |
| Crealogix | Crealogix Holding AG (cible) |
| Date d'évaluation | 15 novembre 2023 |
| DCF | Méthode des flux de trésorerie actualisés (Discounted Cash Flow) |
| EBIT | Bénéfice avant l'intérêts et impôts |
| EBITDA | Bénéfice avant l'intérêts, impôts et amortissements |
| EPT | Equivalent plein temps |

| Abréviation | Définition |
|-------------|---|
| FCF | Flux de trésorerie disponibles |
| FY | Financial year / exercice financier |
| MEDAF | Modèle d'évaluation des actifs financiers |
| Management | Direction de Crealogix |
| n.a. | Not available/not applicable |
| NWC | Net working capital / Fonds de roulement net |
| SaaS | Software as a service |
| SLI | Swiss Leader Index |
| SPI | Swiss Performance Index |
| SIX | SIX Swiss Exchange - Bourse Suisse |
| SLH | Swiss Learning Hub AG |
| TCAC | Taux de croissance annuel composé |
| TCP | Taux de croissance perpétuel |
| VE | Valeur d'entreprise |
| Vencora | Vencora UK Limited , Halifax, England, United Kingdom (Offrant) |
| VR | Valeur résiduelle |

