

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

**Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique
d'acquisition par Vencora UK Limited portant sur les actions en
circulation de Crealogix Holding AG**

Le 29 novembre 2023

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

Contenu

| | | |
|----------|--|---------|
| 1 | Introduction | Page 3 |
| 2 | Description de l'entreprise et analyse de marché | Page 8 |
| 3 | Évaluation | Page 22 |
| 4 | Appréciation | Page 42 |
| 5 | Annexe | Page 45 |

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

I Introduction

| | | |
|-----|---------------|--------|
| I.1 | Contexte | Page 3 |
| I.2 | Notre mission | Page 4 |
| I.3 | Procédure | Page 5 |
| I.4 | Sources | Page 6 |

I Introduction

I.1 Contexte



CREALOGIX est une entreprise de logiciels active au niveau international et qui opère principalement dans le domaine des solutions numériques «front end» pour les banques et les gestionnaires de fortune. L'entreprise est cotée à la SIX Swiss Exchange

Crealogix Holding AG (ci-après également «CREALOGIX», «groupe» ou «société visée») est une société suisse de logiciels spécialisée dans les solutions «front end» pour la banque numérique, la gestion de fortune numérique ainsi que la gestion numérique des demandes et des processus pour les banques et les gestionnaires de fortune. CREALOGIX propose une série de services et de produits qui permettent aux établissements financiers d'améliorer l'expérience numérique du client final. CREALOGIX compte parmi les 100 meilleures entreprises fintech.¹

Le siège principal du groupe se trouve à Zurich (CH). Au total, le groupe emploie environ 380 collaborateurs et collaboratrices répartis sur 8 sites à travers le monde. Au cours de l'exercice 2022/23, le groupe a généré un chiffre d'affaires de CHF 81.4 millions et un EBITDA de CHF 8.9 millions.²

Les actions CREALOGIX sont cotées à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis septembre 2000. Au 15 novembre 2023, la capitalisation boursière de la société visée s'élevait à CHF 69.8 millions. Le capital-actions de CREALOGIX se compose de 1'404'742 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 8.00 chacune.³ Au 15 novembre 2023, 1'401'253 actions nominatives étaient en circulation.⁴

Au soir du 15 novembre 2023, CREALOGIX et Vencora UK Limited («l'offrante» ou «Vencora ») ont conclu une convention de transaction aux termes de laquelle Vencora s'est déclarée prête à soumettre une offre publique d'acquisition volontaire («l'offre») portant sur toutes les actions nominatives de CREALOGIX en mains du public. L'offre a été préalablement annoncée par Vencora le 16 novembre 2023 après la signature de la convention de transaction et avant l'ouverture du négoce à la SIX. Le prix offert s'élève à CHF 60.00 en espèces par action CREALOGIX («le prix de l'offre»).

¹ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

² Corrigé du produit de la vente de la participation majoritaire Swiss Learning Hub AG («SLH»), l'«EBITDA opérationnel» s'élève à CHF 1.4 million. Pour plus d'informations sur la transaction SLH et son impact sur les données financières de CREALOGIX, voir la section 2.3.

³ Source: SIX Swiss Exchange.

⁴ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

I.2 Notre mission

La présente *Fairness Opinion* contient une analyse d'évaluation indépendante de CREALOGIX

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et ne reçoit aucune rémunération en fonction des résultats de l'évaluation ni du succès de la transaction

La date de l'évaluation est le 15 novembre 2023

En août 2023, IFBC AG («IFBC») a été mandatée par le conseil d'administration («CA») de CREALOGIX pour établir une *Fairness Opinion* indépendante destinée à évaluer l'adéquation financière du prix de l'offre. Le présent rapport a été préparé exclusivement pour assister le CA de CREALOGIX dans son évaluation de l'offre. La présente *Fairness Opinion* ne peut être utilisée qu'aux fins de l'évaluation financière de l'offre par le CA de CREALOGIX. Toute utilisation à d'autres fins est exclue. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC a établi la présente *Fairness Opinion* en qualité de *corporate finance advisor* indépendant et est rémunérée pour cela par des honoraires conformes au marché. IFBC ne reçoit aucune rémunération qui dépende des déclarations effectuées dans le rapport ou du succès de la transaction. IFBC confirme qu'en sa qualité d'évaluateur, elle est particulièrement qualifiée pour établir une *Fairness Opinion* au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et est indépendante de l'offrant, de la société cible et des personnes agissant de concert avec eux.

En établissant la *Fairness Opinion*, IFBC a présumé que les informations fournies par la direction de CREALOGIX étaient exactes et complètes. En outre, IFBC part du principe que les informations reçues ont été préparées de manière professionnelle et de bonne foi, et qu'elles reflètent ainsi la meilleure estimation actuelle disponible de la part de la direction de CREALOGIX. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité. IFBC n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence.

Les résultats de notre évaluation indépendante ont été remis au CA de CREALOGIX le 15 novembre 2023, avant la signature de la convention de transaction et avant l'annonce préalable de l'offre par Vencora le 16 novembre 2023. L'évaluation se fonde sur le *business plan* actuel approuvé par le CA de CREALOGIX le 7 septembre 2023, sur les données et hypothèses actuelles de la direction ainsi que sur les comptes annuels de CREALOGIX au 30 juin 2023.

La direction de CREALOGIX a en outre confirmé que, jusqu'à la publication du présent rapport d'évaluation, aucun événement ou transaction important n'est survenu qui n'ait déjà été pris en compte de manière appropriée dans la base d'informations susmentionnée.

I.3 Procédure

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Vencora aux actionnaires de CREALOGIX se fonde sur des considérations d'évaluation d'IFBC. Celles-ci se basent sur les analyses suivantes, qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyse du modèle d'affaires de l'entreprise et de l'environnement de marché actuel
- Analyse des chiffres financiers historiques
- Évaluation du *business plan* approuvé par le CA de CREALOGIX pour les exercices 2023/24 à 2025/26 («période du *business plan*») ainsi que des hypothèses de la direction pour les deux années suivantes 2026/27 et 2027/28 («période de planification générale»)
- Évaluation de l'entreprise et calcul de la valeur par action sur la base des méthodes d'évaluation suivantes:
 - Méthode du *discounted cash flow*
 - Méthode des *trading multiples*
 - Méthode des *transaction multiples*
- Analyse du cours de l'action et analyse de l'objectif de cours de l'analyste

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Vencora aux actionnaires de CREALOGIX ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres, propres à chaque investisseur. Par conséquent, seules des réflexions de portée générale sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue de tous les actionnaires publics sont possibles dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*.

I.4 Sources

Notre évaluation se fonde sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports de gestion révisés de CREALOGIX (consolidés) pour les exercices 2020/21 à 2022/23
- *Business plan* approuvé par le CA de CREALOGIX le 7 septembre 2023 pour les exercices 2023/24 à 2025/26
- Hypothèses de la direction pour les deux années de planification générale 2026/27 et 2027/28
- Autres informations et hypothèses actuelles issues des entretiens avec la direction de CREALOGIX
- Données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: Refinitiv Eikon)
- Données relatives à une sélection de transactions, fondées sur des informations accessibles au public (source: Refinitiv Eikon)
- Autres informations accessibles au public

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

2 Description de l'entreprise et analyse de marché

| | | |
|------------|---|---------|
| 2.1 | Présentation de CREALOGIX | Page 8 |
| 2.2 | Modèle d'affaires de CREALOGIX | Page 9 |
| 2.3 | Chiffres-clés financiers historiques de CREALOGIX | Page 14 |
| 2.4 | Analyse de marché | Page 18 |

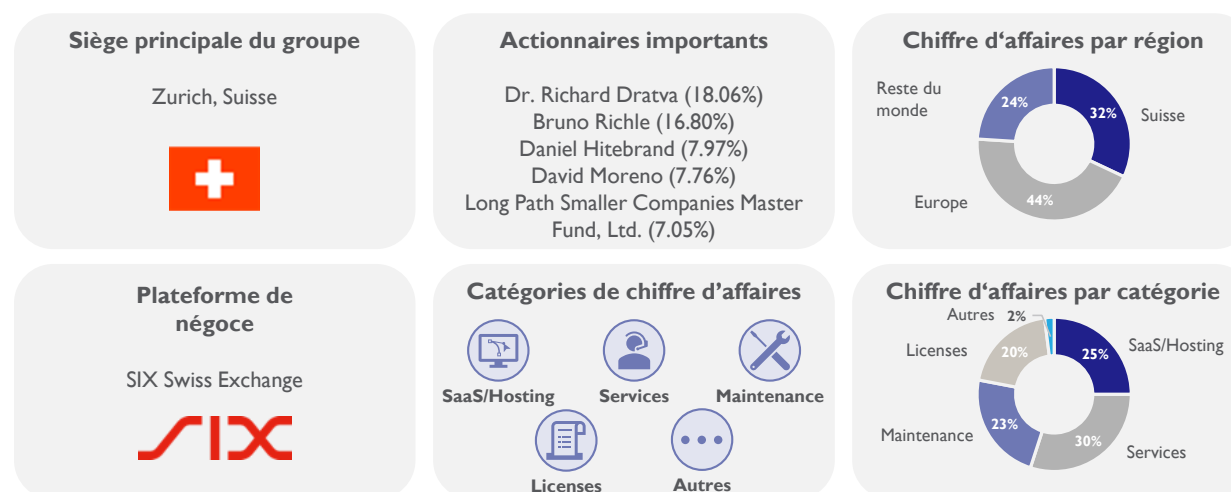
2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Présentation de CREALOGIX

CREALOGIX est une entreprise de logiciels active au niveau international qui s'est spécialisée dans le développement de solutions numériques «front end» pour les banques et les gestionnaires de fortune

CREALOGIX est une société basée à Zurich (CH). CREALOGIX développe et commercialise des produits numériques et des services complémentaires dans le domaine «front end» pour les banques et les gestionnaires de fortune. Le groupe emploie environ 380 collaborateurs et collaboratrices répartis sur 8 sites dans le monde entier. Le réseau de distribution de CREALOGIX couvre plus de 15 pays dans le monde. Environ 32% du chiffre d'affaires ont été réalisés en Suisse au cours de l'exercice 2022/23, 44% dans d'autres pays européens et 24% dans le reste du monde.

Les actionnaires les plus importants de CREALOGIX au 30 septembre 2023 sont: Richard Dratva (18.06%), Bruno Richle (16.80%) et Daniel Hitebrand (7.97%). Une convention d'actionnaires existe entre ces actionnaires et Peter Süssstrunk (désignés ensemble «Founder Shareholders»).⁵ Plus de 5% des actions nominatives émises sont en outre détenues par David Moreno par l'intermédiaire de Mayfin Management services S.I. (7.76%) et long Path smaller Companies Master Fund, Ltd. (7.05%).⁶



Sources: Informations de la direction de CREALOGIX, rapport de gestion 2022/23, présentation des résultats annuels 2022/23.

⁵ La convention d'actionnaires devient caduque au moment de la signature de la convention de transaction.

⁶ Les membres de la famille sont parfois considérés comme faisant partie des principaux actionnaires.

2.2 Modèle d'affaires de CREALOGIX

2.2.1 Offre de produits et de services ainsi que segments de marché

CREALOGIX développe et met en œuvre des solutions logicielles qui permettent de réaliser la banque numérique et la gestion de fortune numérique de «l'établissement financier numérique de demain». Les produits de CREALOGIX sont des solutions «front end» qui s'intègrent dans les systèmes «back end» des clients.

Clients cibles

Les clients cibles de CREALOGIX sont des banques de détail et commerciales établies, des gestionnaires de fortune et des banques de développement qui souhaitent faire avancer leur stratégie de numérisation. Les solutions de CREALOGIX permettent aux établissements financiers de proposer à leurs clients une offre «omnichannel» (multicanal) moderne et exigeante. Pour rester compétitifs, les banques et les gestionnaires de fortune doivent développer leurs systèmes internes existants afin de réduire les coûts, de se démarquer et d'offrir à leurs propres clients une plus grande flexibilité dans un marché en constante évolution (qui se numérise rapidement).

Plateforme de banque numérique pour les banques de détail, les banques commerciales et les gestionnaires de fortune

CREALOGIX propose à ses clients une solution bancaire numérique modulaire dans les segments de marché «Retail» (Retail Banking), «Business» (Corporate Banking et SME Banking) et «Wealth» (Wealth Management). Cette solution est proposée sous la forme d'une plateforme qui permet aux établissements financiers d'accroître leur efficacité et d'accélérer leur transformation numérique au moyen d'applications spécifiques. Les applications sont commercialisées en fonction des produits et des pays (produits dits «phares»).



Source: Présentation mise à disposition par la direction de CREALOGIX.

La plateforme de banque numérique permet de traiter sur une seule plateforme toute une gamme de produits et de services financiers, y compris la gestion de compte, les paiements et les investissements. Cela augmente la modularité de l'offre numérique des établissements financiers et permet non seulement d'économiser des coûts grâce à une efficacité accrue, mais aussi de se concentrer de façon systématique sur la transformation numérique.

«CREALOGIX Funding Portal» pour les banques de développement

Outre la plateforme de banque numérique, le «CREALOGIX Funding Portal» (portail des banques de développement) a été développé comme solution spécifique pour les banques de développement, qui est désormais proposée avec succès sur le marché. Le «CREALOGIX Funding Portal» est une plateforme numérique qui permet aux banques de développement de proposer, de gérer et d'attribuer divers types de subventions de manière rapide, flexible, conviviale et sûre. Elle couvre l'ensemble du cycle de vie des projets de financement, depuis le dépôt et l'approbation de la demande jusqu'au paiement et au suivi. Il s'agit d'une plateforme «low code» qui peut être configurée et adaptée pour tenir compte des besoins et exigences spécifiques des subventions. En outre, la plateforme garantit la conformité totale avec les prescriptions en matière de protection des données.

2.2.2 Monétisation par catégorie de chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de CREALOGIX peut être classé selon les catégories de chiffre d'affaires décrites ci-dessous. Ceux-ci sont à leur tour affectés aux chiffres d'affaires récurrents («recurring») et non récurrents («non-recurring»).

«SaaS/Hosting»

La catégorie de revenus «SaaS/Hosting» constitue un chiffre d'affaires récurrent. Il s'agit, d'une part, de la vente de droits d'utilisation de logiciels sur une durée déterminée. D'autre part, les clients de CREALOGIX peuvent acquérir, outre les droits d'utilisation, un abonnement de service qui définit chaque année un nombre fixe de jours de service sous la forme d'un contrat de service. Les jours de service sont utilisés pour développer les solutions existantes. Outre les droits d'utilisation et les jours de service récurrents, les revenus provenant de l'hébergement de différentes applications (propres solutions de banque numérique ou solutions informatiques générales dans des centres de données ou dans le cloud) sont également attribués à cette catégorie de chiffre d'affaires.

«Maintenance»

CREALOGIX conclut un contrat de maintenance et de support à chaque vente de licence. Ces contrats comportent généralement une durée fixe et sont automatiquement prolongés, à moins que le client ne les résilie. C'est la raison pour laquelle CREALOGIX définit également comme récurrent le chiffre d'affaires de la catégorie «Maintenance».

⁷ Software as a service.

| | |
|------------|---|
| «Licences» | L'achat d'une licence pour un produit CREALOGIX confère au client le droit d'utiliser le logiciel ou les solutions de manière illimitée, pour une durée indéterminée ou pour une durée déterminée définie. Le chiffre d'affaires de la catégorie de produits «licences» n'est donc pas récurrent. |
| «Services» | L'acquisition d'un logiciel ou d'une solution (soit par le biais d'un abonnement relevant de la catégorie «SaaS/Hosting», soit par le biais d'une «Licence») requiert la mise en œuvre correspondante. Le chiffre d'affaires des projets de mise en œuvre sont attribués à la catégorie de produits «Services». Ce chiffre d'affaires n'est pas récurrent. |
| «Autres» | Les produits qui ne peuvent pas être classés dans les catégories de chiffre d'affaires précédentes relèvent de la catégorie «Autres». En fait notamment partie le chiffre d'affaires provenant de la vente d'appareils (scanners à bulletin de versement en combinaison avec des solutions bancaires numériques) tels que PayEye, GiroMat, etc., qui sont vendus principalement en ligne dans le cadre de partenariats avec les plus grandes banques suisses ou par le biais de canaux de distribution. |

2.2.3 Stratégie d'entreprise

La stratégie actuelle de CREALOGIX (présentée dans le cadre de la présentation des résultats de l'entreprise 2022/23) se compose de trois piliers qui sont mis en œuvre par le biais d'initiatives stratégiques:

| | Mise en place d'une organisation axée sur le marché | Adaptation de la structure des coûts au niveau du chiffre d'affaires | Focalisation sur les facteurs de croissance |
|--|---|--|---|
| Mise en place d'une organisation axée sur le marché | Avec cette initiative stratégique, CREALOGIX entend réorganiser l'entreprise pour passer d'une organisation matricielle à une organisation orientée vers le marché et la clientèle. L'objectif de cette initiative stratégique est d'établir des responsabilités claires au sein de différentes unités de marché grâce à un contrôle fonctionnel de bout en bout et de réaliser ainsi des gains d'efficacité au sein des unités de marché. | | |
| Adaptation de la structure des coûts au niveau du chiffre d'affaires | Afin d'améliorer la rentabilité opérationnelle et de revenir à un EBITDA durable et positif, la structure des coûts de CREALOGIX est adaptée au niveau plus bas de chiffre d'affaires ainsi qu'à l'organisation simplifiée. À cet effet, les coûts sont réduits et strictement surveillés (adaptations des coûts d'exploitation et en particulier des coûts de personnel en raison des programmes d'optimisation dans le contexte de la nouvelle structure organisationnelle) et le portefeuille de produits de CREALOGIX continuellement optimisé. | | |

Focalisation sur les facteurs de croissance

Trois initiatives stratégiques visant à relever le niveau de chiffre d'affaires ont également été identifiées et lancées:⁸

1) **«Boost Funding Portal»**

Cette initiative stratégique vise à renforcer encore le «CREALOGIX Funding Portal». L'objectif est de devenir leader sur le marché allemand des banques de développement et d'implanter ce produit sur le marché européen. Le marché européen des subventions est peu avancé en termes de la numérisation et offre des opportunités correspondantes à CREALOGIX.

2) **«Innovate Business Banking»**

La banque numérique pour les PME est l'un des secteurs les moins développés du marché de la banque numérique («Digital Banking») et offre donc une grande opportunité de croissance pour CREALOGIX. Cette initiative stratégique vise donc à améliorer et à étendre les solutions pour les banques commerciales dans ce segment grâce à des innovations dans la plateforme de banque numérique. Dans ce contexte, un partenariat d'innovation est en cours d'élaboration avec un client pour développer la solution de plateforme de la prochaine génération.

3) **«Upgrade Flagship Products»**

La troisième initiative stratégique vise à promouvoir des solutions ou des produits phares existants dans le domaine de la banque et de la gestion de fortune. L'objectif de ces solutions est d'augmenter l'«upselling» (vente incitative) au sein de la clientèle existante et d'attirer de nouveaux clients.

2.2.4 Durabilité

Durabilité

Les principes de CREALOGIX pour un modèle d'affaires durable s'inspirent des objectifs de développement durable de l'ONU. Dans ce contexte, CREALOGIX a défini des mesures concrètes, subdivisées selon les trois volets suivants des Objectifs de développement durable de l'ONU.⁹

Dans le domaine «Environnement», CREALOGIX poursuit actuellement trois initiatives:

- 1) Stockage sûr, neutre en CO₂ ou hébergement sûr et neutre en CO₂ de données
- 2) Optimisation de la gestion des bâtiments et des déchets
- 3) Promotion de solutions respectueuses de l'environnement dans le cadre de l'activité commerciale

⁸ Source: Informations de la direction de CREALOGIX.

⁹ Source: Rapport de gestion de CREALOGIX.

Dans le domaine «Social», CREALOGIX mène actuellement trois initiatives:

- 1) Accroissement de la diversité au sein du Senior Management Team et du conseil d'administration
- 2) Encouragement des apprentissages professionnels, des postes d'entrée pour les diplômés et des formations continues pour les collaborateurs et collaboratrices
- 3) Maintien d'un environnement de travail socialement engagé et motivant

Dans le domaine «Gouvernance», CREALOGIX poursuit actuellement quatre initiatives:

- 1) Respect de la gouvernance ESG
- 2) Mise en œuvre du Code de conduite
- 3) Respect des dispositions et prescriptions
- 4) Investissements dans la formation de professionnels dans le monde entier afin de garantir des possibilités de développement professionnel positif

2.3 Chiffres-clés financiers historiques de CREALOGIX

Événements clés récents

L'histoire récente de CREALOGIX a été marquée notamment par les événements clés suivants:¹⁰

- Les exercices 2020/21 et 2021/22 de CREALOGIX ont été marqués par des investissements dans de nouveaux produits. Au cours de ces deux exercices, CREALOGIX a investi un montant significatif (plus de 31.0% du chiffre d'affaires pour l'exercice 2021/22) dans le développement de la nouvelle plateforme de banque numérique ainsi que dans le «CREALOGIX Funding Portal». Ces investissements comprenaient à la fois les CAPEX (élaboration externe de solutions) et OPEX (élaboration interne de solutions).
- Durant cette phase d'investissement, le chiffre d'affaires de CREALOGIX a diminué de 14.0% au cours de l'exercice 2021/22 par rapport à l'année précédente (2020/21). Le niveau élevé des investissements, combiné à la baisse du chiffre d'affaires, a débouché sur un EBITDA négatif de CHF 9.3 millions pour l'exercice 2021/22. La baisse du chiffre d'affaires s'explique notamment par les facteurs suivants:
 - Suppression des produits des activités non stratégiques. Le recul des produits du chiffre d'affaires provenant des activités non stratégiques s'explique par la consolidation en cours du portefeuille;
 - Impact négatif du franc suisse fort;
 - Ralentissement général du secteur bancaire qui s'est finalement fait ressentir auprès de CREALOGIX en tant que fournisseur.
- Dans ce contexte, l'objectif était de consolider le portefeuille de produits et de services de CREALOGIX afin d'accroître la rentabilité opérationnelle. En outre, des mesures ont été prises pour réduire les coûts en diminuant les effectifs de 17% pour l'exercice 2021/22 et de 27% pour l'exercice 2022/23. La réduction des coûts du personnel se rapporte avant tout à la réduction de l'effectif des collaborateurs et collaboratrices externes («freelancer»).
- Le «CREALOGIX Funding Portal», fruit des investissements susmentionnés, était opérationnel auprès de sept banques de développement participantes à fin juin 2022/23 et a été introduit par le biais de contrats SaaS (chiffre d'affaires récurrent). Une étape importante de la feuille de route stratégique a ainsi été franchie.
- En raison de l'accent mis sur le secteur de la banque numérique («Digital Banking») et de la consolidation du portefeuille qui en découle, une participation majoritaire de 67% dans Swiss Learning Hub AG («SLH») a finalement été vendue à blue8x AG en août 2022 («transaction SLH»). SLH a été entièrement déconsolidée à l'issue de la transaction et la participation résiduelle de 33% a été comptabilisée en tant qu'actif financier.¹¹

¹⁰ Sources: Communiqués de presse et rapports de gestion de CREALOGIX, informations de la direction de CREALOGIX.

¹¹ Le 17 août 2022, 67% des actions de Swiss Learning Hub AG ont été vendues, avec une option sur la vente des 33% restants. L'option peut être exercée par CREALOGIX deux ans après la conclusion de la transaction SLH.

- Au cours de l'exercice 2022/23, la mise en œuvre des initiatives stratégiques a permis d'obtenir un EBITDA positif malgré un recul du chiffre d'affaires (CHF 8.9 millions, y compris la contribution au bénéfice résultant de la vente de la participation SLH, respectivement CHF 1.4 million ajusté de la vente de la participation SLH («EBITDA opérationnel»)).

Chiffres-clés historiques de CREALOGIX

Chiffres-clés historiques de CREALOGIX

| en TCHF | EA 2020/21 | EA 2021/22 | EA 2022/23 |
|--|----------------|---------------|---------------|
| Chiffre d'affaires^{*)} | 109'263 | 94'020 | 81'396 |
| Croissance du chiffre d'affaires en % | 5.4% | -14.0% | -13.4% |
| Dont chiffre d'affaires récurrent en % | 50.3% | 51.3% | 47.7% |
| EBITDA opérationnelle^{**)} | 3'267 | -9'254 | 1'408 |
| Marge EBITDA opérationnelle en % | 3.0% | -9.8% | 1.7% |
| CAPEX | 7'971 | 9'362 | -3'100 |
| CAPEX en % du chiffre d'affaires | 7.3% | 10.0% | -3.8% |
| ACN opérationnel | -10'185 | -8'161 | -2'782 |
| ACN opérationnel en % du chiffre d'affaires | -9.3% | -8.7% | -3.4% |
| Endettement net | 1'853 | 25'326 | 26'986 |
| Fonds propres (valeur comptable)^{***)} | 44'070 | 22'316 | 22'446 |

Sources: Rapports de gestion de CREALOGIX.

*) Le chiffre d'affaires comprend le chiffre d'affaires de SLH.

**) Pour l'exercice 2022/23, l'EBITDA de CHF 8.9 millions est corrigé du produit de la transaction SLH de CHF 7.5 millions à un «EBITDA opérationnel» de CHF 1.4 millions.

***) Y compris participations minoritaires.

Évolution du chiffre d'affaires¹²

Durant l'exercice 2020/21, le chiffre d'affaires a augmenté de CHF 5.6 millions, respectivement de 5.4% par rapport à l'année précédente, malgré un contexte lié au COVID-19 difficile. Cela s'explique par la conclusion de contrats de développement importants avec les banques de développement et par une augmentation du chiffre d'affaires des

¹² Le chiffre d'affaires comprend le chiffre d'affaires de SLH.

activités SaaS. La croissance a surtout été enregistrée en Asie et au moyen-Orient. La part du chiffre d'affaires récurrent s'élevait à 50.3%.

Au cours de l'exercice 2020/21 et 2021/22, le chiffre d'affaires a diminué de CHF 15.2 millions, respectivement de 14.0%. Outre le recul des ventes d'appareils de paiement physiques, une réduction du chiffre d'affaires a également résulté de la consolidation des activités alors non stratégiques. En outre, l'effet des taux de change a eu un impact négatif sur le chiffre d'affaires. La part du chiffre d'affaires récurrent est passée à 51.3%.

Durant l'exercice 2022/23, le chiffre d'affaires a diminué de CHF 12.6 millions (13.4%). Ce recul s'explique en partie par la vente de la participation majoritaire dans SLH en août 2022. Corrigé de l'aliénation de la transaction SLH, le chiffre d'affaires de l'exercice 2022/23 n'a diminué que de 2.8% en monnaies locales.

Évolution de la marge EBITDA¹³

Au cours de l'exercice 2020/21, CREALOGIX a réalisé une marge EBITDA de 3.0%. L'amélioration de la marge EBITDA par rapport à l'exercice précédent est due à l'augmentation du chiffre d'affaires ainsi qu'aux mesures de réorganisation mises en place et à l'optimisation du portefeuille de produits.

Pour l'exercice 2021/22, une marge EBITDA négative de -9.8% a été enregistrée, soit un EBITDA de CHF -9.3 millions. Cette détérioration s'explique non seulement par le recul du chiffre d'affaires, mais aussi par les investissements significatifs (partiellement comptabilisés comme OPEX) dans la plateforme de banque numérique et le «CREALOGIX Funding Portal» à hauteur de 31% du chiffre d'affaires.

En raison des initiatives stratégiques visant à réduire les coûts et du bénéfice non récurrent de la vente de la participation SLH, un EBITDA positif de CHF 8.9 millions a été réalisé au cours de l'exercice 2022/23. Corrigé du produit de la transaction SLH, l'EBITDA opérationnel s'élève à CHF 1.4 millions, soit une marge EBITDA opérationnelle de 1.7%.

Évolution des CAPEX

Les CAPEX s'élevaient à 7.3% du chiffre d'affaires pour l'exercice 2020/21 pour atteindre 10.0% durant l'exercice 2021/22. Ces investissements consistent en grande partie en investissements dans des immobilisations incorporelles dans le cadre du développement de la plateforme de banque numérique et du «CREALOGIX Funding Portal». Les CAPEX récurrents ordinaires sont nettement plus faibles.

Les revenus nets de la transaction SLH vont générer un afflux net de liquidités de 3.8% du chiffre d'affaires pour l'exercice 2022/23. Dans le même temps, les dépenses pour immobilisations incorporelles sont passées de CHF 7.9 millions pour l'exercice 2021/22 à CHF 1.1 millions pour l'exercice 2022/23.

¹³ La marge EBITDA opérationnelle est calculée sur la base du chiffre d'affaires.

Évolution de l'actif circulant net opérationnel («ACN»)

Au cours des trois dernières années, l'ACN opérationnel a augmenté de -9.3% à -3.4% par rapport au chiffre d'affaires. Cela s'explique par un recul des paiements anticipés et des comptes créditeurs supérieur par rapport au chiffre d'affaires. L'ACN opérationnel reste donc négatif par rapport au chiffre d'affaires.

Évolution de l'endettement net et des fonds propres

L'endettement net (dettes financières portant intérêts moins liquidités) est passé de CHF 1.9 millions pour l'exercice 2020/21 à CHF 25.3 millions pour l'exercice 2021/22. L'augmentation de l'endettement net est due au résultat opérationnel négatif associé à des CAPEX élevés. En conséquence, la trésorerie a été réduite au cours de l'exercice 2021/22 et les fonds étrangers portant intérêts ont été augmentés. En raison des revenus nets liés à la transaction SLH, l'endettement net n'a augmenté que faiblement au cours de l'exercice 2022/23 écoulé.

Au cours de l'exercice 2021/22, les fonds propres ont presque diminué de moitié par rapport à l'exercice précédent pour atteindre CHF 22.3 millions, en raison de la forte perte enregistrée au cours de l'exercice concerné ainsi que de la conversion en monnaie étrangère en relation avec des participations étrangères. Fin juin 2022/23, les fonds propres s'élevaient à CHF 22.4 millions.

2.4 Analyse de marché

La clientèle des banques et des gestionnaires de fortune exige des prestations numériques et une expérience d'utilisateur sans faille

CREALOGIX développe et applique des solutions logicielles «front end» pour les banques et les gestionnaires de fortune via une plateforme numérique. L'activité commerciale de CREALOGIX peut donc être attribuée aux marchés «Digital Banking Platform» et «Digital Wealth Management Platform».

La transformation mondiale des opérations bancaires et du trafic des paiements s'est accélérée ces dernières années. Les évolutions qui en résultent ont été fortement influencées par diverses tendances de la numérisation ainsi que par la pandémie mondiale de COVID-19.¹⁴ La pandémie de COVID-19 a ainsi entraîné une augmentation rapide des activités de banque en ligne, y compris une augmentation des transactions numériques. Au vu de cette tendance à la numérisation, Deloitte, par exemple, constate également dans son «Digital Banking Maturity Study 2022»¹⁵ que les appareils mobiles sont devenus les principaux supports d'interaction avec les banques.

Les activités de gestion de fortune ont également été fortement impactées par la pandémie de COVID-19. Afin de maintenir la confiance de la clientèle dans le domaine de la gestion de fortune durant cette période difficile, il a fallu numériser les processus opérationnels liés à la communication clients.¹⁶ Parallèlement, des technologies telles que l'intelligence artificielle ont été intégrées dans les processus afin de mieux personnaliser les services à la clientèle et d'accroître l'efficacité du conseil en gestion de patrimoine. Dans son rapport «Swiss Affluent Clients», Deloitte a interrogé les clientes et clients des gestionnaires de fortune sur les principales caractéristiques de l'offre d'un gestionnaire de fortune. Outre les frais peu élevés, la clientèle fortunée a cité comme caractéristiques les plus importantes «la banque en ligne de pointe», «l'exécution d'opérations bancaires par plusieurs canaux (personnel, mobile, online)» et «la banque mobile de pointe (application pour téléphones mobiles ou tablettes)».¹⁷ Du côté de la clientèle, la numérisation conserve donc manifestement une très grande importance, même à l'avenir.

¹⁴ Entrust (2022), New Study From Entrust Finds Consumers Prefer Digital Banking Experiences, But Are Concerned About Security.

¹⁵ Deloitte (2023), Digital Banking Maturity Study 2022.

¹⁶ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

¹⁷ Deloitte (2023), Swiss Affluent Clients.

Les banques et les gestionnaires de fortune doivent continuer à promouvoir la numérisation des processus

La numérisation revêt donc une importance capitale pour les banques («Digital Banking») et les gestionnaires de fortune («Digital Wealth Management»).¹⁸ Ainsi qu'il ressort de différentes études de cas, par exemple de McKinsey, une transformation numérique réussie peut conduire les banques et les gestionnaires de fortune à de meilleurs résultats commerciaux, à améliorer les rapports coûts/revenus et à accroître la satisfaction de la clientèle (acquisition et fidélisation des clientes et clients). Dans ce contexte, différentes études montrent que les banques traditionnelles accusent un net retard dans la transformation numérique par rapport aux banques dites numériques («banques challenger»).¹⁹ Selon Deloitte, les banques suisses, en particulier, courent le risque de ne pas répondre aux attentes croissantes de leur clientèle lorsqu'il s'agit d'assurer une expérience satisfaisante avec un choix suffisant de fonctionnalités.

Selon une étude de marché de Mordor Intelligence, les banques privilégient les plateformes bancaires numériques pour la transformation numérique en raison des nombreux avantages qu'elles présentent. En font notamment partie la réduction des coûts informatiques, la possibilité d'une commercialisation rapide, la connexion à un système bancaire ouvert («open banking»), les fonctions personnalisables «out of the box» ainsi que l'expérience clients multicanal («omni channel»). On observe également une tendance vers des services basés sur le cloud et des contrats SaaS afin de réduire les coûts de l'infrastructure informatique.²⁰

En ce qui concerne les gestionnaires de fortune, les frais de négoce et de gestion des investissements ont considérablement baissé. Cela incite les gestionnaires de fortune à numériser les processus et à identifier les possibilités d'accroître l'efficacité.²¹ Dans ce contexte, les gestionnaires de fortune utilisent eux aussi des plateformes numériques pour la transformation numérique de leurs services. Ces plateformes prennent en charge différents canaux numériques comme les smartphones, les tablettes et les navigateurs et permettent ainsi à la clientèle de profiter de l'expérience multicanal fluide qu'elle recherche.

¹⁸ McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds.

¹⁹ McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds, Deloitte (2022), Digital Banking Maturity Study.

²⁰ Mordor Intelligence (2023), Digital Banking Platform Market.

²¹ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

Le marché «Digital Banking Platform» et le marché «Wealth Management Platform» devraient connaître une croissance annuelle de 14.0% d'ici 2030

Mordor Intelligence estime le volume du marché «Digital Banking Platform» à USD 8.9 milliards en 2023.²² Selon les études de McKinsey et Deloitte notamment, d'autres investissements substantiels sont nécessaires pour répondre aux exigences de la clientèle en matière de services bancaires numériques et faire progresser la numérisation,²³ ce qui augmentera la demande de solutions et de services dans le domaine des plateformes bancaires numériques. En 2028, un volume de marché de USD 17.2 milliards est estimé pour le marché «Digital Banking Platform», ce qui correspond à une croissance annuelle («Compound Annual Growth Rate, CAGR») de 14.0%.

Le volume de marché du «Wealth Management Platform» est estimé à USD 4.7 milliards en 2023.²⁴ Sur ce marché, on s'attend à une croissance comparable à celle du marché «Digital Banking Platform». Avec un CAGR de 14.0% également, le volume de marché correspondant est estimé à USD 9.0 milliards en 2030.

²² Mordor Intelligence (2023), Digital Banking Platform Market.

²³ Deloitte (2023), Digital Banking Maturity Study 2022, McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds.

²⁴ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

3 Évaluation

| | | |
|-----|----------------------------------|---------|
| 3.1 | Méthode d'évaluation | Page 22 |
| 3.2 | Évaluation discounted cash flow | Page 23 |
| 3.3 | Évaluation à l'aide de multiples | Page 35 |
| 3.4 | Analyse du cours de l'action | Page 38 |

3 Évaluation

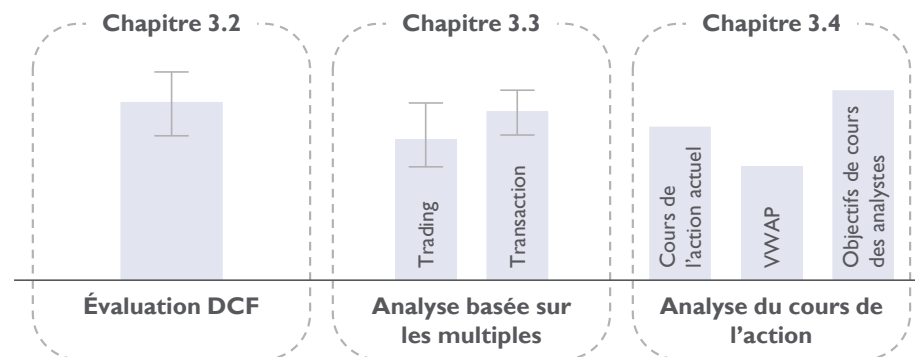
3.1 Méthode d'évaluation

Pour l'évaluation de CREALOGIX, nous nous basons en premier lieu sur la méthode du *discounted cash flow* («méthode DCF»), conformément aux bonnes pratiques actuelles («Best Practice»). Nous appliquons en outre les *trading multiples* ainsi que les *transaction multiples*, et tenons compte des résultats de l'analyse du cours de l'action ainsi que des cours cibles des analystes

L'évaluation de CREALOGIX aux fins de l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Vencora est effectuée conformément au principe *stand-alone*, en appliquant différentes méthodes d'évaluation. Conformément à l'annonce préalable de l'offre publique d'acquisition du 16 novembre 2023, la valeur par action CREALOGIX est calculée à la date de référence de l'évaluation du 15 novembre 2023.²⁵

Dans notre cadre d'évaluation, la méthode DCF revêt la plus grande importance. Les réflexions en matière d'évaluation sont complétées par l'application de méthodes axées sur le marché et basées sur l'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse (*trading multiples*) et des prix payés lors de transactions comparables dans le passé (*transaction multiples*). La valeur par action résultant de la méthode DCF ainsi que de l'évaluation à l'aide de *trading multiples* et *transaction multiples* est en outre comparée avec le cours actuel de l'action CREALOGIX et avec le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse (Volume weighted average price, «VWAP») de CREALOGIX, ainsi qu'avec les objectifs de cours publiés par les analystes pour l'action de CREALOGIX.

Méthode d'évaluation



Source: IFBC.

²⁵ Source: Annonce préalable de l'offre du 16 novembre 2023, CREALOGIX.

3.2 Évaluation discounted cash flow

3.2.1 Introduction à la méthodologie d'évaluation

L'application de la méthode DCF correspond à la théorie reconnue de la «Corporate Finance», ainsi qu'à la «Best Practice» actuelles en matière d'évaluation d'entreprise. De manière générale, la valeur d'une entreprise est obtenue en actualisant les futurs Free Cash Flows attendus («FCF») avec le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») à la date de référence de l'évaluation qui a été définie.

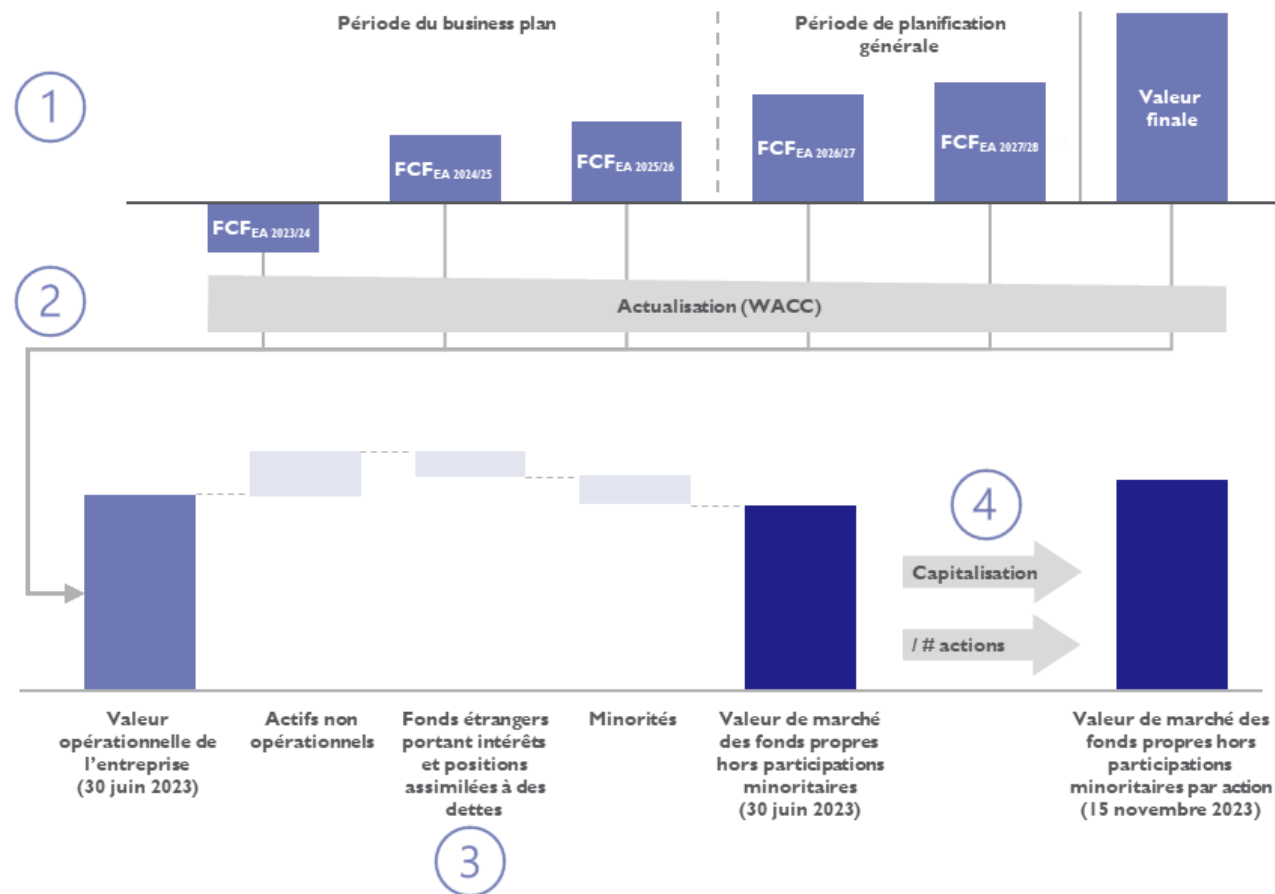
Sur la base de la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires de CREALOGIX au 15 novembre 2023 est déterminée comme suit:

Détermination de la valeur de marché des fonds propres

- ① Dans un premier temps, les FCF attendus à l'avenir sont déterminés sur la base du *business plan* approuvé par le CA de CREALOGIX pour les exercices 2023/24 à 2025/26 (période du *business plan*) ainsi que des hypothèses de la direction pour les deux années suivantes 2026/27 et 2027/28 (période de planification générale). La part de valeur afférente à la phase postérieure à l'exercice 2027/28 est exprimée en une valeur finale («valeur finale», «VF»).
- ② Les FCF attendus pour les périodes de planification ainsi que la valeur finale déterminée sont ensuite actualisés avec le WACC approprié pour CREALOGIX au 30 juin 2023. La valeur d'entreprise opérationnelle au 30 juin 2023 résulte des valeurs actuelles ainsi calculées.
- ③ Sur la base des comptes annuels au 30 juin 2023, les actifs non nécessaires sur le plan opérationnel sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les fonds étrangers portant intérêts, les positions assimilées à des dettes ainsi que les participations minoritaires à la valeur de marché sont déduits. On obtient ainsi la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 juin 2023.
- ④ La valeur de marché des fonds propres obtenue est capitalisée à la date de l'évaluation du 15 novembre 2023, puis divisée par le nombre d'actions en circulation, afin de déterminer la valeur par action au 15 novembre 2023.

Schéma illustratif de la méthode d'évaluation utilisée pour déterminer la valeur de marché des fonds propres par action de CREALOGIX au 15 novembre 2023

Le schéma ci-dessous illustre la détermination de la valeur de marché des fonds propres par action de CREALOGIX au 15 novembre 2023:



Source: IFBC.

3.2.2 Free cash flows et valeur finale

Les *free cash flows* estimés pour l'avenir se basent sur le *business plan* pour les exercices 2023/24 à 2025/26 et sur des informations et hypothèses supplémentaires de la direction pour la période de planification générale (exercices 2026/27 à 2027/28) ainsi que la valeur finale

Les FCF prévisionnels de CREALOGIX pour l'exercice 2023/24 jusqu'à l'exercice 2025/26 se basent sur le *business plan* actuel approuvé par le CA de CREALOGIX le 7 septembre 2023 ainsi que sur d'autres informations et hypothèses de la direction. Par ailleurs, une période de planification générale pour les exercices 2026/27 et 2027/28 a été prise en compte dans le cadre de l'évaluation DCF. Pour la période de planification générale, la direction de CREALOGIX a défini, outre d'autres informations et hypothèses, notamment des fourchettes pour 1) la croissance attendue du chiffre d'affaires et 2) une marge opérationnelle EBITDA durable. Les hypothèses relatives aux valeurs durables comme base pour la détermination de la valeur finale ont été confirmées par la direction. Les valeurs moyennes des principaux facteurs de valeur et hypothèses qui en résultent sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Aperçu des hypothèses principales pour la période du *business plan* et la période de planification générale ainsi que pour la valeur finale par rapport au passé

| | Historique | Période du <i>business plan</i> | Période de planification générale | |
|---|----------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|---------------|
| en TCHF | EA 2020/21 - EA 2022/23 | EA 2023/24 - EA 2025/26 | EA 2026/27 - EA 2027/28 | Valeur finale |
| Croissance du chiffre d'affaires (CAGR) | -7.7% | 4.0% | 7.5% | 1.8% |
| Ø chiffre d'affaires récurrent en % du chiffre d'affaires ^{*)} | 49.8% | 48.3% | n/a | n/a |
| Ø marge EBITDA opérationnelle ^{**)} | -1.7% | 13.0% | 15.7% | 17.0% |
| Ø CAPEX en % du chiffre d'affaires | -4.5% | 2.2% | 1.5% | 1.4% |
| Ø ACN opérationnel en % du chiffre d'affaires | -7.1% | -2.3% | -2.3% | -2.3% |

Sources: Rapports de gestion et informations de la direction de CREALOGIX.

*) Les chiffres d'affaires récurrents ne sont disponibles que pour la période du *business plan*, car les chiffres d'affaires de la période de planification générale ont été planifiés selon une approche «top-down».

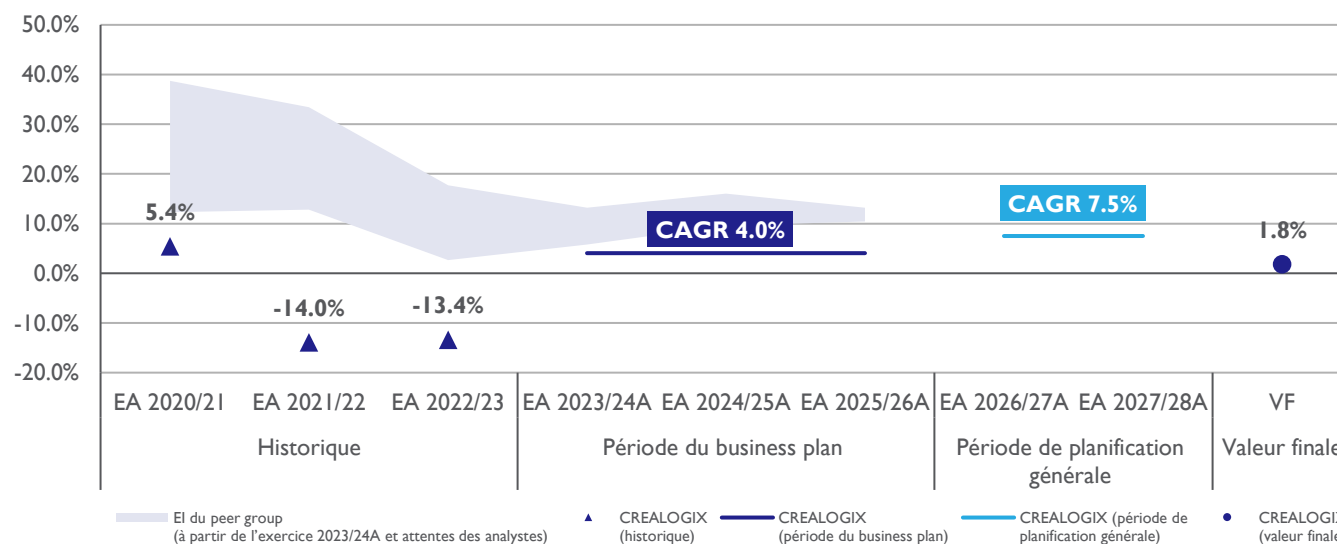
**) Pour l'exercice 2022/23, la marge EBITDA a été ajustée de la transaction SLH.

Nous avons évalué et vérifié la plausibilité des informations et hypothèses de la direction de CREALOGIX d'un point de vue indépendant. À cette fin, les principales hypothèses pour la période du *business plan* et la période de planification générale ont été comparées, entre autres, aux estimations des analystes pour les entreprises comparables identifiées. Pour cette analyse, les entreprises comparables, qui développent et commercialisent notamment des solutions frontales pour les banques et les gestionnaires de fortune, ont été regroupées dans un groupe de pairs (*peer group*).²⁶ Les principales hypothèses sont décrites ci-après.

²⁶ Un aperçu des entreprises comparables figure à la section 5.3 de l'annexe.

Hypothèses relatives à l'évolution du chiffre d'affaires

Comparaison des taux de croissance historiques et prévisionnels du chiffre d'affaires de CREALOGIX et des entreprises comparables²⁷



Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de CREALOGIX.

Les défis des exercices 2021/22 à 2022/23²⁸ se reflètent dans une évolution du chiffre d'affaires nettement inférieure à la moyenne par rapport à celle du groupe de pairs. Au cours de ces années, la croissance du chiffre d'affaires de CREALOGIX est nettement inférieure à l'écart intercartile (quartile de 25% à 75%, «El»). Il convient de tenir compte du fait qu'une partie du recul du chiffre d'affaires de l'exercice 2022/23 est due à la transaction SLH.

Durant la période du *business plan* allant de 2023/24A à 2025/26A («A» pour «attendu»), la direction s'attend à un taux de croissance annuel moyen (CAGR) de 4.0%. Cette croissance reflète la stratégie de croissance de CREALOGIX et devrait être atteinte notamment grâce aux initiatives stratégiques de croissance²⁹ et donc de manière organique. Avec

²⁷ Étant donné que la couverture des analystes est très faible à partir de 2026/27A et qu'une comparaison n'est donc pas pertinente, on renonce à procéder à un benchmarking pour les exercices 2026/27A et 2027/28A.

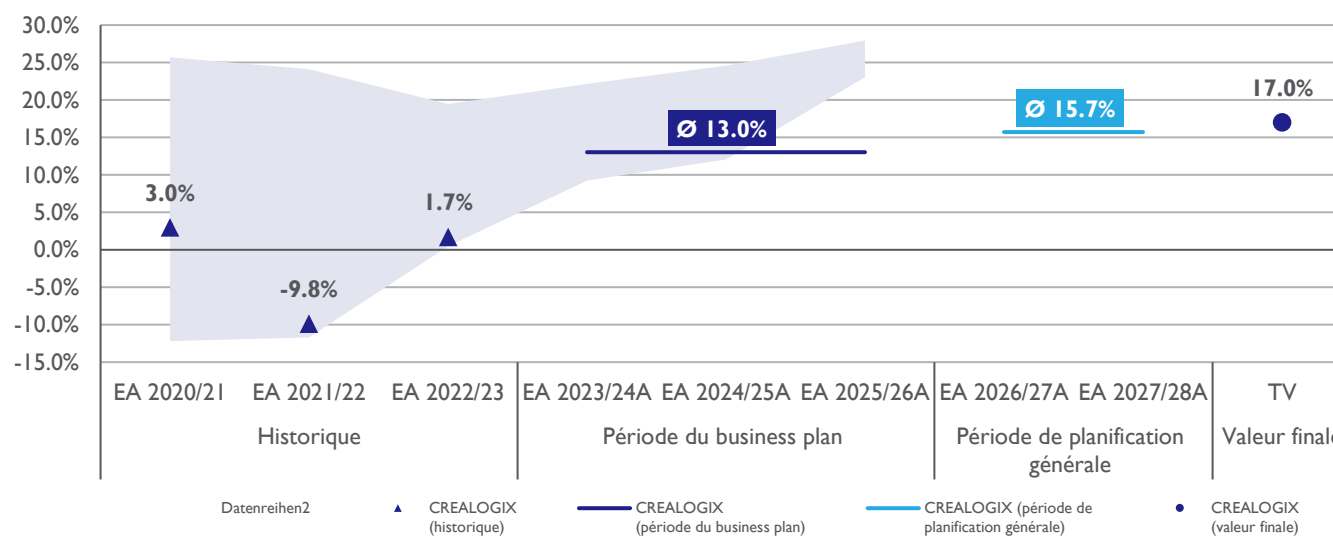
²⁸ Les causes sont décrites en détail à la section 2.3.

²⁹ Les initiatives stratégiques sont décrites en détail à la section 2.2.3.

4.0%, la croissance attendue reste inférieure à l'EI des prévisions des analystes pour les entreprises comparables de CREALOGIX. Durant la période de planification générale, un CAGR de 7.5% est prévu pour le chiffre d'affaires. Cette hypothèse est corroborée par la croissance mondiale du marché et, dans le même temps, par les taux de croissance du *peer group*, qui affichent un EI plus élevé au cours des années précédentes. La valeur finale tient compte d'une croissance annuelle durable du chiffre d'affaires de 1.8%. Ce taux de croissance correspond à la prévision d'inflation moyenne à long terme des monnaies pertinentes pour CREALOGIX, pondérée sur la base d'une répartition durable des monnaies.

Hypothèses relatives à la marge EBITDA

Comparaison des marges EBITDA opérationnelles historiques et prévisionnelles de CREALOGIX et des entreprises comparables³⁰



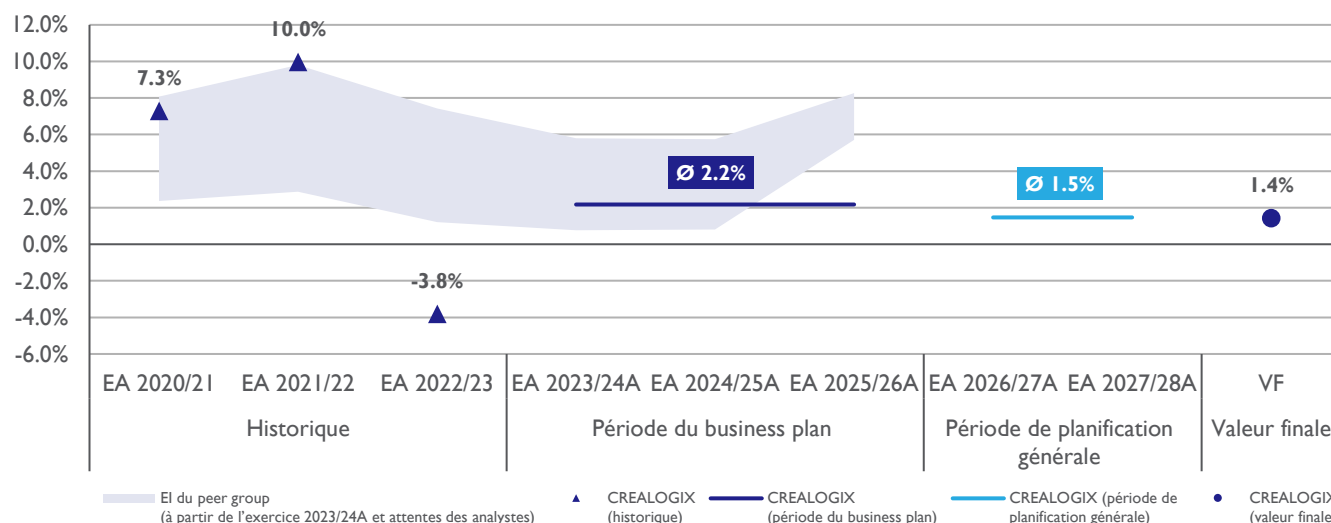
Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de CREALOGIX.

³⁰ Les éventuels effets liés à l'IFRS 16 ont été éliminés dans les EBITDA opérationnels historiques et attendus à l'avenir des entreprises comparables. Étant donné que la couverture des analystes est très faible à partir de 2026/27A et qu'une comparaison n'est donc pas pertinente, on renonce à procéder à un benchmarking pour les exercices 2026/27A à 2027/28A.

Au cours de l'exercice 2020/21, CREALOGIX a pu afficher une marge opérationnelle EBITDA positive malgré les investissements importants (en partie comptabilisés dans les coûts opérationnels) dans la plateforme de banque numérique et le «CREALOGIX Funding Portal». Outre le recul du chiffre d'affaires, l'exercice 2021/22 a été marqué par des investissements élevés, ce qui a entraîné une marge EBITDA négative. En raison des initiatives stratégiques visant à réduire les coûts et du bénéfice non récurrent de la transaction SLH, une marge EBITDA positive de 10.9% a été réalisée en 2022/23. Corrigé du produit de la transaction SLH, l'EBITDA opérationnel s'élève à CHF 1.4 millions, soit une marge EBITDA opérationnelle de 1.7%. Historiquement, la marge EBITDA se situe dans la moitié inférieure de l'EI.

Pour la période du *business plan*, la direction de CREALOGIX s'attend à une marge EBITDA opérationnelle moyenne de 13.0%, ce qui se situe dans la partie inférieure de l'EI pour les exercices 2023/24A et 2024/25A, et en dessous de l'EI des prévisions des analystes pour les entreprises comparables pour l'exercice 2025/26A. La marge opérationnelle EBITDA augmentera durant la période du *business plan* en raison des économies d'échelle et de la mise en œuvre des initiatives stratégiques. Pendant la période de planification générale, on suppose une augmentation de la marge opérationnelle EBITDA à un niveau durable dans la valeur finale. Ainsi, une marge EBITDA opérationnelle moyenne de 15.7% est prévue pour les exercices 2026/27A et 2027/28A. À long terme, la direction de CREALOGIX considère qu'une marge EBITDA allant jusqu'à 17.0% est durable. Cette évolution positive est corroborée par la rentabilité accrue des entreprises comparables et par les économies d'échelle réalisables grâce à la croissance du chiffre d'affaires visée.

Hypothèses relatives aux CAPEX

Comparaison des investissements historiques et prévisionnels de CREALOGIX et des entreprises comparables (CAPEX en % du chiffre d'affaires)³¹

Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de CREALOGIX.

Les CAPEX s'élevaient à 7.3% du chiffre d'affaires pour l'exercice 2020/21 pour atteindre 10.0% durant l'exercice 2021/22. Au cours de l'exercice 2022/23, l'entreprise a réalisé un afflux de trésorerie provenant de la transaction SLH.³² Corrigé du produit de la transaction SLH, les CAPEX s'élèvent à 1.8% pour l'exercice 2022/23. Avec ces valeurs, CREALOGIX se situe dans la fourchette supérieure de l'EI des sociétés comparables pour l'exercice 2020/21 et même au-dessus de l'EI des sociétés comparables pour l'exercice 2021/22.

Pour la période du *business plan*, les CAPEX sont prévus à hauteur de 2.2% du chiffre d'affaires. Pour les années 2023/24A à 2025/26A, les analystes s'attendent en moyenne à des taux d'investissement plus élevés pour les entreprises comparables. CREALOGIX reste toutefois dans l'EI des entreprises comparables au cours des deux premières années du *business plan*. Selon les informations de la direction de CREALOGIX, les taux de CAPEX plus bas

³¹ Étant donné que la couverture des analystes est très faible à partir de 2026/27A et qu'une comparaison n'est donc pas pertinente, on renonce à procéder à un benchmarking pour les exercices 2026/27A à 2027/28A.

³² Le contexte de ces investissements est décrit en détail à la section 2.2.3.

s'expliquent par le fait que des investissements plus importants ont déjà été réalisés au cours des années précédentes et que CREALOGIX réalise sa croissance du chiffre d'affaires par le biais de produits existants et d'investissements comptabilisés comme OPEX. Pour la période de planification générale, la direction de CREALOGIX table sur un niveau de CAPEX moyen de 1.5%. À long terme, la direction de CREALOGIX s'attend à un niveau de CAPEX de 1.4% par rapport au chiffre d'affaires. En raison de l'hypothèse de croissance plus faible de la valeur finale, il ne faut s'attendre qu'à des investissements de remplacement. Pour le calcul de la valeur finale, on suppose que les amortissements correspondent durablement au niveau de CAPEX prévu.

Hypothèses relatives à l'ACN opérationnel

L'ACN opérationnel de CREALOGIX était en moyenne de -7.1% par rapport au chiffre d'affaires des exercices 2020/21 à 2022/23. Pour la période du *business plan* et la période de planification générale, CREALOGIX table sur une augmentation de l'ACN par rapport aux produits du chiffre d'affaires à -2.3% en moyenne. Dans la valeur finale un niveau de NUV durable de -2.3% est également appliqué.

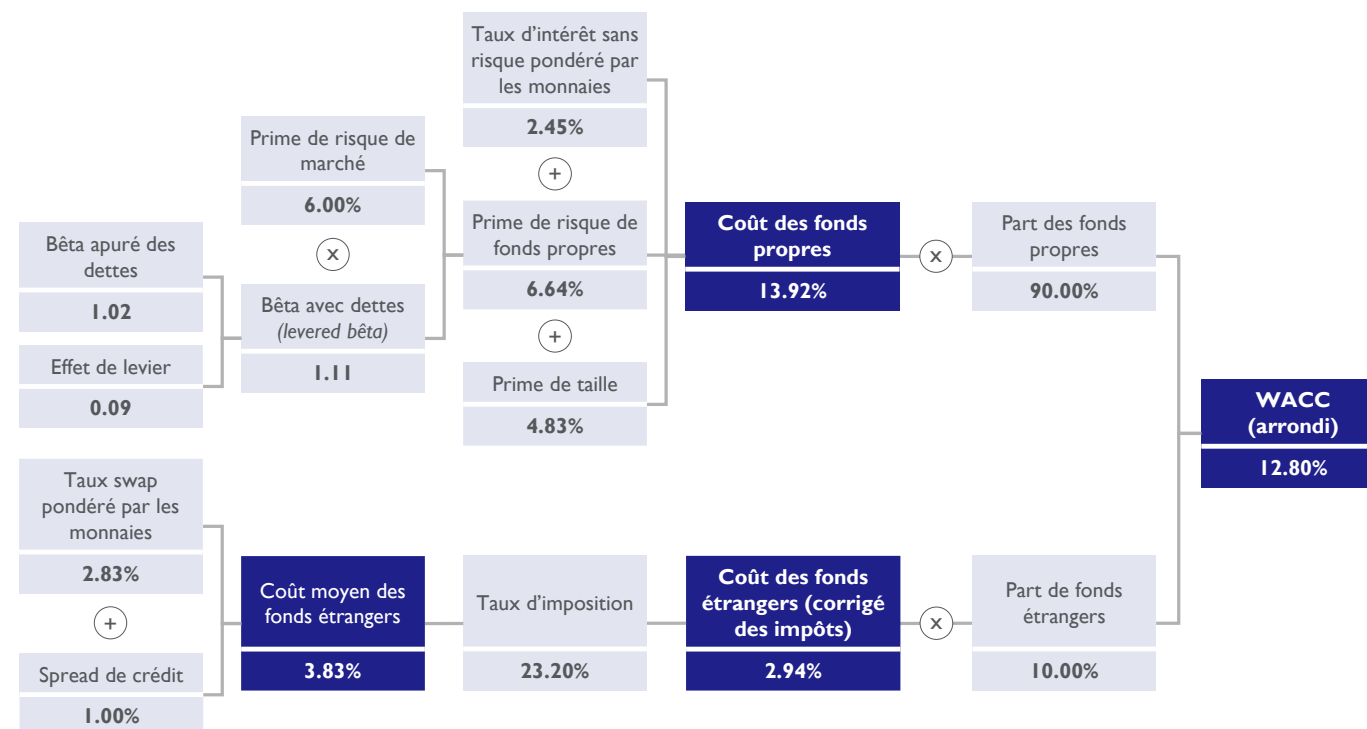
Hypothèses relatives aux impôts

Sur la base des estimations de la direction de CREALOGIX, un taux d'imposition calculé de 23.20% est appliqué pour les exercices 2023/24A à 2027/28A ainsi que pour la valeur finale.

3.2.3 Coût moyen du capital

Détermination du WACC
de CREALOGIX

Le schéma ci-dessous illustre la détermination du WACC pour CREALOGIX:³³



Sources: IFBC, Kroll, 2023, Refinitiv Eikon, IMF, World Economic Outlook, octobre 2023, informations de la direction de CREALOGIX.

³³ Pour plus d'informations, voir la section 5.1 de l'annexe.

3.2.4 Détermination de la valeur de marché des fonds propres par action

Valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 juin 2023

L'actualisation des *free cash flows* attendus pour les périodes de planification (période du *business plan* et période de planification générale) ainsi que de la valeur finale avec le WACC de 12.80%³⁴, aboutit à une valeur d'entreprise opérationnelle de CHF 96.1 millions au 30 juin 2023.

Valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 juin 2023

Afin de déterminer la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 juin 2023, les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur d'entreprise opérationnelle au 30 juin 2023 et les dettes financières, les positions assimilées à des dettes ainsi que les participations minoritaires sont déduites à leur valeur de marché.

Les actifs non opérationnels au 30 juin 2023, d'un montant total de CHF 9.3 millions, sont essentiellement des prétentions fiscales différées (nettes), la participation minoritaire existante dans SLH³⁵ ainsi que d'autres actifs financiers. Au 30 juin 2023, CREALOGIX ne dispose pas, en accord avec la direction de CREALOGIX, de liquidités non nécessaires à l'exploitation.

En outre, les fonds étrangers portant intérêts et les positions assimilées à des dettes sont déduits de la valeur opérationnelle de l'entreprise à hauteur de CHF 30.9 millions. Il s'agit notamment de prêts convertibles en cours, d'un prêt d'actionnaires subordonné et d'autres dettes financières à court terme. En outre, les provisions pondérées par leur probabilité et le passif financier résiduel résultant de la rémunération en actions des membres de la direction et du conseil d'administration sont considérés comme des positions assimilées à des dettes.

Au 30 juin 2023, il existe des participations minoritaires à la valeur de marché pour un montant de CHF 0.9 millions, qui sont également déduites.

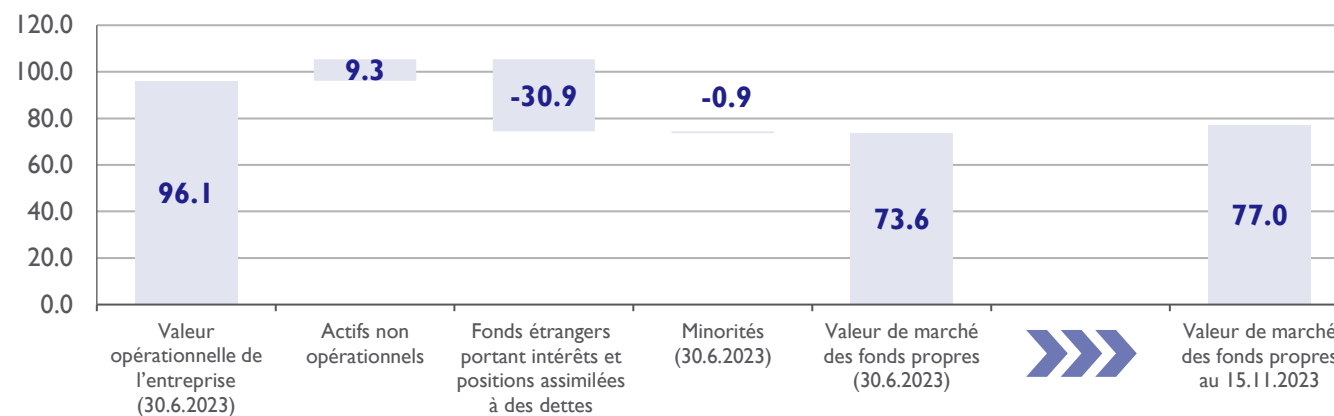
Valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 15 novembre 2023

La valeur de marché des fonds propres de CREALOGIX au 31 décembre 2023 qui en résulte, d'un montant de CHF 73.6 millions, est finalement capitalisée à la date de référence de l'évaluation (15 novembre 2023). Il en ressort une valeur de marché des fonds propres au 15 novembre 2023 de CHF 77.0 millions.

³⁴ Pour plus d'informations sur le calcul du WACC, voir la section 5.1 de l'annexe.

³⁵ Pour plus d'informations, voir la section 2.3.

Détermination de la valeur de marché des fonds propres de CREALOGIX au 15 novembre 2023
(en millions CHF, valeurs arrondies)



Source: IFBC.

Valeur par action en CHF
au 15 novembre 2023

Au 15 novembre 2023, 1'404'742 actions au total ont été émises. Selon les informations de la direction, CREALOGIX détient 3'489 actions (actions propres) au 15 novembre 2023. Le nombre d'actions en circulation s'élève ainsi à 1'401'253. Si l'on divise la valeur de marché des fonds propres au 15 novembre 2023 par ce nombre d'actions en circulation, on obtient une valeur par action de CHF 54.96.

Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action CREALOGIX au 15 novembre 2023 (en CHF)

| | | WACC | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 13.30% | 13.05% | 12.80% | 12.55% | 12.30% |
| Marge EBITDA durable | 18.00% | 54.98 | 56.74 | 58.58 | 60.51 | 62.53 |
| | 17.50% | 53.27 | 54.98 | 56.77 | 58.64 | 60.61 |
| | 17.00% | 51.56 | 53.22 | 54.96 | 56.78 | 58.68 |
| | 16.50% | 49.85 | 51.46 | 53.14 | 54.91 | 56.76 |
| | 16.00% | 48.13 | 49.70 | 51.33 | 53.04 | 54.83 |

| | | WACC | | | | |
|----------------------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 13.30% | 13.05% | 12.80% | 12.55% | 12.30% |
| CAPEX durables (en CHF millions) | 1.00 | 53.00 | 54.71 | 56.50 | 58.36 | 60.32 |
| | 1.25 | 52.28 | 53.97 | 55.73 | 57.57 | 59.50 |
| | 1.50 | 51.56 | 53.22 | 54.96 | 56.78 | 58.68 |
| | 1.75 | 50.84 | 52.47 | 54.19 | 55.98 | 57.86 |
| | 2.00 | 50.11 | 51.73 | 53.42 | 55.19 | 57.04 |

Source: IFBC.

Les tableaux ci-dessus illustrent les analyses de sensibilité relatives à la valeur par action de CREALOGIX en CHF au 15 novembre 2023. Une variation du WACC présumé de 12.80% de \pm 50 points de base et de la marge EBITDA durable induite dans la valeur finale de \pm 100 points de base conduit à une fourchette de valeur comprise entre CHF 48.13 et CHF 62.53 par action. Une variation identique du WACC présumé avec un ajustement simultané du niveau de CAPEX durable présumé de \pm CHF 0.5 millions aboutit à une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 50.11 et CHF 60.32.

Résumé

- L'utilisation de la méthode DCF pour déterminer la valeur de l'entreprise constitue une «Best Practice» reconnue.
- Les hypothèses relatives aux *free cash flows* et à la valeur finale se basent sur le *business plan* pour les exercices 2023/24A à 2025/26A, approuvé par le conseil d'administration de CREALOGIX le 7 septembre 2023, ainsi que sur les informations et hypothèses de la direction pour la période de planification générale et la valeur finale.
- Pour déterminer la valeur de marché des fonds propres, un WACC de 12.80% a été appliqué et s'est basé sur les comptes annuels au 30 juin 2023.
- La valeur par action au 15 novembre 2023 obtenue s'élève à CHF 54.96.
- Les analyses de sensibilité aboutissent à une fourchette de valeur par action de CHF 48.13 à CHF 62.53.
- Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF, car cette approche est celle qui permet le mieux de tenir compte des spécificités de CREALOGIX.

3.3 Évaluation à l'aide de multiples

L'évaluation à l'aide des *trading multiples* et des *transaction multiples* est effectuée pour vérifier la plausibilité des valeurs par action déterminées dans le cadre de l'analyse DCF.

Évaluation sur la base de *trading multiples*

Pour l'évaluation sur la base de *trading multiples*, un *peer group* d'entreprises comparables a été défini pour CREALOGIX.³⁶ Pour chaque entreprise comparable sélectionnée, le multiple EBITDA est calculé en comparant la valeur totale de l'entreprise au 31 octobre 2023³⁷ (valeur des fonds propres plus endettement net) avec l'EBITDA respectif attendu (06/2024, resp. 06/2025 attendu («A»)).^{38 39} Les écarts entre la capitalisation boursière de CREALOGIX et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent sont pris en compte dans l'évaluation sur la base de *trading multiples*.

La valeur médiane obtenue pour les multiples du *peer group* est appliquée à l'EBITDA opérationnel estimé avec congruence des échéances de CREALOGIX. L'on obtient ainsi la valeur opérationnelle de l'entreprise. Les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les dettes financières portant intérêts, les positions assimilées à des dettes ainsi que les participations minoritaires sont déduites à leur valeur de marché. Dans ce contexte, les mêmes valeurs que celles utilisées dans le cadre de la méthode DCF sont appliquées. La valeur des fonds propres qui en résulte est capitalisée après la date de référence de l'évaluation du 15 novembre 2023 et divisée par le nombre d'actions en circulation afin de calculer la valeur respective par action. Il en résulte une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 53.75 et CHF 96.92. La valeur moyenne par action s'élève à CHF 60.18.

Par rapport à l'évaluation DCF, l'application de *trading multiples* conduit à une évaluation plus élevée de CREALOGIX. Cela s'explique notamment par la croissance attendue durant la période du *business plan* et la période de planification générale ainsi que par la marge EBITDA opérationnelle prévue de CREALOGIX. Les attentes concernant ces deux facteurs de valeur sont, pour CREALOGIX, inférieures aux attentes des analystes pour les entreprises comparables.

³⁶ Pour plus d'informations sur les entreprises comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *trading multiples*, voir la section 5.3 de l'annexe.

³⁷ Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

³⁸ Afin de garantir un calcul cohérent et comparable des multiples, les éventuels effets liés à l'IFRS 16 et à l'ASC 842 ont été pris en compte et éliminés, le cas échéant, en relation avec la détermination de l'Enterprise Value et de l'EBITDA.

³⁹ Il est renoncé à une détermination des multiples sur la base de l'EBITDA opérationnel 10/2023 (Last twelve months, «LTM»). Le niveau opérationnel de l'EBITDA 10/2023LTM ne constitue pas une base d'évaluation appropriée en raison de la situation actuelle de l'entreprise et de l'évolution attendue de l'entreprise selon le *business plan*.

Evaluation sur la base de *transaction multiples*

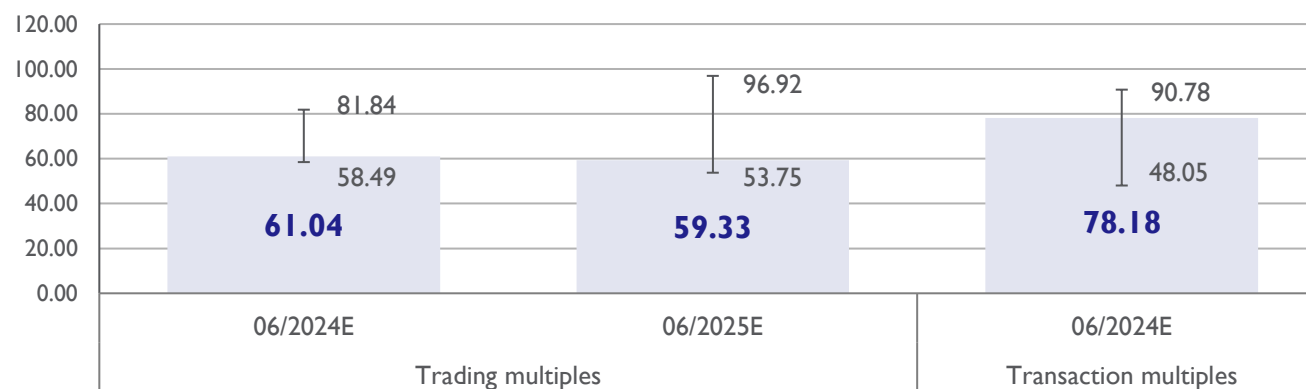
Dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, la valeur de l'entreprise est déterminée sur la base de transactions observables d'entreprises comparables. Les transactions d'entreprises entre octobre 2013 et octobre 2023, dans le cadre desquelles une participation majoritaire a été acquise, ont été analysées. Les valeurs d'entreprise des entreprises cibles sont calculées sur la base du prix d'achat payé dans le cadre de chaque transaction (100%) augmenté de l'endettement net, et comparées avec l'EBITDA indiqué au cours des douze derniers mois précédant la transaction.⁴⁰ Comme pour l'analyse des *trading multiples*, la différence entre la taille de chaque transaction comparative et la capitalisation boursière de CREALOGIX est prise en considération en tenant compte des premiums/décotes implicites liés à la taille.

En raison des données limitées sur les transactions comparables disponibles au cours de cette période, il convient d'accorder une importance moindre à cette analyse. Seules cinq transactions ont pu être identifiées pour lesquelles l'entreprise cible au sens large présentait un modèle commercial comparable à CREALOGIX, et dont les données sont accessibles au public. Dans un petit nombre de transactions comparables, des effets spécifiques aux transactions peuvent avoir une forte influence.

Pour déterminer la valeur d'entreprise, les *transaction multiples* qui en résultent sont multipliés par l'EBITDA opérationnel attendu au 30 juin 2024 («06/2024A»)⁴¹. La valeur par action est calculée de la même manière, comme expliqué ci-dessus en relation avec les *trading multiples*. Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, il en résulte une valeur par action de CHF 78.18 avec une fourchette de valeur (EI) comprise entre CHF 48.05 et CHF 90.78.

⁴⁰ Pour plus d'informations sur les transactions comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, voir la section 5.4 de l'annexe.

⁴¹ Il est renoncé à une détermination des multiples avec congruence des échéances sur la base de l'EBITDA opérationnel 10/2023LTM. Le niveau opérationnel de L'EBITDA 10/2023LTM ne constitue pas une base d'évaluation appropriée en raison de la situation actuelle de l'entreprise et de l'évolution attendue de l'entreprise selon le *business plan*.

Valeur par action de CREALOGIX au 15 novembre 2023 sur la base des évaluations à l'aide de multiples (en CHF)

Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC.

Résumé

- Pour vérifier la plausibilité de la valeur DCF, des évaluations sont réalisées sur la base de *trading multiples* et de *transaction multiples*.
- L'évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit à une valeur par action de CHF 53.75 à CHF 96.92 (valeur moyenne sur les deux années: CHF 60.18). L'évaluation plus élevée de CREALOGIX au moyen de *trading multiples* par rapport à l'évaluation DCF peut notamment être attribuée à l'évolution financière future relativement prudente de CREALOGIX dans la période du *business plan* et la période de planification générale, qui n'est pas reflétée de cette manière dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables.
- Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, on obtient une valeur par action de CHF 78.17 avec une fourchette de valeurs allant de CHF 48.05 à CHF 90.78.
- IFBC estime que la pertinence des évaluations à l'aide de multiples est limitée. CREALOGIX desservant un marché niche, le nombre d'entreprises et de transactions comparables est limité. Il faut en outre tenir compte du fait que tant les modèles d'affaires que la situation spécifique des entreprises comparables peuvent varier de manière générale. Dans le cas d'un petit nombre d'entreprises comparables et de transactions disponibles, des effets spécifiques à l'entreprise et aux transactions peuvent avoir une forte influence.

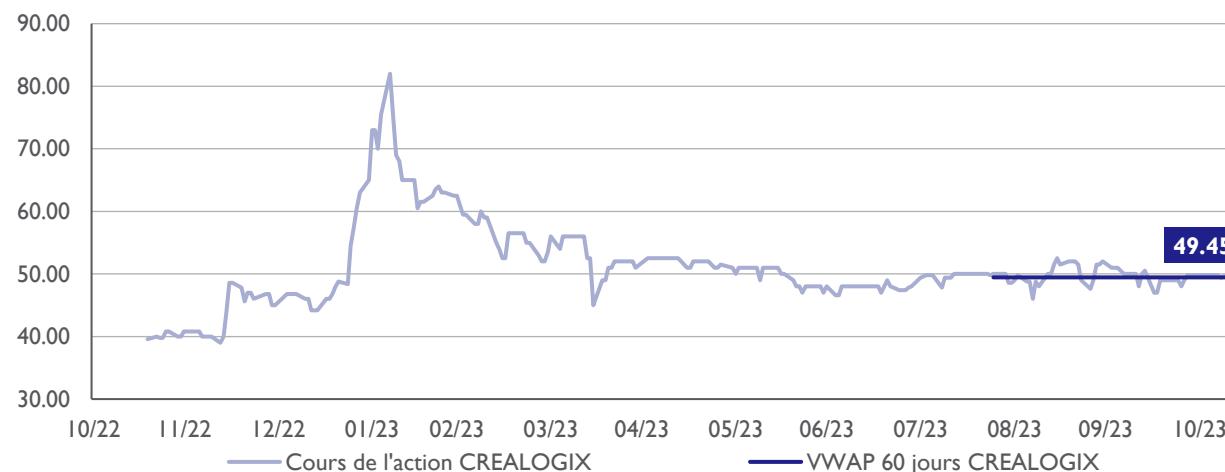
3.4 Analyse du cours de l'action

Evolution du cours de l'action

Le cours de l'action CREALOGIX a augmenté de 23.27% au cours des 12 derniers mois. Durant cette période, le cours a oscillé entre CHF 39.00 (12 décembre 2022) et CHF 82.00 (6 février 2023).

Le 15 novembre 2023, soit le jour précédant l'annonce préalable de la transaction, l'action CREALOGIX a été négociée à un cours de clôture de CHF 49.80. Le prix moyen pondéré par le volume (VWAP) des 60 derniers jours de bourse s'élevait au 15 novembre 2023 à CHF 49.45.

Évolution du cours de l'action de CREALOGIX au cours des douze derniers mois (en CHF)



Sources: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange.

Primes sur le cours de l'action et le VWAP incluses dans le prix de l'offre de CHF 60.00

La prime résultant du prix de l'offre de CHF 60.00 par rapport au cours de clôture avant l'annonce publique préalable (15 novembre 2023) s'élève à 20.48%. Par rapport au VWAP (60 jours de bourse) au 15 novembre 2023, l'offre comprend une prime de 21.33%. La prime de l'offre est ainsi légèrement supérieure (VWAP) ou légèrement inférieure (cours de clôture) à la médiane historique des primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse (20.8%).⁴²

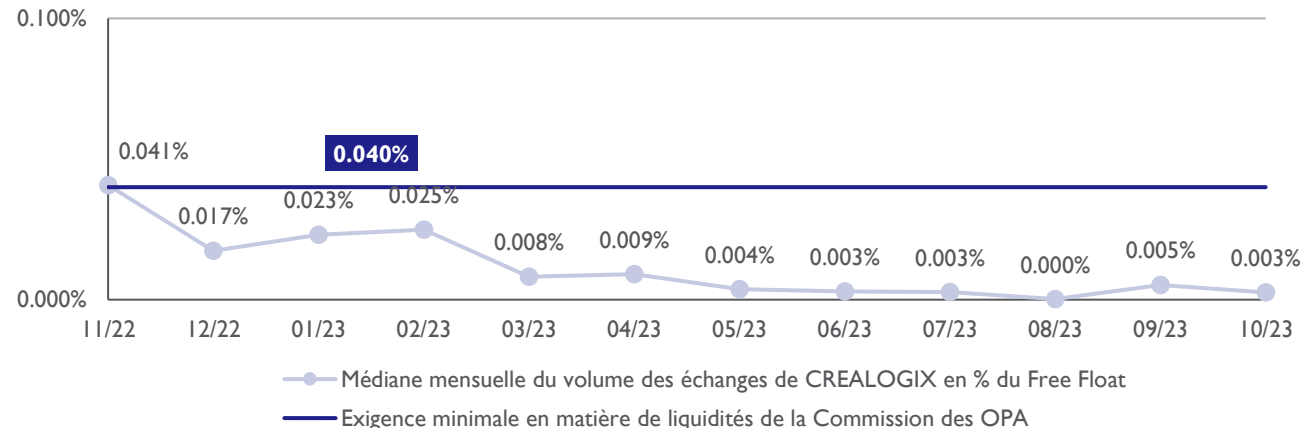
⁴² Pour plus d'informations sur les primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse, voir la section 5.5 de l'annexe.

Analyse de la liquidité

Conformément au droit des OPA en vigueur, les actions d'entreprises qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides. En outre, les titres de participation qui ne font pas partie du SLI doivent être considérés comme liquides «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).»⁴³ Comme les actions de CREALOGIX ne font pas partie du SLI, l'examen de la liquidité de l'action se fait sur la base de l'analyse du volume des transactions.

Comme le montre le graphique ci-après, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions de l'action CREALOGIX durant la période de douze mois précédant la publication de l'offre n'est supérieure au seuil en vigueur de 0.04% que pendant un mois sur 12. Par conséquent, les actions CREALOGIX doivent être considérées comme illiquides selon la définition de la COPA. Le cours de l'action de CREALOGIX (cours boursier actuel et VWAP) n'a, selon le droit suisse des OPA, qu'une pertinence limitée en raison du manque de liquidités et ne sert donc que de référence limitée pour juger de l'adéquation financière de l'offre.

Valeur médiane mensuelle du nombre d'actions CREALOGIX négociées en% du Free Float



Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC. Free Float selon le rapport de gestion de CREALOGIX (2022/23 et 2021/22).

⁴³ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

Objectif de cours des analystes

Un seul analyste publie un objectif de cours pour CREALOGIX. Le 8 novembre 2023, la ZKB a défini un nouvel objectif de cours de 61.00 CHF.

Résumé

- Les actions de CREALOGIX doivent être considérées comme illiquides au sens du droit suisse des OPA. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse ne peuvent être utilisés comme référence que de manière limitée pour évaluer l'adéquation financière de l'offre de Vencora.
- Le dernier jour de négoce précédant l'annonce préalable (15 novembre 2023), le cours de l'action CREALOGIX a clôturé à CHF 49.80. Le VWAP était alors de CHF 49.45. La prime implicite résultant du prix de l'offre s'élève à 20.48% par rapport au cours de clôture, et à 21.33% par rapport au VWAP.
- La prime de l'offre de Vencora par rapport au cours de l'action, respectivement au VWAP, est ainsi légèrement supérieure (VWAP), respectivement légèrement inférieure (cours de l'action) à la médiane historique des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse.
- L'unique objectif de cours donné par un analyste pour CREALOGIX est de CHF 61.00. Étant donné qu'un seul analyste publie un objectif de cours pour l'entreprise cible, nous estimons que la pertinence de l'analyse est limitée.

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

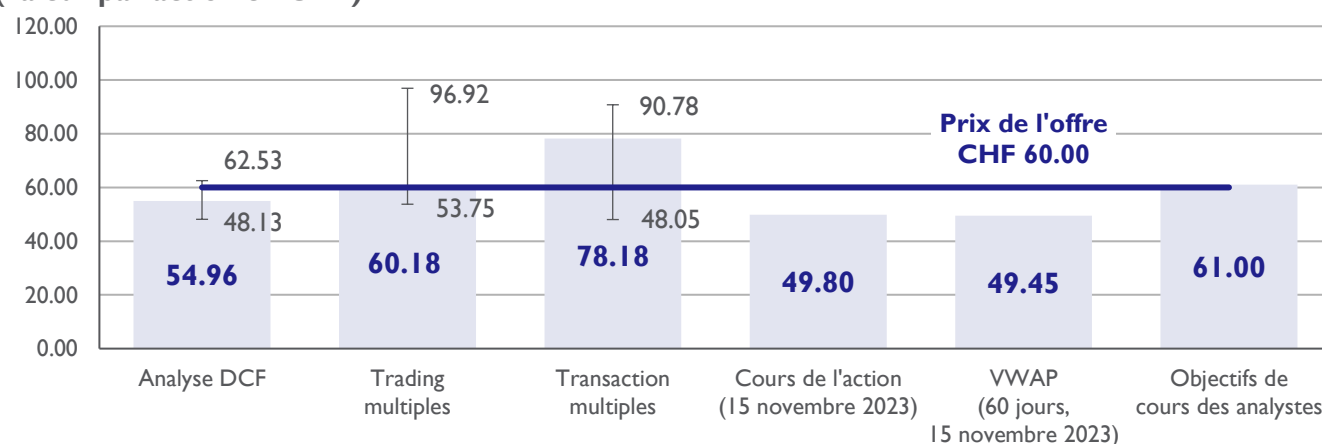
4 **Appréciation**

4 Appréciation

Aperçu des résultats de l'évaluation

Sur la base des analyses décrites ci-dessus et après examen et évaluation de toutes les informations mises à sa disposition, IFBC parvient à l'appréciation suivante concernant l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition par Vencora pour les actions en circulation de CREALOGIX:

Aperçu des résultats de l'évaluation de CREALOGIX au 15 novembre 2023 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément à la «Best Practice», nous avons appliqué plusieurs méthodes d'évaluation pour déterminer la valeur par action de CREALOGIX.
- L'évaluation à l'aide de la méthode DCF aboutit au 15 novembre 2023 à une valeur par action de CHF 54.96 avec une fourchette de valeur comprise entre CHF 48.13 et CHF 62.53. Le résultat de l'évaluation est avant tout sensible en ce qui concerne la marge EBITDA estimée comme durable, le taux d'investissement (CAPEX) ainsi que le coût moyen du capital supposé. Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF, car cette approche est celle qui permet le mieux de tenir compte des spécificités de CREALOGIX.
- Une évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit au 15 novembre 2023 à une fourchette de valeur comprise entre CHF 53.75 et CHF 96.92 par action (moyenne à CHF 60.18). L'application de *transaction multiples* conduit, au 15 novembre 2023, à une fourchette de valeur comprise entre CHF 48.05 et CHF 90.78 par action (valeur

médiane CHF 78.18). Malgré le choix minutieux d'entreprises et de transactions comparables, nous estimons que la pertinence de l'évaluation à l'aide de multiples est limitée. D'une part, il convient d'accorder une importance moindre aux *transaction multiples* en raison des données limitées concernant les transactions comparables disponibles au cours de la période sous revue. D'autre part, la situation spécifique et l'évolution financière attendue de CREALOGIX ne sont pas reflétées en conséquence dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables. Pour les entreprises comparables, les analystes estiment en moyenne des taux de croissance et des marges EBITDA attendus plus élevés que ceux prévus pour CREALOGIX par sa Direction au cours des prochaines années.

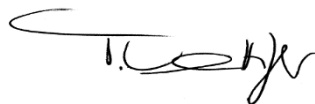
- Les actions de CREALOGIX doivent être considérées comme illiquides au sens du droit suisse des OPA en raison du faible volume des transactions. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse n'ont qu'une importance secondaire dans l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Vencora.
- Par rapport au cours de clôture de CHF 49.80 le 15 novembre 2023, le jour avant l'annonce préalable de l'offre, le prix de l'offre de CHF 60.00 correspond à une prime de 20.48%. La comparaison entre le prix de l'offre et le VWAP (60 jours) de CHF 49.45 au 15 novembre 2023 aboutit à une prime de 21.33%.
- L'objectif de cours de l'analyste de la ZKB est de CHF 61.00. Nous estimons que la pertinence de l'analyse est limitée.

Appréciation finale de l'offre

Sur la base de nos analyses et considérations ainsi que des résultats présentés, IFBC estime que le prix de l'offre de CHF 60.00 par action CREALOGIX est équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion repose sur les considérations suivantes:

- L'offre est corroborée par l'évaluation DCF.
- L'offre se situe dans la fourchette de valeurs résultant de l'application de *trading multiples* et de *transaction multiples*.
- Le prix de l'offre au 15 novembre 2023 est supérieur au cours de clôture et au VWAP des 60 jours de bourse précédents.

Zurich, le 29 novembre 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner



FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

5 Annexe

| | | |
|-----|---|---------|
| 5.1 | Coût moyen du capital (WACC) | Page 45 |
| 5.2 | Analyse bêta au 31 octobre 2023 | Page 47 |
| 5.3 | Trading multiples au 31 octobre 2023 | Page 48 |
| 5.4 | Transaction multiples au 31 octobre 2023 | Page 49 |
| 5.5 | Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011 | Page 50 |
| 5.6 | Table des abréviations | Page 51 |

5 Annexe

5.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC)

| Paramètre | Valeur | Description |
|--|---------------|--|
| Taux d'intérêt sans risque pondéré par les monnaies | 2.45% | <ul style="list-style-type: none"> ■ Valeur la plus élevée entre la valeur minimale définie (limite inférieure pour le taux d'intérêt réel de 0.00% + inflation attendue à long terme) et le rendement des obligations d'État à 10 ans des monnaies pertinentes pour CREALOGIX, pondéré sur la base d'une répartition durable des monnaies (CHF, EUR et USD (arrondi)). ■ Sources: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, octobre 2023, informations de la direction de CREALOGIX. |
| Prime de risque de marché | 6.00% | <ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque du marché correspond à la différence à long terme entre le rendement du portefeuille de marché ainsi que 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. Conformément à la «Best Practice», une prime implicite de risque de marché durable de 6.00% est prise en compte. ■ Source: IFBC. |
| Facteur bêta apuré des dettes | 1.02 | <ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta apuré des dettes mesure le risque systématique non diversifiable d'une entreprise comparable financée exclusivement par des fonds propres. ■ Afin d'augmenter la pertinence statistique de l'analyse bêta, outre le bêta de CREALOGIX, des bêtas statistiquement significatifs d'entreprises du <i>peer group</i> sont également analysés. Des entreprises offrant des produits et services comparables (solutions «front end») aux banques et aux gestionnaires de fortune ont été sélectionnées à cet effet. ■ Le calcul se base sur des rendements hebdomadaires sur une période de 2 ans (cf. section 5.2 de l'annexe). ■ La médiane du facteur bêta apuré des dettes (<i>unlevered beta</i>) du <i>peer group</i> au 31 octobre 2023 est de 1.02 pour CREALOGIX. ■ Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de CREALOGIX. |
| Facteur d'endettement | 0.09 | <ul style="list-style-type: none"> ■ Le calcul du facteur d'endettement est effectué en tenant compte de la structure du capital cible et du taux d'imposition pertinent de CREALOGIX (approche Hamada). |
| Facteur bêta avec dettes | 1.11 | <ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète tant le risque opérationnel que le risque financier d'une entreprise. |
| Prime de risque | 6.64% | |
| Size Premium | 4.83% | <ul style="list-style-type: none"> ■ L'expérience empirique et la pratique montrent que les petites entreprises présentent des coûts de fonds propres significativement plus élevés que les entreprises à forte capitalisation boursière. ■ C'est pourquoi une <i>size premium</i> est prise en compte dans le cadre du CAPM. La <i>size premium</i> est calculée à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. ■ Compte tenu de la capitalisation boursière de CREALOGIX et de nos réflexions en matière d'évaluation, une <i>size premium</i> de 4.83% (10e décile du <i>size premium</i> selon Kroll) est appliquée. ■ Sources: Refinitiv Eikon et Kroll, au 31 décembre 2022. |
| Coût moyen des fonds propres | 13.92% | |

| Paramètre | Valeur | Description |
|---|---------------|---|
| Taux swap pondéré par les monnaies | 2.83% | <ul style="list-style-type: none"> ■ Valeur la plus élevée entre les valeurs minimales définies (limite inférieure pour le taux d'intérêt réel de 0.00% + inflation attendue à long terme des zones monétaires respectives) et le taux de swap à 5 ans des monnaies pertinentes pour CREALOGIX, pondéré sur la base d'une répartition durable des monnaies (CHF, EUR et USD (arrondi)). ■ Sources: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, octobre 2023, informations de la direction de CREALOGIX. |
| Spread de crédit | 1.00% | <ul style="list-style-type: none"> ■ Sur la base de données actuelles du marché et d'une hypothèse de solvabilité au niveau <i>Sub-Investment-Grade / Investment-Grade</i>, nous appliquons une majoration de 1.00% sur le taux d'intérêt de base. ■ Source: IFBC Credit Spread Index, informations de la direction de CREALOGIX. |
| Coût moyen des fonds étrangers | 3.83% | |
| Taux d'imposition | 23.20% | <ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'imposition à long terme attendu de CREALOGIX. ■ Source: Informations de la direction de CREALOGIX. |
| Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts | 2.94% | |
| Part de fonds étrangers (Net Debt) | 10% | <ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'une structure de capital cible pour CREALOGIX. ■ Source: Informations de la direction de CREALOGIX. |
| Part de fonds propres | 90% | |
| WACC (arrondi) | 12.80% | |

5.2 Analyse bêta au 31 octobre 2023

| Entreprise | Pays | Monnaie locale | Endettement ¹⁾ | Bêta avec dettes aj.2) | Bêta apuré des dettes aj. |
|---------------------------------|------------|----------------|---------------------------|------------------------|---------------------------|
| | | | 10/2023 | 10/2023 | 10/2023 |
| Crealogix Holding AG | Suisse | CHF | 0.23 | 0.61 | 0.49 |
| Alkami Technology Inc | États-Unis | USD | 0.00 | 1.26 | 1.26 |
| Blend Labs Inc | États-Unis | USD | 0.00 | 1.02 | 1.02 |
| Envestnet Inc | États-Unis | USD | 0.16 | 1.12 | 0.97 |
| Intellect Design Arena Ltd | Inde | INR | 0.00 | 1.19 | 1.19 |
| Jack Henry & Associates Inc | États-Unis | USD | 0.01 | 0.79 | 0.78 |
| MeridianLink Inc | États-Unis | USD | 0.15 | 0.99 | 0.86 |
| nCino Inc | États-Unis | USD | 0.00 | 1.55 | 1.55 |
| Profile Systems and Software SA | Grèce | EUR | 0.00 | 0.98 | 0.98 |
| Q2 Holdings Inc | États-Unis | USD | 0.07 | 1.57 | 1.48 |
| Médiane | | | 0.00 | 1.12 | 1.02 |

Les valeurs en gris ne sont pas prises en compte dans l'analyse, faute de signification statistique.

1) Endettement: Moyenne sur 2 ans (endettement net x (1 - taux d'imposition) / fonds propres).

2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 31 octobre 2023.

Source: Refinitiv Eikon.

5.3 Trading multiples au 31 octobre 2023

| Entreprise | Pays | Norme comptable | Monnaie locale | Capitalisation boursière au 31.10.2023 | Valeur d'entreprise au 31.10.2023 ¹⁾ | Multiples EBITDA aj. ²⁾ | |
|---------------------------------|------------|-----------------|----------------|--|---|------------------------------------|--------------|
| | | | | en millions CHF | en millions CHF | 06/24A | 06/25A |
| Crealogix Holding AG | Suisse | Swiss | CHF | 60 | 87 | 11.2x | 8.0x |
| Alkami Technology Inc | États-Unis | US | USD | 1'525 | 1'441 | n/a | 32.8x |
| Blend Labs Inc | États-Unis | US | USD | 269 | 226 | n/a | n/a |
| Envestnet Inc | États-Unis | US | USD | 1'834 | 2'603 | 7.0x | 5.6x |
| Intellect Design Arena Ltd | Inde | IFRS | INR | 1'040 | 940 | 10.6x | 8.7x |
| Jack Henry & Associates Inc | États-Unis | US | USD | 9'383 | 9'623 | 10.1x | 9.2x |
| Meridianlink Inc | États-Unis | US | USD | 1'210 | 1'498 | 10.5x | 9.2x |
| nCino Inc | États-Unis | US | USD | 2'876 | 2'839 | 29.9x | 20.4x |
| Profile Systems and Software SA | Grèce | IFRS | EUR | 90 | 82 | n/a | n/a |
| Q2 Holdings Inc | États-Unis | US | USD | 1'594 | 1'784 | 16.0x | 11.8x |
| 3^e quartile | | | | 1'774 | 2'399 | 13.6x | 14.0x |
| Médiane | | | | 1'368 | 1'469 | 10.6x | 9.2x |
| 1^e quartile | | | | 462 | 404 | 10.3x | 8.5x |

1) Net Debt pris en compte.

2) Les données sous-jacentes ont été corrigées des effets liés à IFRS 16. Les écarts entre la capitalisation boursière de CREALOGIX et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Source: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction multiples au 31 octobre 2023

| Entreprise | Entreprise cible | Acheteur/investisseur | Valeur des fonds propres (100%) en millions de USD | Multiple EBITDA aj. ¹⁾ |
|-------------------------|---------------------|------------------------------|--|---|
| 03.07.2019 | GBST Holdings Ltd | Kiwi Holdco CayCo Ltd | 180 | 13.1x |
| 17.12.2018 | Harvest SA | Winnipeg Participations SASU | 129 | 25.9x |
| 19.02.2018 | CAD IT SpA | Quarantacinque SpA | 58 | 3.4x |
| 14.02.2017 | Rubik Financial Ltd | Temenos Group AG | 49 | 14.9x |
| 10.08.2015 | Yodlee Inc | Envestnet Inc | 593 | 8.8x |
| 3 ^e quartile | | | | 14.9x |
| Médiane | | | | 13.1x |
| 1 ^e quartile | | | | 8.8x |

Les écarts entre la capitalisation boursière de CREALOGIX et la valeur des fonds propres des entreprises cibles et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Source: Refinitiv Eikon.

5.5 Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011⁴⁴

| Année | Entreprise cible | Acheteur/investisseur | Prix de l'offre (en CHF) | VWAP 60 jours (en CHF) | Prime | Taux de réussite |
|-------------------------|---------------------------------------|--|-----------------------------|------------------------------|-------|------------------|
| 2011 | Newave Energy Holding SA | ABB Schweiz AG | 56.0 | 41.2 | 35.9% | 95.3% |
| 2011 | Escor Casinos & Entertainment AG | Highlight Communications AG | 17.5 | 17.4 | 0.4% | 39.2% |
| 2011 | Feintool International Holding AG | Artemis Beteiligungen II AG | 350.0 | 326.9 | 7.1% | 72.2% |
| 2011 | Edipresse SA | Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares | 450.0 | 324.7 | 38.6% | 37.6% |
| 2011 | EGL AG | Axpo Holding AG | 850.0 | 703.7 | 20.8% | 98.0% |
| 2013 | Acino Holding AG | Pharma Strategy Partners GmbH | 115.0 | 75.3 | 52.8% | 93.6% |
| 2013 | Fortimo Group AG | Forty Plus AG, Fortimo Group | 136.0 | 114.3 | 19.0% | 98.6% |
| 2013 | Tornos Holding AG | Walter Fust | 4.7 | 4.5 | 3.8% | 14.3% |
| 2014 | Swisslog Holding | KUKA Aktiengesellschaft | 1.4 | 1.2 | 14.4% | 92.2% |
| 2014 | Advanced Digital Broadcast Holding SA | 4T S.A | 15.5 | 12.9 | 20.2% | 73.4% |
| 2014 | Nobel Biocare Holding AG | Danaher Corporation | 17.1 | 13.9 | 23.5% | 77.2% |
| 2015 | Micronas Semiconductor Holding AG | TDK Corporation | 7.5 | 4.4 | 70.5% | 90.5% |
| 2016 | Kuoni Reisen Holding AG | Kiwi Holding IV Sarl (EQT) | 370.0 | 275.9 | 34.1% | 87.2% |
| 2016 | Syngenta AG | CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina) ⁴⁵ | 490.3 | 374.0 | 31.1% | 94.7% |
| 2016 | gategroup Holding AG | HNA Aviation Air Catering Holding Co. | 53.0 | 38.7 | 37.0% | 96.1% |
| 2016 | Charles Vögele AG | Sempione Retail AG (OVS) | 6.4 | 6.4 | 0.0% | 94.1% |
| 2017 | Actelion Ltd | Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson) | 280.0 | 191.2 | 46.4% | 92.5% |
| 2018 | Goldbach Medien | Tamedia | 35.5 | 34.2 | 3.7% | 96.9% |
| 2018 | Hügli Holding AG | Bell Food Group AG | 915.0 | 800.0 | 14.4% | 97.6% |
| 2018 | Bank Cler AG | Basler Kantonalbank | 52.0 | 42.3 | 22.9% | 93.3% |
| 2019 | CEVA | CMA CGM S.A | 30.0 | 20.2 | 48.2% | 95.7% |
| 2019 | Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. | Edmond de Rothschild Holding SA ⁴⁵ | 17'945.0 | 15'169.1 | 18.3% | 93.3% |
| 2019 | Alpiq Holding AG | Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG | 70.0 | 72.5 | -3.4% | 13.1% |
| 2020 | Sunrise | Liberty Global plc | 110.0 | 83.2 | 32.3% | 96.6% |
| 2021 | Vifor Pharma AG | CSL Behring AG | 167.4 | 118.3 | 41.6% | 93.9% |
| 2022 | Spice Private Equity AG | GP Swiss AG | 15.6 | 14.5 | 7.6% | 81.8% |
| 2022 | Bobst Group SA | JBF Finance SA | 78.0 | 69.7 | 11.9% | 66.2% |
| 2022 | Valora Holding AG | Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. | 260.0 | 165.3 | 57.3% | 96.6% |
| 2023 | Datacolor AG | Werner Dubach | 760.0 | 660.5 | 15.1% | 93.5% |
| 3 ^e quartile | | | | | 37.0% | 95.7% |
| Médiane | | | | | 20.8% | 93.3% |
| 1 ^e quartile | | | | | 11.9% | 77.2% |

⁴⁴ L'aperçu contient des offres publiques d'acquisition volontaires en espèces. Les offres publiques d'acquisition portant sur des sociétés d'investissement et des sociétés immobilières ont été exclues.

⁴⁵ Y compris dividende spécial versé avant la transaction.

5.6 Table des abréviations

| | | | |
|-----------|---|----------------------|--|
| A | Attendu | FMI | Fonds monétaire international |
| ACN | Actif circulant net | Founder Shareholders | Dr. Richard Dratva, Bruno Richle, Daniel Hildebrand und Peter Süssstrunk |
| Business | Segments Corporate Banking et SME Banking | IFBC | IFBC AG |
| CA | Conseil d'administration | IFRS | International Financial Reporting Standards |
| CAGR | Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuel moyen) | INR | Roupie indienne |
| CAPEX | Capital expenditures (investissements) | IT | Technologies de l'information |
| CAPM | Capital asset pricing model | LTM | Last twelve months |
| CH | Suisse | ME | Moyen-Orient |
| CHF | Francs suisses | Offre | Offre publique d'acquisition volontaire |
| COPA | Commission des OPA | ONU | Organisation des Nations Unies |
| CREALOGIX | Crealogix Holding AG | OPEX | Operational Expenditures (coûts d'exploitation) |
| DCF | Discounted Cash Flow | PME | Petites et moyennes entreprises |
| DE | Allemagne | Prix de l'offre | CHF 60.00 en espèces par action CREALOGIX |
| EA | Exercice; exercices | Retail | Segment de la banque de détail |
| EBITDA | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements) | SaaS | Software as a service |
| ESG | Environmental, social, gouvernance (environnement, social, gouvernance d'entreprise) | SIX | SIX Swiss Exchange |
| EUR | Euros | SLH | Swiss Learning Hub AG |
| FCF | Free Cash Flow | SLI | Swiss Leader Index |
| FMI | Fonds monétaire international | SME | Entreprises Small and Medium-sized (PME) |

| | |
|---------------------|--|
| Transaction SLH | Vente de 67% de la participation majoritaire de Swiss Learning Hub AG. |
| USD | Dollars américains |
| Valeur finale, VF | Valeur finale |
| Vencora, l'offrante | Vencora UK Limited |

| | |
|--------|---|
| VWAP | Volume-weighted average price (cours moyen pondéré par le volume) |
| WACC | Weighted average cost of capital (coût moyen pondéré du capital) |
| Wealth | Segment Wealth Management |