

## **Attestation d'équité**

Offre Publique d'Achat initiée par Boréal Bidco SAS sur les titres  
d'Esker SA



## Sommaire

<b>1</b>	<b>Présentation de l'Opération</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Contexte de notre mission</b>	<b>5</b>
2.1	Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier	5
2.2	Déclaration d'indépendance	5
2.3	Diligences effectuées	6
<b>3</b>	<b>Présentation d'Esker</b>	<b>8</b>
3.1	Présentation de la structure actionnariale	8
3.2	Instruments dilutifs	8
3.3	Organigramme d'Esker	10
3.4	Rappel de l'historique du Groupe	11
3.5	Présentation des activités d'Esker	12
3.5.1	Activité Software as a Service (82% du chiffre d'affaires 2023)	12
3.5.2	Activité services d'implémentation (16% du chiffre d'affaires 2023)	13
3.5.3	Produits historiques d'Esker (2% du chiffre d'affaires 2023)	13
3.6	Portefeuille client d'Esker	13
3.7	Présence géographique	14
3.8	Stratégie de la Société	14
3.9	Enjeux ESG	15
<b>4</b>	<b>Présentation de l'environnement économique et concurrentiel d'Esker</b>	<b>16</b>
4.1	Présentation globale du marché de l'édition de logiciels pour le <i>back-office</i>	16
4.2	<i>Source-to-Pay</i> (S2P)	17
4.3	<i>Order-to-Cash</i> (O2C)	18
4.4	L'édition de logiciels de facturation électronique	18
4.5	Caractéristiques et enjeux du marché d'Esker	18
4.5.1	Fragmentation d'un marché dominé par de grands acteurs internationaux	18
4.5.2	L'enjeu de la cybersécurité	19
4.5.3	Gestion des ressources humaines	19
4.6	Principales tendances et leviers de croissance du marché d'Esker	20
4.6.1	Adoption du modèle SaaS	20
4.6.2	Évolution des réglementations	20
4.6.3	Adoption de l'intelligence artificielle	21
<b>5</b>	<b>Analyse financière d'Esker</b>	<b>22</b>
5.1	Compte de résultat consolidé sur la période 2019 - 2023	22
5.2	Bilan consolidé sur la période 2019 – 2023	27
5.3	Activité du premier semestre 2024	30
5.3.1	Compte de résultat	30
5.3.2	Bilan	31
<b>6</b>	<b>Matrice SWOT</b>	<b>32</b>
<b>7</b>	<b>Évaluation des actions de la Société Esker</b>	<b>33</b>
7.1	Méthodes d'évaluation écartées	33
7.1.1	Actif net comptable consolidé	33
7.1.2	Actif net comptable réévalué	33
7.1.3	Actualisation des dividendes futurs	33
7.1.4	Valeur liquidative	33
7.2	Méthodes d'évaluation retenues	34
7.3	Données de référence de la société Esker	34
7.3.1	Nombre de titres retenu	34
7.3.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.	35
7.4	Mise en œuvre de la valorisation d'Esker	36
7.4.1	La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)	36
7.4.2	L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	40

7.4.3	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	43
7.4.4	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	46
7.4.5	Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	47
<b>8</b>	<b>Synthèse de nos travaux d'évaluation</b>	<b>51</b>
<b>9</b>	<b>Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs</b>	<b>52</b>
9.1	Choix des critères d'évaluation	52
9.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	53
9.2.1	Données de références	53
9.2.2	Analyse du cours de bourse	54
9.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	54
9.2.4	Méthode des comparables boursiers	55
9.2.5	Méthode des transactions comparables	55
9.2.6	Objectif de cours des analystes	56
<b>10</b>	<b>Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre</b>	<b>57</b>
10.1	Accord de soutien	57
10.2	Accord d'investissement	58
10.2.1	Investissement de Bridgepoint et de General Atlantic dans Boréal Topco	58
10.2.2	Engagement d'apport à l'Offre des Managers Ré-Investisseurs	59
10.2.3	Engagement d'apport en nature à Boréal Topco des Managers Ré-Investisseurs	59
10.3	Mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés	60
10.3.1	Management Incentive Plan	60
10.3.2	Employee Incentive Plan	61
10.4	Pacte d'associés	61
10.4.1	Gouvernance au niveau de Boréal Topco	61
10.4.2	Transfert des titres Boréal Topco	62
10.4.3	Les options d'achat et de vente sur les actions de Boréal Topco attribuées dans le cadre des mécanismes d'intéressement	62
10.5	Contrat de liquidité	63
<b>11</b>	<b>Conclusion</b>	<b>65</b>
<b>12</b>	<b>Annexes</b>	<b>67</b>
12.1	Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission	67

## 1 Présentation de l'Opération

Esker SA (ci-après « Esker » ou « la Société » ou « le Groupe ») développe et commercialise des solutions *cloud* pour l'automatisation des processus métier, notamment la gestion des commandes clients, la facturation, les comptes fournisseurs, et les services financiers.

Esker est cotée sur Euronext Growth Paris depuis le 2 juillet 1997.

En avril 2024, des discussions ont été initiées avec Bridgepoint Group Plc (ci-après « Bridgepoint ») en vue d'une acquisition d'Esker. Bridgepoint a remis une offre non engageante le 4 juillet 2024. En parallèle, la Société a sondé l'intérêt de potentiels autres acquéreurs sur le marché.

Après une phase de *due diligence*, la société Boréal Bidco SAS (ci-après « Boréal Bidco » ou « l'Initiateur »), contrôlée par Bridgepoint, a remis une offre ferme le 16 septembre 2024 afin d'acquérir 100% du capital de la Société, au prix de 262 € par action (ci-après « l'Offre » ou « l'Opération »).

Cette acquisition, annoncée au marché le 19 septembre 2024 après bourse, serait réalisée avec General Atlantic en tant que co-investisseur (minoritaire) et les Dirigeants Ré-Investisseurs<sup>1</sup>, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire (« OPA »). Il est précisé que l'Initiateur, les Dirigeants Ré-Investisseurs, et Boréal Topco<sup>2</sup>, se sont constitués en concert au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce, en vue de la prise de contrôle de la Société par l'Initiateur en cas de réussite de l'Offre.

Selon le projet de note d'information du 25 octobre 2024, cette Offre porte sur :

- La totalité des actions d'ores et déjà émises, à l'exception des 280 400 actions que les Dirigeants Ré-Investisseurs se sont engagés à apporter en nature à Boréal Topco (cf. 10.2.3), des 143 474 actions auto-détenues par la Société, et des 71 366 actions gratuites et actions résultant de l'exercice d'options de souscription qui sont encore soumises à une période de conservation à la date de l'Offre, soit 5 586 152 actions.
- Les actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou la clôture de l'Offre réouverte du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions, soit un maximum de 29 591 actions.

Le nombre maximum d'actions visées par l'Offre s'élève ainsi à 5 615 743.

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les actions qui sont susceptibles d'être émises après la clôture de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre Réouverte) à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 168 450 actions.

L'OPA sera suivie par la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligataire, visant les actions non apportées à l'Offre, dans le cas où les conditions seraient réunies à l'issue de l'Offre.

L'Offre est également soumise à un seuil de renonciation<sup>3</sup> de 60% du capital et des droits de vote de la Société sur une base pleinement diluée.

<sup>1</sup> Monsieur Jean-Michel BERARD, Président du directoire de la Société, Monsieur Jean-Jacques BERARD, vice-président recherche et développement de la Société, et Monsieur Emmanuel OLIVIER, membre du Directoire de la Société.

<sup>2</sup> Société holding constituée pour les besoins de l'Opération.

<sup>3</sup> En application des dispositions de l'article 231-9, II du Règlement Général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la clôture de l'Offre initiale, l'Initiateur ne détient pas, directement ou indirectement, un nombre d'actions Esker représentant une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 60% sur une base pleinement diluée.

## 2 Contexte de notre mission

### 2.1 Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, le Conseil de Surveillance d'Esker du 16 septembre 2024, sur recommandation du Comité *ad hoc*, a désigné le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier (ci-après « Finexsi ») en qualité d'Expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF (ci-après « l'AMF ») en raison (i) de l'existence d'accords entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), et (ii) de l'existence d'accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°).

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

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre devait être ouverte aux actionnaires d'autres pays.

### 2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

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

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

### 2.3 Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'Esker ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Esker susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères d'Esker comprenant notamment :
  - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
  - L'analyse de l'évolution du cours de bourse ;
  - L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires avec le *Management* opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« *Discounted cash flows* » ou « DCF ») ;
  - L'identification et l'analyse des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
  - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre Esker ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
  - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre, Morgan Stanley et Société Générale (« les Établissements présentateurs ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément à l'alinéa 4° de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil de Surveillance d'Esker, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

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

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

Il n'entre pas dans la mission de Finexsi de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui lui ont été communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le *Management* et les Conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles du plan d'affaires du *Management* d'Esker afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie.

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

Nous avons pris connaissance des travaux des Établissements Présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information en date du 25 octobre 2024. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Établissements Présentateurs.

Enfin, nous précisons à titre d'information qu'aucun actionnaire minoritaire ne s'est manifesté auprès de nous dans le cadre de la présente Offre.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

### 3 Présentation d'Esker

Esker est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance, au capital de 12 162 784 euros divisé en 6 081 392 actions d'une valeur nominale de 2 euros (au 30 septembre 2024) toutes de même catégorie et intégralement libérées. Son siège social est situé au 113 boulevard de la Bataille de Stalingrad, à Villeurbanne (69100).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 331 518 498.

L'exercice social de la Société couvre la période du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre de chaque année.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris sous l'ISIN FR0000035818.

#### 3.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 30 septembre 2024, la répartition du capital et des droits de vote théoriques d'Esker se présente comme suit :

Tableau 1 - Présentation de l'actionariat de la Société au 30 septembre 2024

En actions	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Jean-Michel BERARD (en direct et via des B&S)*	386 215	6,4 %	724 830	10,2 %
Jean-Jacques BERARD	211 424	3,5 %	415 805	5,8 %
Emmanuel OLMIER	46 810	0,8 %	81 410	1,1 %
<b>Total Concert</b>	<b>644 449</b>	<b>10,6 %</b>	<b>1 222 045</b>	<b>17,2 %</b>
Actions auto-détenues	143 474	2,4 %	143 474	2,0 %
Public	5 293 469	87,0 %	5 749 413	80,8 %
<b>Total</b>	<b>6 081 392</b>	<b>100,0 %</b>	<b>7 114 932</b>	<b>100,0 %</b>

(\*) : B&S est un véhicule d'investissement dont le capital est majoritairement détenu par Monsieur Jean-Michel BERARD.

Source : *Projet de note d'information*

Il est précisé qu'un droit de vote double est attribué aux actions détenues au nominatif depuis plus de deux ans.

#### 3.2 Instruments dilutifs

Il convient de noter qu'Esker a mis en place des plans d'options de souscription d'actions et des plans d'actions gratuites. Les plans en vigueur au 30 septembre 2024 sont résumés comme suit dans le projet de la note d'information :

Tableau 2 - Stock-options au 30 septembre 2024

Plan de stock-options	Prix d'exercice (€)	Nombre de stock-options exerçables
01/01/2014	16,32	-
01/04/2015	19,62	1 500
01/07/2016	32,92	2 500
04/05/2017	46,55	2 939
01/08/2017	57,49	5 141
24/06/2019	79,75	7 466
04/05/2020	99,60	10 045
<b>Total</b>		<b>29 591</b>

Source : Société, note d'information

Tableau 3 - Actions gratuites 30 septembre 2024

Plans d'actions gratuites	Actions gratuites en circulation
05/03/2021	2 024
01/04/2021	1 957
01/06/2022	1 957
01/10/2022	443
05/03/2021	443
01/04/2021	464
01/06/2022	12 960
05/03/2021	12 960
01/04/2021	12 960
01/06/2022	55 620
06/11/2023	56 007
02/09/2024	60 479
<b>Total - Actions gratuites</b>	<b>218 274</b>

Source : Société, note d'information

Au 30 septembre 2024, 29 591 stock-options étaient exerçables au titre de différents plans mis en place entre le 1<sup>er</sup> avril 2015 et le 4 mai 2020.

À cette même date, 218 274 actions gratuites étaient en cours d'acquisition au titre de plans d'attribution mis en place entre 2021 et 2024.

### 3.3 Organigramme d'Esker

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique d'Esker au 30 juin 2024 :

Figure 1 - Organigramme du Groupe Esker au 30 juin 2024



Source : Rapport semestriel 2024

### 3.4 Rappel de l'historique du Groupe

**Figure 2 - Bref rappel de l'historique d'Esker**

<p>1985 : Création d'Esker par MM. Jean-Michel BERARD et Benoît BORRITS et positionnement en tant que prestataires de services en informatique ;</p> <p>1989 : Lancement de leur première solution : TUN, un émulateur de terminal sous MS-DOS de connexion à des systèmes Unix ;</p> <p>1991-1995 : Ouverture de filiales aux États-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne ;</p> <p>1997 : Introduction en Bourse sur le Nouveau Marché de Paris afin d'accélérer la croissance en Amérique du Nord et rachat du distributeur australien Unitract Pty Ltd.</p>	<p>2019 : Investissement dans l'Intelligence Artificielle et signature de partenariats avec Fuji-Xerox (spécialiste japonais proposant des solutions de gestion de documents) et KPMG (Pays-Bas) ;</p> <p>2020 : Lancement de nouvelles solutions dans les suites <i>Procure-to-Cash</i> (P2P) et <i>Order-to-Cash</i> (O2C) ;</p> <p>2021 : Signature d'un partenariat avec KPMG France ;</p> <p>2022 : Acquisition de 50,1 % de Market Dojo (éditeur britannique de logiciels d'approvisionnement en ligne) ;</p> <p>2023 : Création d'un bureau en Belgique et réception de la médaille de Platine Ecovadis.</p>
--	---



1998 – 1999 : Acquisition aux États-Unis de Teubner (éditeur de logiciels pour les professionnels), Alcom (spécialiste des serveurs de fax) et Persoft (spécialiste du *Web-to-Host*) ;

2000 : Repositionnement de la Société sur les technologies de dématérialisation ;

2001 : Acquisition de VSI (spécialiste américain des serveurs de fax) et lancement de *DeliveryWare*, une plateforme permettant l'automatisation des échanges de documents ;

2007 : Transfert de toutes les solutions de dématérialisation sur le *Cloud* (ensemble de serveurs distants accessibles via Internet qui permettent le stockage, le traitement et la gestion de données) ;

2008 : Implantation à Singapour et à Kuala Lumpur (Malaisie) ;

2010 : Transfert de cotation vers Alternext (Euronext Growth) ;

2015 – 2017 : Acquisition de TermSync (spécialiste américain de portail collaboratif en mode *Cloud*), CalvaEDI (spécialiste français de la transmission des informations informatisées) et E-Integration (spécialiste allemand du développement des services de communication interentreprises).

Source : Société

Esker a été fondé en 1985 par Messieurs Jean-Michel BERARD et Benoît BORRITS avec pour activité originelle la prestation de services informatiques.

En 1989, la Société lance ses premiers progiciels<sup>4</sup> d'*Host Access*<sup>5</sup>, avec le produit *Tun*, un émulateur de terminal permettant la connexion à des systèmes Unix<sup>6</sup>. Esker entame ensuite son déploiement international au cours des années 90 en ouvrant des filiales aux États-Unis (1991), en Allemagne (1992), au Royaume-Uni (1994), en Italie (1995) et en Espagne (1995).

Afin d'accélérer son développement et notamment sa politique de croissance externe à l'international, la Société fait son introduction en bourse sur le Nouveau Marché de Paris le 2 juillet 1997.

Au début des années 2000, la Société se repositionne vers des produits de dématérialisation mieux adaptés au marché (automatisation des échanges de documents, solutions de dématérialisation, etc.), et poursuit son développement international (en Amérique latine et en Asie notamment).

<sup>4</sup> Logiciels professionnels conçus pour répondre aux besoins spécifiques des entreprises.

<sup>5</sup> Logiciels permettant à un PC de communiquer avec les machines centrales et d'accéder à des bases de données.

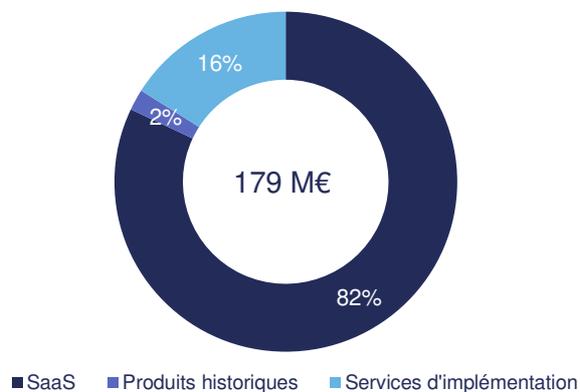
<sup>6</sup> Est un système d'exploitation multi-utilisateurs et multitâches reconnu pour sa flexibilité.

En 2020, Esker lance de nouvelles solutions dans ses suites *Procure-to-Pay* (P2P) et *Order-to-Cash* (O2C), et fait l'acquisition, en 2022, de 50,2% de la société britannique Market Dojo.

### 3.5 Présentation des activités d'Esker

Le groupe Esker est spécialisé dans la dématérialisation des services de *back office*<sup>7</sup> avec une répartition de ses activités entre (i) le *Software as a Service* (SaaS)<sup>8</sup> représentant 82% du chiffre d'affaires 2023, (ii) des services d'implémentation (16%) et (iii) des produits historiques commercialisés sous forme de licences (2%).

Figure 3 - Ventilation du chiffre d'affaires 2023 (%) par activité d'Esker



Sources : DEU 2023, Société

#### 3.5.1 Activité *Software as a Service* (82% du chiffre d'affaires 2023)

L'activité SaaS d'Esker permet aux entreprises de simplifier et d'automatiser les processus pour les métiers de la finance, des achats et du services client en entreprise. Cette activité regroupe deux suites de solutions que nous présentons ci-après :

##### *Esker Source to Pay (S2P)*

La suite permet la numérisation de l'ensemble du cycle fournisseur, de la commande des produits jusqu'au paiement, au travers de diverses solutions intégrées telles que l'automatisation des appels d'offres (*Esker E-Sourcing*), la gestion des fournisseurs (*Esker Supplier Management*), la gestion des contrats, la gestion des achats (*Esker E-Procurement*) et des solutions de dématérialisation des factures fournisseurs et du traitement des notes de frais.

##### *Esker Order to Cash (O2C)*

La suite permet de digitaliser le cycle client et est organisée autour de deux principales solutions :

- *Esker Customer Service* qui automatise les traitements liés à la gestion des interactions avec les clients, principalement les commandes et les réclamations ; et

<sup>7</sup> Transformation et automatisation des tâches administratives et opérationnelles en passant de formats physiques à des formats numériques.

<sup>8</sup> Modèle de distribution de logiciels où les applications sont hébergées sur des serveurs distants et accessibles via Internet, permettant aux utilisateurs de les utiliser sans avoir à les installer ou à les maintenir localement.

- *Esker Accounts Receivables*, solution comptable, qui permet de traiter d'une manière automatisée l'ensemble des tâches liées aux crédits clients, aux factures, aux paiements, aux encaissements, aux réclamations et aux recouvrements.

### 3.5.2 *Activité services d'implémentation (16% du chiffre d'affaires 2023)*

L'activité de services d'implémentation propose des prestations de conseil aux clients, allant de la planification de la solution jusqu'à son implémentation finale. Les solutions proposées par Esker sont conçues en collaboration avec les équipes du client et adaptées à ses besoins spécifiques.

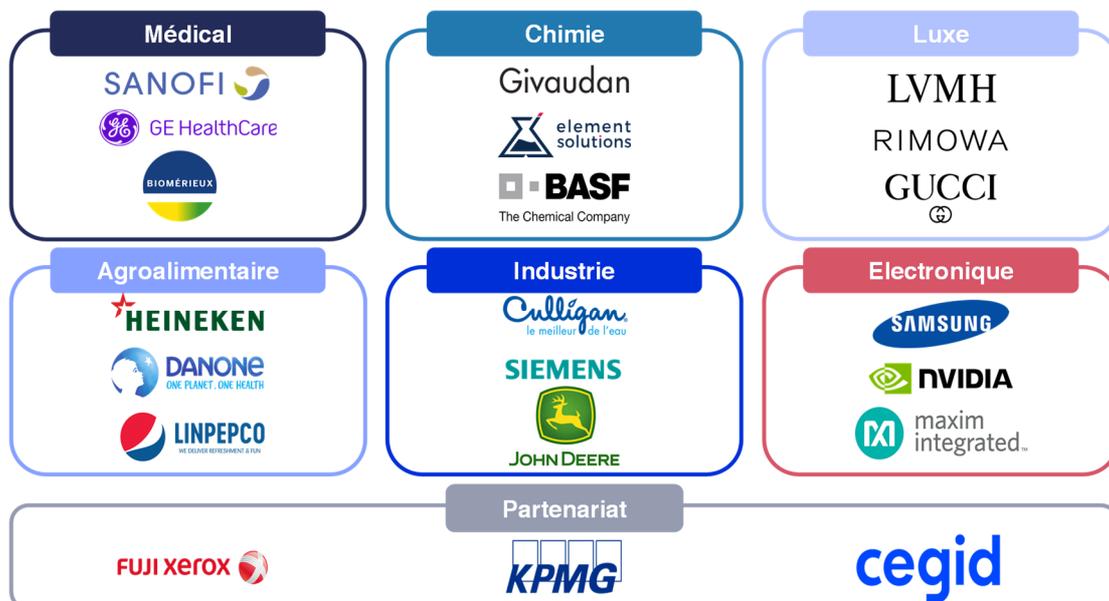
### 3.5.3 *Produits historiques d'Esker (2% du chiffre d'affaires 2023)*

Les produits historiques d'Esker englobent principalement (i) le produit *DeliveryWare* (plateforme en mode licence qui permet d'automatiser les échanges documentaires) (ii) des produits d'*Host Access* (avec *Tun* notamment) et (iii) le produit *VSI – Fax* qui automatise l'envoi et la réception de fax depuis n'importe quelle application fonctionnant sous Unix ou Windows. Cette activité, commercialisée sous la forme de licence, est en forte décroissance depuis plusieurs années et a vocation à s'éteindre.

## 3.6 **Portefeuille client d'Esker**

Esker dispose d'un portefeuille diversifié de clients, opérant dans des secteurs d'activité variés comme le luxe, l'agroalimentaire, le médical, l'industrie, la chimie, ainsi que l'électronique.

Figure 4 – Principaux clients et partenaires d'Esker selon le secteur d'activité

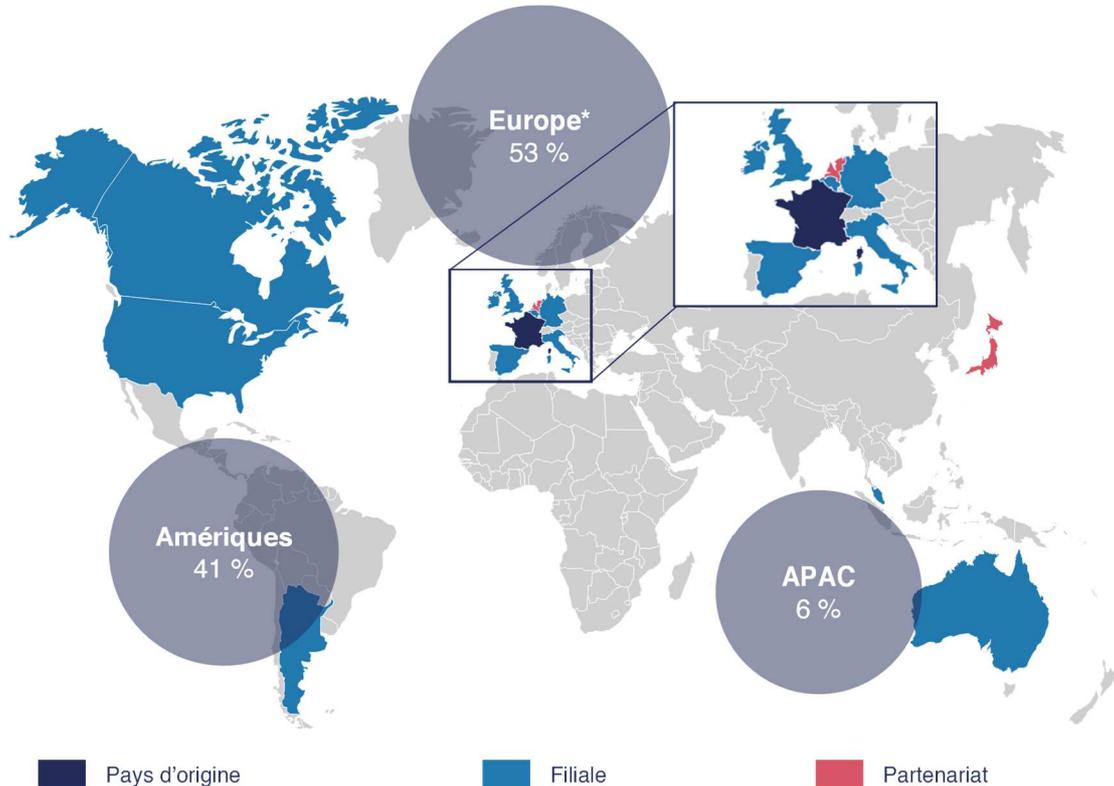


Sources : Société, analyses Finexsi

### 3.7 Présence géographique

Avec plus de 1 000 collaborateurs répartis dans 14 pays, le Groupe a réalisé, en 2023, 53% de son chiffre d'affaires en zone Europe (dont 36% en France), 41% en Amériques (États-Unis) et 6% en Asie-Pacifique (APAC) :

Figure 5 – Ventilation géographique du chiffre d'affaires généré 2023



\* dont France 36% du chiffre d'affaires.  
Source : DEU 2023

### 3.8 Stratégie de la Société

Lors de la publication de ses résultats annuels 2023, Esker a confirmé sa stratégie orientée vers la croissance et la poursuite de la transition vers un mode *cloud*.

À ce titre, la stratégie de la Société s'articule autour de sept axes majeurs :

- L'intégration de l'intelligence artificielle générative pour proposer des solutions plus innovantes et pour améliorer la performance des solutions existantes ;
- Le maintien des engagements de Responsabilité Sociale d'Entreprise (RSE) afin d'assurer la conformité aux différentes réglementations en mettant en place des initiatives, comme l'intégration des données extra-financières ;
- L'adaptation des solutions de facturation électronique aux évolutions des exigences réglementaires en Europe et en Asie ;
- L'enrichissement de l'offre dédiée aux solutions financières (paiement, financement et gestion de trésorerie) pour assurer une meilleure maîtrise des opérations pour les clients ;
- Le renforcement des mesures de cybersécurité pour assurer la confidentialité, la sécurité et l'intégrité des données clients ;

- Le développement des partenariats existants et la recherche de nouveaux partenariats pour améliorer les performances opérationnelles et financières ;
- La veille continue sur les opportunités de croissance externes pour renforcer le portefeuille produit (en termes de technologie notamment) et la présence géographique.

Par ce plan, le Groupe ambitionne une croissance organique de 12% à 14% en 2024, grâce notamment (i) à la plateforme *Cloud*, (ii) à l'intégration de l'intelligence artificielle et (iii) aux partenariats commerciaux.

### 3.9 Enjeux ESG<sup>9</sup>

La Société a mis en place une politique visant à améliorer ses performances sur les enjeux ESG, avec les actions et indicateurs suivants :

- au niveau de la gouvernance, avec notamment (i) le renforcement de la structure de direction d'Esker, qui comprend désormais 100% d'administrateurs indépendants, (ii) une représentation féminine qui s'élève à 50% des membres du Conseil de Surveillance à fin 2023, ainsi que (iii) la création en 2021, d'un comité ESG chargé de superviser les objectifs en matière de RSE ;
- au niveau environnemental, avec le renouvellement des certifications ISO 14001<sup>10</sup> en 2023 et la mise en place d'initiatives de sensibilisation, telles que la « *Esker Green Week* », pour éduquer ses collaborateurs à l'importance de la durabilité et de la gestion responsable des déchets. Ces mesures se sont traduites par une note de 81/100 sur l'évaluation EcoVadis, avec un score de 70/100 dans la catégorie Environnement ;
- au niveau social, avec la mise en place (i) d'un *index* d'égalité femmes-hommes, (ii) d'un baromètre de satisfaction pour les employés de la Société, et (iii) des mesures pour l'amélioration des conditions de travail, permettant ainsi à la Société de réduire son taux d'absentéisme à 1,7% en 2023 (contre 3,2% en 2021).

<sup>9</sup> Environnementaux, sociaux et de gouvernance.

<sup>10</sup> Cette norme fixe les critères d'un système de *Management* environnemental, permettant aux entreprises de structurer et d'améliorer leur gestion écologique.

## 4 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel d'Esker

Les informations présentées dans cette section sont principalement issues de l'étude Xerfi « L'édition de logiciels » publiée en septembre 2024, des données publiées par les sociétés comparables à Esker dans leurs rapports annuels ainsi que d'autres informations disponibles publiquement.

### 4.1 Présentation globale du marché de l'édition de logiciels pour le *back-office*

L'édition de logiciels est l'une des principales branches de l'industrie informatique. Les acteurs du marché proposent des solutions logicielles adaptées aux différentes typologies de clients :

- Solutions dédiées aux entreprises, comme les ERP<sup>11</sup>, les logiciels de gestion de la relation client (CRM), les logiciels de gestion des flux financiers, etc. Ce segment représente près de 80% du marché de l'édition de logiciels ;
- Solutions dédiées aux administrations, essentiellement pour la gestion et la bureautique ;
- Solutions dédiées aux ménages, comme les navigateurs internet, les outils bureautiques, et des applications de messagerie, etc.

Les éditeurs de logiciels opèrent et fournissent leurs solutions selon deux modèles d'affaires distincts :

- Le modèle *Software as a Service* (également dit *SaaS*), qui consiste à facturer au client un abonnement pour lui fournir l'accès à un logiciel installé sur un serveur distant (*Cloud*) ;
- Le modèle par vente de licence, qui permet au client d'utiliser le logiciel sur ses machines après son installation par le prestataire.

Au sein des solutions dédiées aux entreprises, Esker se positionne sur le segment spécifique de la digitalisation du *back-office*. Celui-ci englobe les offres qui consistent à fournir des solutions technologiques pour l'automatisation des processus et des tâches en entreprise. Parmi les principales solutions proposées par les acteurs intervenant sur ce segment, se trouvent notamment (i) des solutions dédiées au *sourcing* et achats, (ii) des solutions pour la gestion des commandes, (iii) des solutions pour la gestion des dépenses et (iv) des solutions pour la gestion des revenus.

Nous présentons ci-après une cartographie des principaux acteurs intervenants sur le segment de la digitalisation du *back-office*.

---

<sup>11</sup> Un ERP (*Enterprise Resource Planning*) est un système informatique permettant aux entreprises de gérer et d'optimiser l'ensemble de leurs processus métiers au sein d'une seule plateforme centralisée.



Sources : Société, Analyses Finexsi

Les solutions proposées par ces acteurs peuvent également s'analyser selon la typologie de tâches, à savoir notamment (i) le cycle fournisseur dit *Source-To-Pay* (S2P), (ii) le cycle client dit *Order-To-Cash* (O2C) et (iii) la facturation électronique.

#### 4.2 Source-to-Pay (S2P)

Le cycle *Source-to-Pay* regroupe des solutions intégrées qui facilitent la gestion de l'ensemble de la relation fournisseur, de la commande jusqu'à la facturation, en passant par la recherche de fournisseurs, l'approvisionnement et la réception des livraisons. Ces solutions sont généralement vendues sous forme de logiciels basés sur le *Cloud* (modèle *SaaS*).

Les éditeurs de logiciels spécialisés dans le S2P proposent diverses solutions, parmi lesquelles :

- L'automatisation de la gestion des appels d'offres afin de choisir les fournisseurs les mieux adaptés ;
- La digitalisation de la relation avec les fournisseurs en permettant une collaboration automatique et adaptée ;
- La numérisation de la gestion des achats ;
- La dématérialisation des factures fournisseurs.

D'une manière générale, les solutions S2P facilitent la rationalisation et la mise en conformité de l'ensemble du processus d'achat. La nature intégrée de ces solutions permet aux données de circuler facilement à travers l'ensemble du processus *Source-to-Pay*, offrant ainsi la visibilité nécessaire sur les documents en amont et en aval.

### 4.3 Order-to-Cash (O2C)

Le cycle *Order-to-Cash* comprend diverses solutions qui adressent l'ensemble du processus client, de la commande jusqu'à la livraison.

Les solutions proposées par les acteurs du marché englobent notamment :

- L'automatisation de la relation client, afin d'éviter les inexactitudes et de garantir la disponibilité des produits en temps réel ;
- La digitalisation des devis et des commandes, notamment pour extraire la demande du client puis générer et envoyer automatiquement le devis ;
- La simplification de la facturation, en générant et en envoyant la facture automatiquement lors de la confirmation de la commande ;
- La numérisation de la gestion des revenus, de manière à collecter automatiquement les données relatives aux paiements sous leurs nombreuses formes.

Les solutions O2C permettent une réduction des erreurs et une amélioration de l'efficacité grâce à une automatisation standardisée du traitement des commandes clients.

### 4.4 L'édition de logiciels de facturation électronique

La facturation électronique est une forme de facturation dans laquelle les documents transactionnels (bons de commande, factures), les conditions de paiement et les notes de frais sont envoyés numériquement entre les parties concernées. En particulier, les solutions de facturation électronique permettent d'associer les factures aux bons de commande et aux contrats, et d'attribuer automatiquement des codes aux factures qui n'ont pas de bon de commande.

Les acteurs du marché, dont Esker, proposent des solutions logicielles qui permettent d'automatiser la dématérialisation des factures et de garantir leur conformité avec les exigences réglementaires et les normes fiscales en vigueur selon les pays.

Il est à noter que les solutions de facturation électronique peuvent être autonomes ou incluses dans d'autres suites de solutions, notamment les suites *procure-to-pay*.

### 4.5 Caractéristiques et enjeux du marché d'Esker

#### 4.5.1 Fragmentation d'un marché dominé par de grands acteurs internationaux

Le marché se caractérise par des mutations technologiques régulières, obligeant les entreprises à lancer de nouveaux produits (modules et logiciels) pour répondre aux attentes croissantes des clients et se différencier de la concurrence.

Les grands éditeurs augmentent régulièrement leurs tarifs, bénéficiant de leur position de leader ainsi que de la dépendance des entreprises clientes à leurs produits, ces derniers étant profondément intégrés aux processus opérationnels. Les coûts élevés de migration et la complexité liée au remplacement de ces logiciels dissuadent les entreprises de changer de fournisseur, ce qui limite le taux d'attrition.

Il existe, en parallèle des grands acteurs du marché, un large panel d'acteurs de moindre taille spécialisés sur des marchés de niche à l'instar du marché de digitalisation du *back-office*. Plus spécifiquement, sur le marché de l'O2C, estimé à 10 milliards de dollars, le paysage concurrentiel est particulièrement fragmenté. Les acteurs de moindre taille bénéficient de leur agilité pour proposer des solutions adaptées aux besoins des clients, se distinguant ainsi des offres standardisées proposées par les grands éditeurs d'ERP comme SAP ou Oracle. Ce marché demeure donc très ouvert à l'innovation et aux nouveaux entrants.

Dans ce contexte, les grands acteurs internationaux, forts de leurs positions, réalisent des opérations de croissance externe pour élargir leur offre et consolider leurs positions.

#### 4.5.2 *L'enjeu de la cybersécurité*

La cybersécurité est devenue un enjeu majeur pour les entreprises, particulièrement avec la digitalisation croissante et l'utilisation d'outils automatisés comme l'*e-invoicing*. Ces systèmes, qui gèrent des données financières particulièrement sensibles, augmentent l'exposition des entreprises clientes à des cyberattaques, notamment en matière de vol de données et de fraudes électroniques.

À ce titre, la demande pour des solutions de cybersécurité a fortement augmenté, en réponse à la multiplication des menaces et à une prise de conscience accrue des risques encourus chez les clients. Selon l'étude réalisée par Astarès en 2023, les entreprises françaises ont subi en moyenne 1,8 attaque réussie au cours de l'année, avec 43% d'entre elles ayant fait face à près de 4,3 attaques au cours des 12 mois précédant l'étude. Le coût total des cyberattaques a atteint 2 milliards d'euros en 2022 en France.

#### 4.5.3 *Gestion des ressources humaines*

À la suite de la crise de la Covid-19, les éditeurs de logiciels ont massivement recruté pour répondre à la hausse de la demande, ce qui a entraîné une augmentation de leurs charges de personnel, qui représentaient 52,7% de leur chiffre d'affaires en 2021.

Cette tendance est toutefois en train de s'inverser, avec des plans de licenciements prévus, notamment chez les grands groupes internationaux. Le rythme des recrutements s'est ralenti, tout comme la pénurie de talents. En parallèle, le recours accru aux *freelances*, combiné à une activité en croissance et à des ajustements tarifaires, a permis de limiter l'impact financier des hausses salariales.

Toutefois, dans un secteur où les talents constituent une ressource clé pour différencier l'offre proposée, les acteurs du secteur doivent rester attentifs à l'attraction et à la fidélisation de ces talents.

## 4.6 Principales tendances et leviers de croissance du marché d'Esker

### 4.6.1 Adoption du modèle SaaS

Le modèle SaaS s'est imposé comme le modèle dominant par rapport aux licences logicielles traditionnelles. Il permet le stockage, la gestion et la maintenance des données *via* un navigateur internet, offrant ainsi une plus grande flexibilité, des coûts initiaux réduits et des mises à jour automatiques. Contrairement au modèle de licences, le SaaS repose sur un système d'abonnement, offrant aux éditeurs des revenus récurrents.

Le SaaS représentait 56% des revenus du secteur en France en 2022 contre respectivement 49% et 45% en 2021 et 2020. Ce mode de distribution permet aux éditeurs de s'affranchir des revendeurs, capturant ainsi une plus grande part de la valeur ajoutée liée à leurs solutions. Les acteurs de la digitalisation du *back-office* s'inscrivent dans cette tendance puisqu'ils génèrent la majeure partie de leurs revenus selon un modèle SaaS.

Ce modèle exige toutefois des investissements technologiques et financiers importants, notamment pour les infrastructures de stockage et le recrutement de talents.

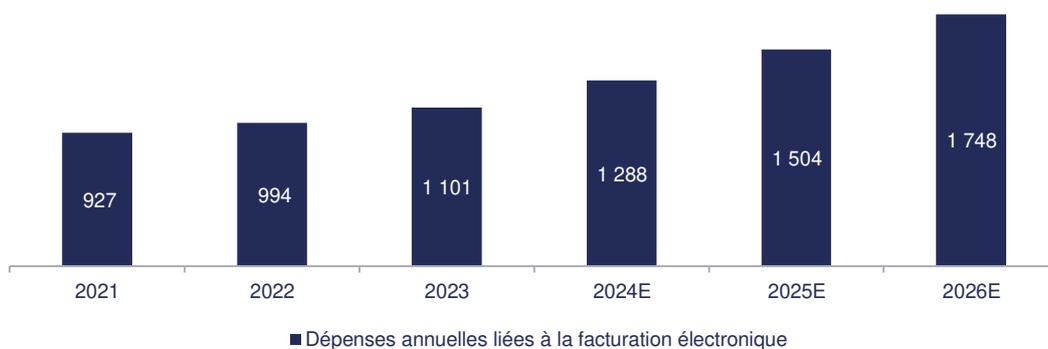
### 4.6.2 Évolution des réglementations

Les entreprises sont de plus en plus contraintes à respecter des normes légales, fiscales, comptables et environnementales. C'est dans ce contexte que les acteurs du marché proposent des solutions qui aident leurs clients à être en conformité avec la réglementation en assurant la fiabilité des documents, la traçabilité des transactions et en prévenant les erreurs et les litiges. À titre d'exemple, en France, l'obligation de facturation électronique entre les entreprises françaises assujetties à la TVA interviendra à partir de 2026. Cette nouvelle réglementation a conduit à des investissements plus importants dans les logiciels de facturation électronique des fournisseurs.

Ces tendances deviendront plus significatives à mesure que les entreprises accélèrent leurs transformations numériques et que les gouvernements introduisent davantage d'exigences en matière de conformité au cours des cinq prochaines années. Cela représenterait ainsi une vraie opportunité pour les acteurs du marché.

Gartner prévoit que les dépenses liées aux logiciels APIA<sup>12</sup> et de facturation électronique des fournisseurs atteindront près de 1,75 Mds\$ à l'horizon 2026E, contre environ 925 M\$ en 2021, soit un taux de croissance annuel moyen de 14%. Nous présentons ci-après l'évolution de ces dépenses telle que prévue par l'étude précitée.

Figure 7 - Evolution des dépenses liées aux logiciels APIA et de facturation électronique des fournisseurs (M\$)



Source : Etude Gartner en date d'août 2023, intitulée « *Market guide for Accounts Payable Invoice automation solutions* »

<sup>12</sup> *Accounts Payable Invoice Automation*, des logiciels qui numérisent les transactions, et rationalisent le processus de facturation et de paiement, en améliorant l'efficacité et la conformité.

#### 4.6.3 *Adoption de l'intelligence artificielle*

Le secteur est en pleine mutation, stimulé par l'essor de technologies disruptives comme l'intelligence artificielle générative.

L'intelligence artificielle s'impose comme un levier clé dans l'optimisation des processus O2C et P2P en apportant des gains de performance significatifs susceptibles d'encourager les entreprises clientes à adopter ces solutions, constituant ainsi une opportunité de croissance pour les acteurs du secteur.

En revanche, le développement de l'intelligence artificielle présente certains des défis, dont notamment :

- Le besoin de compétences techniques spécialisées, rendant le recrutement crucial ;
- La vitesse à laquelle les innovations se généralisent obligeant les entreprises à maintenir une veille technologique et à réagir rapidement pour conserver leur avantage concurrentiel.

## 5 Analyse financière d'Esker

Les comptes consolidés du Groupe, présentés ci-après, ont été établis conformément au Règlement ANC 2020-01. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes d'Esker<sup>13</sup>.

### 5.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2019 - 2023

Tableau 4 - Compte de résultat consolidé d'Esker entre 2019 et 2023 (k€)

En k€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023	TCAM 19 - 23
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>104 188</b>	<b>112 274</b>	<b>133 580</b>	<b>158 987</b>	<b>178 554</b>	<b>14,4%</b>
<i>Croissance</i>	<i>n.a</i>	<i>7,8%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>12,3%</i>	
Production immobilisée	6 281	7 823	8 641	10 163	12 365	18,5%
<i>% du CA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,9%</i>	
Autres produits d'exploitation	1 206	1 591	1 534	1 629	2 126	15,2%
<i>% du CA</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,2%</i>	
Achats consommés	(1 880)	(1 979)	(2 075)	(2 651)	(2 406)	6,4%
<i>% du CA</i>	<i>(1,8%)</i>	<i>(1,8%)</i>	<i>(1,6%)</i>	<i>(1,7%)</i>	<i>(1,3%)</i>	
Variations de stocks	6	74	93	127	(160)	<i>n.a</i>
<i>% du CA</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>(0,1%)</i>	
Autres charges d'exploitation	(27 648)	(27 479)	(29 928)	(39 573)	(45 211)	13,1%
<i>% du CA</i>	<i>(26,5%)</i>	<i>(24,5%)</i>	<i>(22,4%)</i>	<i>(24,9%)</i>	<i>(25,3%)</i>	
Charges de personnel	(59 961)	(68 712)	(84 139)	(94 398)	(113 791)	17,4%
<i>% du CA</i>	<i>(57,6%)</i>	<i>(61,2%)</i>	<i>(63,0%)</i>	<i>(59,4%)</i>	<i>(63,7%)</i>	
Impôts et taxes	(1 281)	(1 498)	(1 533)	(1 756)	(1 692)	7,2%
<i>% du CA</i>	<i>(1,2%)</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(1,1%)</i>	<i>(0,9%)</i>	
Dotations nettes aux amortissements	(7 593)	(8 315)	(9 072)	(11 924)	(11 672)	11,3%
<i>% du CA</i>	<i>(7,3%)</i>	<i>(7,4%)</i>	<i>(6,8%)</i>	<i>(7,5%)</i>	<i>(6,5%)</i>	
Dotations nettes aux provisions	(900)	(167)	(520)	805	(193)	(31,9%)
<i>% du CA</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(0,1%)</i>	<i>(0,4%)</i>	<i>0,5%</i>	<i>(0,1%)</i>	
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>12 418</b>	<b>13 612</b>	<b>16 581</b>	<b>21 409</b>	<b>17 919</b>	<b>9,6%</b>
<i>% du CA</i>	<i>11,92%</i>	<i>12,12%</i>	<i>12,41%</i>	<i>13,47%</i>	<i>10,04%</i>	
<b>Résultat financier</b>	<b>268</b>	<b>(67)</b>	<b>202</b>	<b>272</b>	<b>554</b>	<b>19,9%</b>
<b>Résultat courant des entreprises intégrées</b>	<b>12 686</b>	<b>13 545</b>	<b>16 783</b>	<b>21 681</b>	<b>18 474</b>	<b>9,9%</b>
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>(62)</b>	<b>491</b>	<b>403</b>	<b>(299)</b>	<b>65</b>	<i>n.a</i>
Impôts sur les résultats	(3 402)	(2 966)	(3 907)	(5 016)	(4 750)	
Quote-part de résultat des sociétés MEQ	523	492	1 002	1 497	1 068	
<b>Résultat net</b>	<b>9 745</b>	<b>11 562</b>	<b>14 281</b>	<b>17 864</b>	<b>14 857</b>	<b>11,1%</b>
<i>% du CA</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>8,3%</i>	

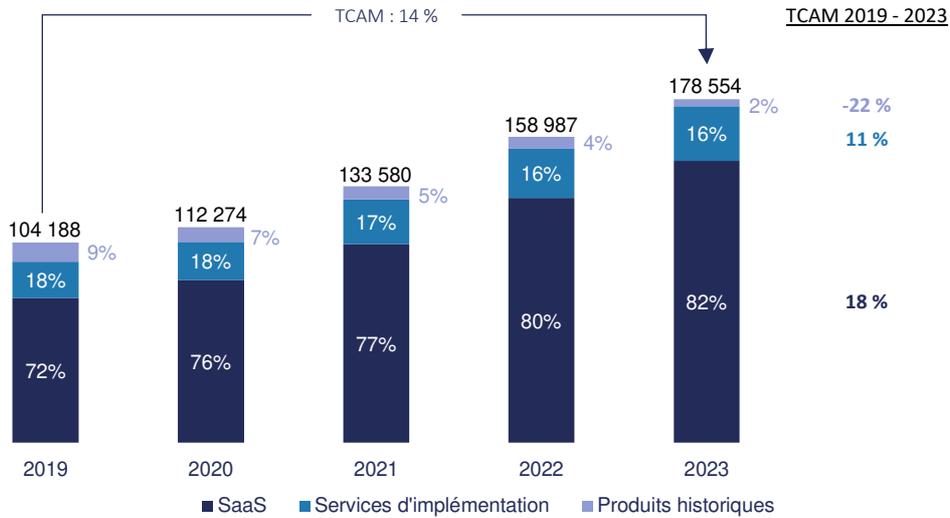
Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

#### Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a connu une forte croissance au cours des cinq dernières années, passant de 104 188 k€ à 178 554 k€, soit une croissance annuelle moyenne de 14,4%, qui s'explique à la fois par la croissance organique et par des opérations de croissance externe. La progression du chiffre d'affaires provient essentiellement de la bonne performance de l'activité SaaS (notamment les solutions de dématérialisation *Cloud*, qui ont connu une croissance continue sur la période avec un TCAM de +18%). Cette évolution a été, toutefois, légèrement compensée par un recul des produits historiques (en mode licence).

<sup>13</sup> Orfis et Deloitte & Associés

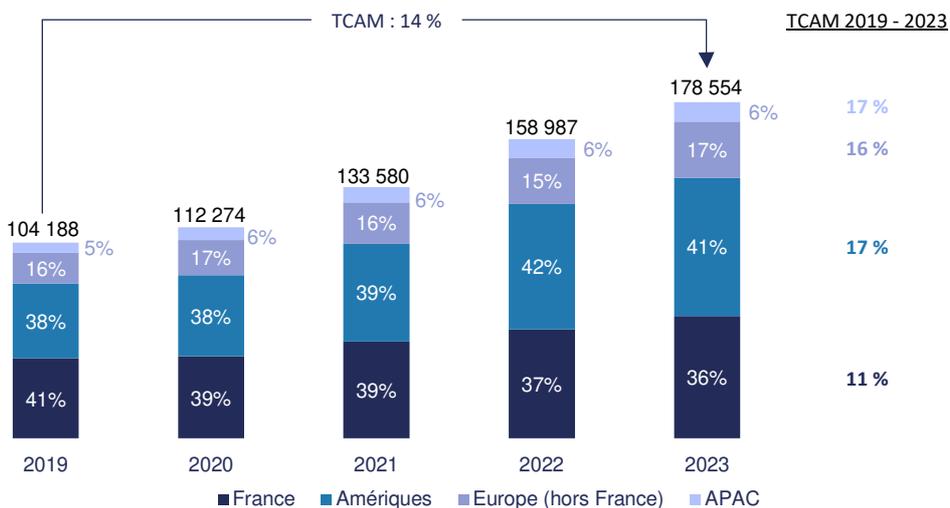
Figure 8 - Ventilation du chiffre d'affaires par activité entre 2019 et 2023 (k€)



Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

Par ailleurs, l'ensemble des zones géographiques dans lesquelles opère le Groupe ont connu une croissance de leur chiffre d'affaires. La zone « Amériques » a connu la plus forte hausse, avec un chiffre d'affaires qui est passé de 39 476 k€ en 2019 à 73 376 k€ en 2023 (TCAM de 17%), soit 41,1% du chiffre d'affaires total du Groupe. Le chiffre d'affaires de la zone « France » a connu un TCAM de 11,0%, avec un chiffre d'affaires de 65 152 k€ en 2023, représentant 36% du chiffre d'affaires total du Groupe. Enfin, sur la même période, les TCAM des zones Europe (hors France) et APAC se sont établis à 16% et 17% respectivement.

Figure 9 - Évolution du chiffre d'affaires du Groupe par zone géographique entre 2019 et 2023 (k€)



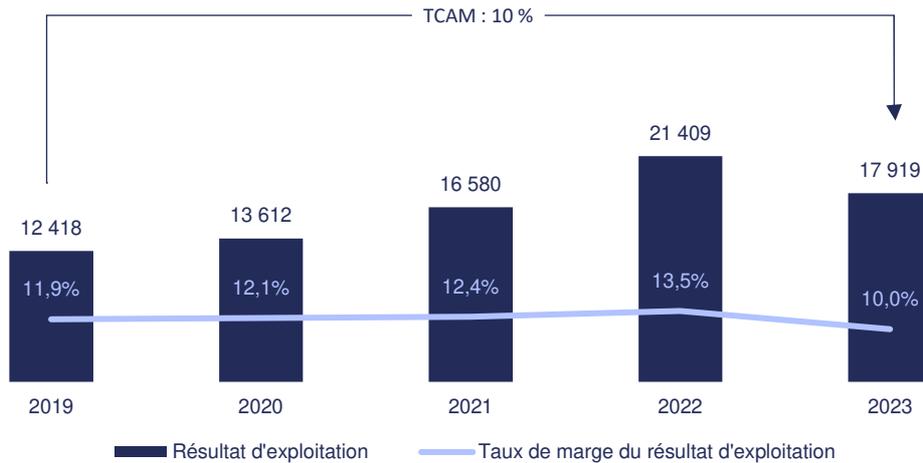
Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

## Résultat d'exploitation (EBIT)

Le résultat d'exploitation du Groupe s'est amélioré entre 2019 et 2022, passant de 12 418 k€ (11,9% du chiffre d'affaires) à 21 409 k€ (13,5% du chiffre d'affaires), avant de connaître une baisse en 2023 pour s'établir à 17 919 k€, soit 10,0% du chiffre d'affaires.

Cette baisse du résultat d'exploitation est à mettre en regard d'une hausse des charges de personnel en lien avec le recrutement de commerciaux qui ont permis la signature de nouveaux contrats, mais dont la conversion en chiffre d'affaires ne s'est pas traduite sur l'exercice 2023.

Figure 10 - Évolution de l'EBIT (k€) et du taux d'EBIT d'Esker entre 2019 et 2023



Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

Le taux de marge d'EBITDA suit la même tendance que celui de l'EBIT, et est par ailleurs impacté par le niveau des « dotations nettes aux amortissements ».

Tableau 5 - Tableau de passage d'EBITDA et d'EBIT

En k€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023	TCAM 19 - 23
<b>Chiffre d'affaires</b>	104 188	112 274	133 580	158 987	178 554	<b>14,4%</b>
<i>Croissance</i>	<i>n.a</i>	7,8%	19,0%	19,0%	12,3%	
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>12 418</b>	<b>13 612</b>	<b>16 581</b>	<b>21 409</b>	<b>17 919</b>	<b>9,6%</b>
<i>% du CA</i>	11,9%	12,1%	12,4%	13,5%	10,0%	
Dotations nettes aux provisions	900	167	520	(805)	193	(31,9%)
<i>% du CA</i>	0,9%	0,1%	0,4%	(0,5%)	0,1%	
Dotations nettes aux amortissements	7 593	8 315	9 072	11 924	11 672	11,3%
<i>% du CA</i>	7,3%	7,4%	6,8%	7,5%	6,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>20 911</b>	<b>22 094</b>	<b>26 173</b>	<b>32 528</b>	<b>29 784</b>	<b>9,2%</b>
<i>% du CA</i>	20,1%	19,7%	19,6%	20,5%	16,7%	

Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

### EBIT ajusté et EBITDA ajusté

Comme nous le verrons ci-après, la Société capitalise ses frais de développement lorsque les critères sont réunis.

Afin de permettre la comparabilité avec les autres sociétés du secteur qui sont susceptibles d'avoir des politiques de capitalisation différentes de celle d'Esker, nous présentons ci-après le passage entre l'EBIT tel qu'il ressort des comptes consolidés (EBIT publié) et l'EBIT retraité des frais de développement immobilisés et des amortissements y afférents (EBIT ajusté).

**Tableau 6 - Tableau de passage de l'EBIT publié à l'EBIT ajusté**

En k€, au 31/12	2022	2023
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>21 409</b>	<b>17 919</b>
Frais de développement immobilisés	(10 163)	(12 365)
Dotation aux amortissements des frais de dév. Immobilisés de l'exercice	7 116	8 239
<b>Ajustements "capitalisation"</b>	<b>(3 047)</b>	<b>(4 126)</b>
<b>Résultat d'exploitation (EBIT) ajusté</b>	<b>18 362</b>	<b>13 793</b>
<i>Marge d'EBIT ajusté (%)</i>	<i>11,5%</i>	<i>7,7%</i>

Sources : DEU 2022 et 2023

Nous présentons également le passage entre l'EBITDA et l'EBITDA retraité de ces mêmes frais de développement immobilisés (EBITDA ajusté).

**Tableau 7 - Tableau de passage de l'EBITDA à l'EBITDA ajusté**

En k€, au 31/12	2022	2023
<b>EBITDA publié</b>	<b>32 528</b>	<b>29 785</b>
<i>Marge d'EBITDA publié (%)</i>	<i>20,5%</i>	<i>16,7%</i>
Frais de développement immobilisés	(10 164)	(12 365)
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>22 364</b>	<b>17 420</b>
<i>Marge d'EBITDA ajusté (%)</i>	<i>14,1%</i>	<i>9,8%</i>

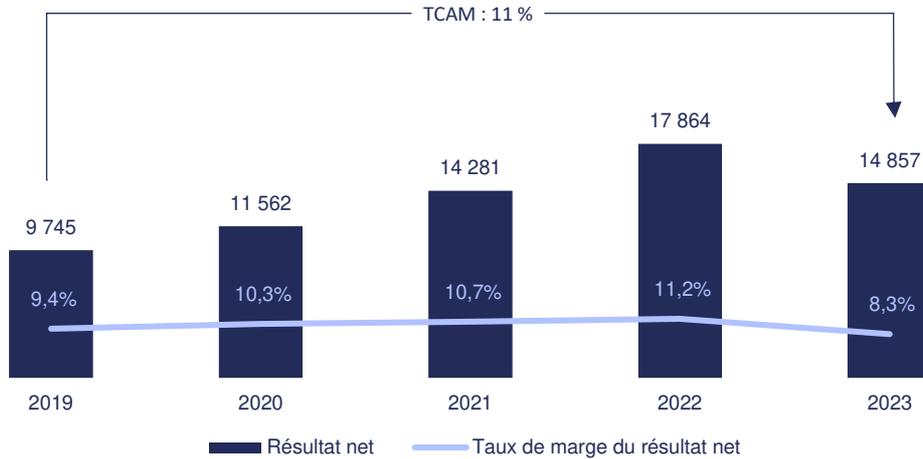
Sources : DEU 2022 et 2023

En retraitant l'impact de la capitalisation des frais de développement, l'EBITDA ajusté s'établit à 17 420 k€ au 31 décembre 2023 avec une marge de 9,8% (vs 29 785 k€ et un taux de marge de 16,7% au 31 décembre 2023) et l'EBIT ajusté s'établit à 13 793 k€ avec une marge de 7,7% en 2023 (vs 17 919 k€ et un taux de marge de 10,0% publié au 31 décembre 2023).

## Résultat net

L'évolution du résultat net consolidé du Groupe et du taux de marge correspondant est présentée ci-après :

Figure 11 - Évolution du résultat net (k€) et du taux de marge nette d'Esker sur la période du 31 décembre 2019 au 31 décembre 202



Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

La somme du résultat financier, du résultat exceptionnel et de la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence étant relativement faible, le résultat net dépend essentiellement des performances opérationnelles d'Esker. En 2023, le résultat net s'est établi à 14 857 k€, soit 8,3% du chiffre d'affaires.

## 5.2 Bilan consolidé sur la période 2019 – 2023

Tableau 8 - Bilan consolidé d'Esker 2019 - 2023 (k€)

En k€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Ecart d'acquisition</i>	6 178	5 752	6 138	16 266	15 882
<i>Autres immobilisations incorporelles</i>	23 145	25 035	27 506	31 385	35 510
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>29 323</b>	<b>30 787</b>	<b>33 644</b>	<b>47 650</b>	<b>51 395</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>10 434</b>	<b>10 036</b>	<b>9 896</b>	<b>8 986</b>	<b>8 666</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>6 177</b>	<b>6 405</b>	<b>10 928</b>	<b>10 754</b>	<b>10 532</b>
Titres mis en équivalence	1 267	1 759	2 761	4 259	5 327
<b>Actif immobilisé</b>	<b>47 201</b>	<b>48 986</b>	<b>57 229</b>	<b>71 650</b>	<b>75 920</b>
Stocks	185	257	341	512	303
Créances clients	24 884	25 994	28 870	37 157	37 894
Impôts différés actifs	465	800	667	1 114	1 078
Autres créances et comptes de régularisation	5 131	5 446	6 678	9 038	8 341
Valeurs mobilières de placement	383	1 004	3 456	8 355	6 137
Disponibilités	20 975	39 417	31 522	34 531	42 636
<b>Actif circulant</b>	<b>52 022</b>	<b>72 918</b>	<b>71 534</b>	<b>90 707</b>	<b>96 389</b>
<b>Actif</b>	<b>99 223</b>	<b>121 904</b>	<b>128 763</b>	<b>162 358</b>	<b>172 309</b>
<i>Capital social</i>	11 504	11 661	11 850	11 971	12 076
<i>Primes d'émission</i>	20 424	21 202	22 756	23 227	23 982
<i>Résultat consolidé</i>	9 745	11 562	14 280	17 864	14 857
<i>Réserves consolidées</i>	14 974	20 987	31 508	45 578	57 461
<b>Capitaux propres (part du Groupe)</b>	<b>56 647</b>	<b>65 412</b>	<b>80 394</b>	<b>98 641</b>	<b>108 376</b>
<b>Total capitaux propres</b>	<b>56 647</b>	<b>65 412</b>	<b>80 394</b>	<b>98 641</b>	<b>108 376</b>
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>1 760</b>	<b>2 698</b>	<b>2 497</b>	<b>3 114</b>	<b>3 228</b>
<i>Contrat de location financement</i>	1 382	921	563	387	160
<i>Emprunt bancaire</i>	5 143	14 223	606	14 647	10 763
Emprunts et dettes financières	6 516	15 144	1 169	15 034	10 922
Dettes fournisseurs	8 772	8 617	9 485	9 839	10 544
Dettes fiscales et sociales	15 293	18 601	23 538	22 690	26 807
Impôts différés passifs	626	698	757	1 434	0
<i>Produits constatés d'avance</i>	6 420	7 000	7 554	7 134	9 139
<i>Dépôts et cautions clients</i>	3 051	3 292	3 333	3 303	3 283
<i>Autres dettes</i>	138	442	35	1 169	9
Autres dettes et comptes de régularisation	9 609	10 734	10 923	11 607	12 431
<b>Dettes</b>	<b>40 816</b>	<b>53 794</b>	<b>45 872</b>	<b>60 603</b>	<b>60 704</b>
<b>Passif</b>	<b>99 223</b>	<b>121 904</b>	<b>128 763</b>	<b>162 358</b>	<b>172 309</b>

Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

### Immobilisations incorporelles

Les écarts d'acquisition, ou *goodwill* (15 882 k€ au 31 décembre 2023) représentent 9% du total bilan au 31 décembre 2023. Ils correspondent principalement aux acquisitions de TermSync (5 138 k€) et Market Dojo (9 620 k€).

Les autres immobilisations incorporelles (hors *goodwill*) sont principalement composées :

- Des frais de développement capitalisés (22 399 k€ en 2023), lesquels sont constitués (i) des coûts engagés dans le cadre du développement des logiciels de dématérialisation et (ii) des coûts liés au développement de l'activité *on demand*. Les autres dépenses de recherche et développement, ne répondant pas aux critères d'activation, sont comptabilisées directement en charges de l'exercice ;
- D'immobilisations incorporelles en-cours de 6 095 k€ ;
- De relation clientèle pour 4 790 k€ ;
- De marques pour 1 842 k€.

### Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles d'Esker s'établissent à 8 666 k€ au 31 décembre 2023. Elles sont principalement constituées de matériel informatique (parcs d'ordinateurs, imprimantes) et du matériel nécessaire à la production *on demand* (machines de mise sous pli et imprimantes de production).

### Immobilisations financières et titres mis en équivalence

Les immobilisations financières d'Esker s'établissent à 10 532 k€ au 31 décembre 2023 et correspondent (i) aux titres de participation non-consolidés (4 607 M€), (ii) aux titres immobilisés (4 814 M€), et (iii) aux prêts, cautionnements et autres créances de la Société (1 111 M€).

Les titres mis en équivalence correspondant pour leur part, à la participation de 30% détenue dans la société Neotouch Cloud Solutions en Irlande.

### Besoin en fonds de roulement (BFR)

L'évolution du besoin en fonds de roulement de la Société entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2023 est présentée ci-après :

Tableau 9 - Évolution du BFR depuis le 31 décembre 2019

En k€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023
Stocks	185	257	341	512	303
Créances clients	24 884	25 994	28 870	37 157	37 894
Dettes fournisseurs	(8 772)	(8 617)	(9 485)	(9 839)	(10 544)
<b>BFR d'exploitation</b>	<b>16 297</b>	<b>17 634</b>	<b>19 726</b>	<b>27 830</b>	<b>27 653</b>
<i>En % du CA</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>
Autres créances et comptes de régularisation	5 131	5 446	6 678	9 038	8 341
Dettes fiscales et sociales	(15 293)	(18 601)	(23 538)	(22 690)	(26 807)
Autres dettes et comptes de régularisation	(9 609)	(10 734)	(10 923)	(11 607)	(12 431)
<b>BFR hors exploitation</b>	<b>(19 771)</b>	<b>(23 889)</b>	<b>(27 783)</b>	<b>(25 259)</b>	<b>(30 897)</b>
<i>En % du CA</i>	<i>(19%)</i>	<i>(21%)</i>	<i>(21%)</i>	<i>(16%)</i>	<i>(17%)</i>
<b>BFR</b>	<b>(3 474)</b>	<b>(6 255)</b>	<b>(8 057)</b>	<b>2 571</b>	<b>(3 244)</b>
<i>En % du CA</i>	<i>(3%)</i>	<i>(6%)</i>	<i>(6%)</i>	<i>2%</i>	<i>(2%)</i>

Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

Le niveau du BFR d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires est resté relativement stable sur la période analysée, représentant en moyenne 16%. En 2023, BFR d'exploitation s'élève à 27 653 k€.

Quant au BFR hors exploitation, il oscille entre 16% et 21% du chiffre d'affaires sur la période. Au 31 décembre 2023, le BFR hors exploitation s'élève à -30 897 k€, et se compose :

- D'autres créances et comptes de régularisation (8 341 k€) qui incluent des charges constatées d'avance (3 835 k€), des créances d'impôts (3 770 k€) et d'autres créances (736 k€) ;
- De dettes fiscales et sociales pour 26 807 k€ ;
- D'autres dettes et comptes de régularisation (12 431 k€) qui incluent principalement 9 139 k€ de produits constatés d'avance et 3 283 k€ de dépôts et cautions clients.

Le BFR total s'élève donc à -3 244 k€, soit -2% du chiffre d'affaires en 2023.

Il est à noter que le BFR d'Esker est structurellement négatif, à l'exception de l'année 2022 qui a été impactée par le décalage de paiement d'un client de quelques jours pour environ 3 500 k€, ce qui a entraîné une hausse des créances clients.

### Trésorerie / (Dettes) nette

L'évolution de l'endettement financier net de la Société entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2023 est présentée ci-après :

**Tableau 10 - Évolution de la trésorerie / de l'endettement financier net de la Société entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2023**

En k€, au 31/12	2019	2020	2021	2022	2023
Valeurs mobilières de placement	383	1 004	3 456	8 355	6 137
Disponibilités	20 975	39 417	31 522	34 531	42 636
Emprunts et dettes financières	(6 516)	(15 144)	(1 169)	(15 034)	(10 922)
<b>Trésorerie / (Dettes) nette</b>	<b>14 842</b>	<b>25 277</b>	<b>33 809</b>	<b>27 852</b>	<b>37 851</b>

Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

La Société présente une situation de trésorerie nette qui s'établit à 37 851 k€ au 31 décembre 2023 et se compose de :

- 6 137 k€ de valeurs mobilières de placement qui correspondent à des Sicav monétaires et des comptes à terme ;
- 42 636 k€ de disponibilités ;
- 10 922 k€ d'emprunts et dettes financières, dont un emprunt bancaire de 10 763 k€ correspondant au solde de l'emprunt de 17 000 k€ souscrit en 2022 afin de réaliser de potentielles acquisitions.

## 5.3 Activité du premier semestre 2024

### 5.3.1 Compte de résultat

Tableau 11 - Compte de résultat consolidé des premiers semestres 2023 et 2024 (en k€)

En k€	30/06/2023	30/06/2024
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>87 852</b>	<b>99 243</b>
<i>Croissance</i>	<i>n.a</i>	<i>13,0%</i>
Production immobilisée	5 791	6 535
<i>% du CA</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,6%</i>
Autres produits d'exploitation	764	358
<i>% du CA</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,4%</i>
Achats consommés	(1 162)	(1 026)
<i>% du CA</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>(1,0%)</i>
Variations de stocks	(165)	71
<i>% du CA</i>	<i>(0,2%)</i>	<i>0,1%</i>
Autres charges d'exploitation	(22 351)	(23 443)
<i>% du CA</i>	<i>(25,4%)</i>	<i>(23,6%)</i>
Charges de personnel	(54 641)	(62 456)
<i>% du CA</i>	<i>(62,2%)</i>	<i>(62,9%)</i>
Impôts et taxes	(760)	(786)
<i>% du CA</i>	<i>(0,9%)</i>	<i>(0,8%)</i>
Dotations nettes aux provisions	(259)	(259)
<i>% du CA</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(0,3%)</i>
Dotations nettes aux amortissements	(5 668)	(6 159)
<i>% du CA</i>	<i>(6,5%)</i>	<i>(6,2%)</i>
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>9 401</b>	<b>12 077</b>
<i>% du CA</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,2%</i>
<b>Résultat financier</b>	<b>78</b>	<b>579</b>
<b>Résultat courant des entreprises intégrées</b>	<b>9 479</b>	<b>12 656</b>
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>25</b>	<b>(4)</b>
Impôts sur les résultats	(2 619)	(3 829)
Quote-part de résultat des sociétés MEQ	571	467
<b>Résultat net</b>	<b>7 456</b>	<b>9 290</b>
<i>% du CA</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,4%</i>

Source : Rapport semestriel 2024

La Société a généré un chiffre d'affaires de 99 243 k€ au cours du premier semestre 2024, en hausse de 13% par rapport à la même période en 2023. Cette hausse est principalement portée par les revenus SaaS et les services d'implémentation qui ont connu respectivement des croissances de 13% et 25% par rapport à la même période en 2023.

Le carnet de commandes de la Société est également en progression au deuxième trimestre 2024 (+65% à taux constant par rapport au deuxième trimestre 2023).

La publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre est en ligne avec l'objectif de croissance pour l'exercice 2024.

Par ailleurs, la marge d'EBIT s'est sensiblement améliorée, en passant de 10,7% à 12,2% entre le premier semestre 2023 et le premier semestre 2024, en raison notamment de la baisse du poids des « autres charges d'exploitation ».

### 5.3.2 Bilan

**Tableau 12 - Bilan consolidé au 31 décembre 2023 et 30 juin 2024 (en k€)**

En k€	31/12/2023	30/06/2024	Ecart
<i>Ecart d'acquisition</i>	15 882	16 305	423
<i>Autres immobilisations incorporelles</i>	35 510	37 349	1 839
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>51 395</b>	<b>53 654</b>	<b>2 259</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>8 666</b>	<b>8 121</b>	<b>(545)</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>10 532</b>	<b>10 858</b>	<b>326</b>
Titres mis en équivalence	5 327	5 794	467
<b>Actif immobilisé</b>	<b>75 920</b>	<b>78 428</b>	<b>2 508</b>
Stocks	303	362	59
Créances clients	37 894	43 767	5 873
Impôts différés actifs	1 078	1 083	5
Autres créances et comptes de régularisation	8 341	7 672	(669)
Valeurs mobilières de placement	6 137	5 982	(155)
Disponibilités	42 636	46 265	3 629
<b>Actif circulant</b>	<b>96 389</b>	<b>105 131</b>	<b>8 742</b>
<b>Actif</b>	<b>172 309</b>	<b>183 559</b>	<b>11 250</b>
<i>Capital social</i>	12 076	12 137	61
<i>Primes d'émission</i>	23 982	24 743	761
<i>Résultat consolidé</i>	14 857	9 290	(5 567)
<i>Réserves consolidées</i>	57 461	70 263	12 802
<b>Capitaux propres (part du Groupe)</b>	<b>108 376</b>	<b>116 433</b>	<b>8 057</b>
<b>Total capitaux propres</b>	<b>108 376</b>	<b>116 433</b>	<b>8 057</b>
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>3 228</b>	<b>3 543</b>	<b>315</b>
<i>Contrat de location financement</i>	160	104	(56)
<i>Emprunt bancaire</i>	10 763	8 815	(1 948)
Emprunts et dettes financières	10 922	8 920	(2 002)
Dettes fournisseurs	10 544	11 470	926
Dettes fiscales et sociales	26 807	26 207	(600)
Impôts différés passifs	0	215	215
<i>Produits constatés d'avance</i>	9 139	14 497	5 358
<i>Dépôts et cautions clients</i>	3 283	3 256	(27)
<i>Autres dettes</i>	9	(982)	(991)
Autres dettes et comptes de régularisation	12 431	16 771	4 340
<b>Dettes</b>	<b>60 704</b>	<b>63 583</b>	<b>2 879</b>
<b>Passif</b>	<b>172 309</b>	<b>183 559</b>	<b>11 250</b>

Source : Rapports semestriels 2023 et 2024

Au 30 juin 2024, les capitaux propres d'Esker s'établissent à 116 433 k€, après prise en compte du résultat net bénéficiaire du premier semestre de 9 290 k€.

Les déficits fiscaux activés s'élèvent à 354,1 k€ et les déficits non activés à 23 437,2 k€.

La Société présente une amélioration de sa trésorerie nette, qui s'établit à 43 327 k€ au 30 juin 2024 (contre 37 851 k€ au 31 décembre 2023).

## 6 Matrice SWOT

Figure 12 - Matrice SWOT d'Esker



Sources : Société, analyses Finexsi

## 7 Évaluation des actions de la Société Esker

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société Esker, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

### 7.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

#### 7.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société, car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable au 30 juin 2024 d'Esker s'établit à 116,4 M€, soit une valeur par action de 19,70<sup>14</sup> €.

#### 7.1.2 Actif net comptable réévalué

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

#### 7.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés bénéficiant d'une capacité de distribution suffisante, avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Nous rappelons que la Société a distribué des dividendes au cours des 5 derniers exercices. Au titre de l'exercice 2023, l'Assemblée générale d'Esker du 19 juin 2024, a voté un dividende de 0,65 €<sup>15</sup> par action.

Toutefois, la Société n'ayant pas annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, nous ne retiendrons pas cette méthode, dans la mesure où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ci -après « DCF »).

#### 7.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettent de valoriser les actions de la Société Esker.

<sup>14</sup> Sur la base d'un nombre de 5 924 850 actions (capital social de 6 068 727 actions en circulation au 30 juin 2024, après déduction de l'autocontrôle de 143 877).

<sup>15</sup> Conformément aux statuts de la société, les actionnaires détenant leurs titres au nominatif ou nominatif administré depuis 2 ans au moins, se verront attribuer une prime de fidélité de 10%, soit un dividende majoré à 0,71 € par action.

## 7.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

À titre principal :

- La référence au cours de bourse de la Société (cf. 7.4.1) ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou DCF (cf. 7.4.2) ;

À titre secondaire :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (cf. 7.4.3) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables (cf. 7.4.4) ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre Esker (cf. 7.4.5).

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

## 7.3 Données de référence de la société Esker

### 7.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 septembre 2024, diminué du nombre d'actions auto détenues par la Société à cette même date et augmenté du nombre de *stock-options* exerçables et du nombre d'actions gratuites en période d'acquisition.

Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation est le suivant :

Tableau 13 - Nombre d'actions dilué retenu au 30 septembre 2024

En unité	30/09/2024
Nombre d'actions composant le capital social	6 081 392
Retraitement de l'autocontrôle	(143 474)
Prise en compte des instruments dilutifs	247 865
<i>dont stock-options</i>	<i>29 591</i>
<i>dont actions gratuites</i>	<i>218 274</i>
<b>Nombre d'actions dilué à retenir</b>	<b>6 185 783</b>

Sources : Société, analyses Finexsi

Nous avons considéré que les plans de *stock-options* et les plans d'actions gratuites seraient servis par les actions auto-détenues par Esker ou par la réalisation d'augmentations de capital, et avons en contrepartie retenu la trésorerie encaissée lors de l'exercice des options dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Par ailleurs, et par cohérence avec la date du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres déterminée au 30 juin 2024 (cf. 7.3.2), nous avons également retenu la trésorerie encaissée par la Société au titre des options exercées entre le 1<sup>er</sup> juillet 2024 et le 30 septembre 2024.

### 7.3.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des comptes consolidés d'Esker au 30 juin 2024.

**Tableau 14 - Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres d'Esker au 30 juin 2024**

En M€	30/06/2024
Trésorerie	46,3
Valeurs Mobilières de Placement	6,0
Emprunts et dettes financières	(8,9)
<b>Trésorerie / (Dettes) nette</b>	<b>43,3</b>
Immobilisations financières	10,2
Titres mis en équivalence	5,8
Déficits reportables	5,5
Provisions après IS	(2,7)
Prix d'exercice des options de souscription	3,1
Market Dojo (option d'achat)	(13,8)
<b>Ajustements</b>	<b>8,1</b>
<b>Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</b>	<b>51,4</b>

Sources : Société, analyses Finexsi

La trésorerie nette qui s'établit à 43,3 M€ au 30 juin 2024 n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté la trésorerie nette des principaux éléments suivants :

- Les immobilisations financières, composées de titres de participation non-consolidés et de titres immobilisés pour un montant de 10,2 M€ ;
- Les titres mis en équivalence, d'un montant de 5,8 M€, correspondant à la participation de 30,0% dans Neotouch Cloud Solution ;
- Les déficits fiscaux reportables (activés et non activés) au 30 juin 2024 pour un montant de 5,5 M€. La valeur des déficits fiscaux a été modélisée en fonction de leur horizon de consommation puis intégrée dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé. Ils ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans les flux du plan d'affaires pour les besoins de la méthode DCF ;
- Les provisions après impôts (IS), qui correspondent à des engagements de retraite pour un montant de -2,7 M€ ;
- La trésorerie qui sera encaissée par la Société lors de l'exercice des options de souscription en circulation ainsi que la trésorerie encaissée au titre des options exercées entre le 1<sup>er</sup> juillet 2024 et le 30 septembre 2024 pour un montant de 3,1 M€ ;
- Le prix d'acquisition estimé de la participation de 49,8% non détenue dans Market Dojo (-13,8 M€), étant précisé que les flux de cette dernière sont intégrés à 100% dans le plan d'affaires de la Société.

Sur ces bases, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élève à 51,4 M€ (trésorerie nette).

## **7.4 Mise en œuvre de la valorisation d'Esker**

### *7.4.1 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)*

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

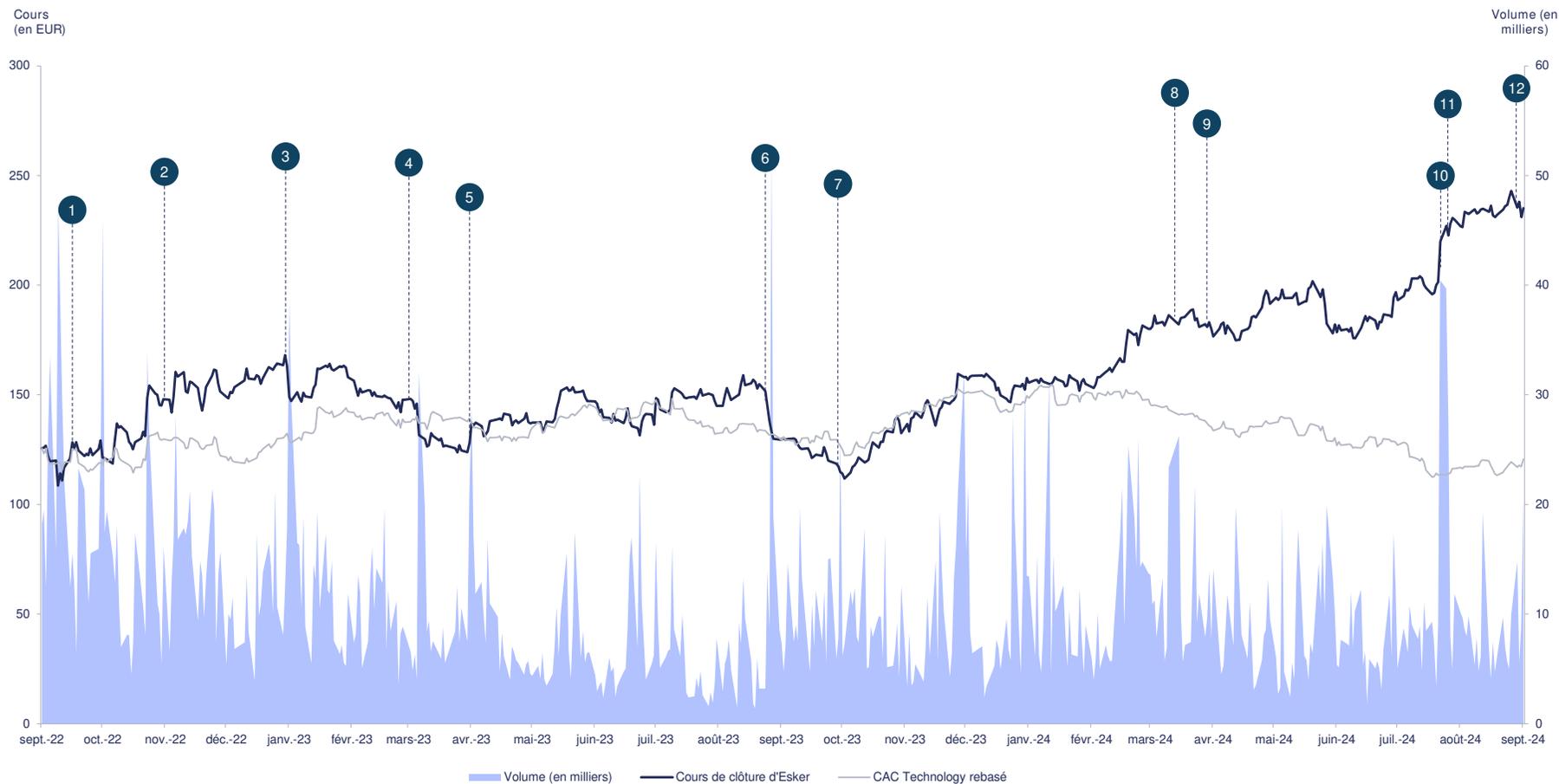
Les actions d'Esker sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (code ISIN : FR0000035818).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'au cours de clôture du 19 septembre 2024, l'Offre ayant été annoncée au marché le 19 septembre 2024 après bourse.

**Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre Esker**

Le cours de bourse d'Esker a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Offre, le 19 septembre 2024 après bourse.

**Figure 13 - Évolution du cours de bourse du titre Esker sur deux ans jusqu'au 19 septembre 2024**



Source : Capital IQ

Sur la période observée, les principaux évènements ayant impacté l'évolution du cours de bourse sont les suivants :

- Le 5 octobre 2022 (**n°1**), la Société annonce avoir noué un partenariat avec Seitra<sup>16</sup> pour intégrer les technologies d'Intelligence Artificielle dans les solutions de cette dernière ;
- Le 22 novembre 2022 (**n°2**), Esker et Quadient annoncent un partenariat dont l'objectif est de développer la prochaine Plateforme de Dématérialisation Partenaire (PDP), agréée par l'État (cf. 4.6.2) ;
- Le 17 janvier 2023 (**n°3**), Esker publie son chiffre d'affaires 2022, en hausse de +19%. L'activité SaaS représente désormais 80% du chiffre d'affaires total (contre 77% en 2021). Cette croissance a été observée dans toutes les zones géographiques ;
- Le 23 mars 2023 (**n°4**), la Société annonce ses résultats 2022, marqués par une hausse du chiffre d'affaires (+19%) à 158,9 M€, ainsi que par une progression du taux de marge d'exploitation (+1,1 point) ;
- Le 18 avril 2023 (**n°5**), la Société publie son chiffre d'affaires pour le premier trimestre 2023, qui ressort à 42,8 M€ (+17 %) porté par (i) les revenus SaaS (+21%), ainsi que par (ii) les services d'implémentation (+8%). La Société revoit à la hausse ses prévisions de croissance organique et de rentabilité pour 2023 ;
- Le 13 septembre 2023 (**n°6**), la Société annonce ses résultats pour le premier semestre de 2023, avec un chiffre d'affaires de 87,9 M€ (+15 %). Les prises de commandes sont en progression de +18%, avec une forte dynamique en Europe hors France (+65%), qui a compensé le recul de -9% en France. Le résultat net s'établit à 7,5 M€, en baisse de -26%. Pour 2023, Esker anticipe une croissance organique de 14% à 15%, avec une rentabilité opérationnelle entre 11,5% et 12,5% ;
- Le 18 octobre 2023 (**n°7**), le Groupe publie son chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 2023 en hausse de +8%, à 44 M€. Cette progression a été portée par les revenus SaaS (+11%). La valeur récurrente des nouveaux contrats signés est en hausse, atteignant 5 M€ (+11% à taux de change constants) ;
- Le 27 mars 2024 (**n°8**), la Société publie ses résultats pour l'exercice 2023. Le chiffre d'affaires d'Esker s'élève à 178,6 M€, soit une hausse de 12%. Par ailleurs, la note publiée par Oddo *post* publication des résultats 2023 souligne une potentielle prise de participation externe au capital d'Esker. Ces premières rumeurs sont soutenues par les commentaires de Monsieur BERARD lors de la conférence d'Oddo BHF ;
- Le 16 avril 2024 (**n°9**), Esker annonce un chiffre d'affaires de 47,7 M€ pour le premier trimestre 2024, soit une augmentation de 12% par rapport à la même période de l'année précédente. La valeur annuelle récurrente des nouveaux contrats signés atteint 6 M€ (+37%). Lors de l'*Investor Call* du T1 2024, Messieurs BERARD et OLIVIER confirment que des réflexions sont menées en interne quant à l'ouverture du capital de la Société à des fonds de *private equity* ;
- Le 9 août 2024 (**n°10**), Bloomberg publie un article sur une éventuelle offre de Bridgepoint. Le cours de bourse passe de 201,4 € le 8 août 2024 à 220,0 € le 9 août 2024 (cours de clôture), soit une hausse de +9,2% ;
- Le 12 août 2024 (**n°11**), Esker confirme être en discussions avec Bridgepoint concernant une offre éventuelle. À la suite de cette publication, le prix par action de la Société passe de 220,0 € le 9 août 2024 à 227,0 € le 12 août 2024 (cours de clôture), soit une hausse de +3% ;
- Le 19 septembre 2024 (**n°12**), Esker et Bridgepoint annoncent un projet d'Offre Publique d'Achat en numéraire initié par Bridgepoint, associé à General Atlantic et les dirigeants actionnaires.

<sup>16</sup> Entreprise proposant des solutions numériques pour la gestion des copropriétés.

Postérieurement à l'annonce de l'Offre, le cours du titre Esker a évolué à des niveaux supérieurs au prix d'Offre pendant les jours de cotation ayant suivi cette annonce, avec un plus haut en séance à 272,0 € le 24 septembre 2024. A la clôture du 21 octobre 2024, le cours d'Esker s'établissait à 263,2 €, soit légèrement au-dessus du prix d'Offre.

### Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Esker

Nous présentons ci-dessous les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent (i) avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 20 septembre 2024, l'annonce de l'Offre étant intervenue le 19 septembre 2024 après bourse) et (ii) avant la parution de rumeurs concernant une possible offre publique de Bridgepoint (soit avant le 9 août 2024), sur une période de 24 mois.

**Tableau 15 - Analyse des CPMV et de la liquidité du titre Esker au 19 septembre 2024**

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 262€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (19/9/2024)	235,00	+11,5 %	20	20	4 775	4 775	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %
CMPV 1 mois	234,28	+11,8 %	9	196	1 994	45 857	0,1 %	3,3 %	0,2 %	3,6 %
CMPV 60 jours	214,91	+21,9 %	10	572	2 048	122 875	0,2 %	9,7 %	0,2 %	10,4 %
CMPV 3 mois	212,26	+23,4 %	9	618	1 987	131 151	0,2 %	10,4 %	0,2 %	11,3 %
CMPV 6 mois	199,34	+31,4 %	10	1 235	1 909	246 260	0,2 %	20,9 %	0,2 %	22,6 %
CMPV 12 mois	172,36	+52,0 %	10	2 562	1 725	441 574	0,2 %	43,3 %	0,2 %	46,9 %
CMPV 24 mois	156,14	+67,8 %	11	5 445	1 657	850 090	0,2 %	92,1 %	0,2 %	100,1 %
Plus haut 12 mois (13/9/2024)	243,00	+7,8 %								
Plus bas 12 mois (20/10/2023)	111,70	+134,6 %								
Plus haut 24 mois (13/9/2024)	243,00	+7,8 %								
Plus bas 24 mois (27/9/2022)	108,60	+141,3 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 20 septembre 2024, le volume cumulé des actions Esker échangées est de 2 562 milliers d'actions (soit environ 10 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 43,3% et la rotation du flottant à 46,9%.

Sur 24 mois d'observation, le volume cumulé d'actions échangées s'élève à 5 445 milliers (soit environ 11 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 92,1% et la rotation du flottant à 100,1%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est liquide et représente une référence pertinente pour l'évaluation de la Société.

Sur la base du cours au 19 septembre 2024 et du CMPV 60 jours à cette date, le prix d'Offre extériorise une prime de 11,5% et de 21,9%.

Nous présentons ci-après les CMPV avant la parution des rumeurs sur Bloomberg (le 9 août 2024) concernant une éventuelle offre de Bridgepoint, qui ont entraîné une hausse sensible du cours de bourse. Il est précisé que la Société a confirmé le 12 août 2024 des discussions avec Bridgepoint.

**Tableau 16 - Analyse des CPMV et de la liquidité du titre Esker au 8 août 2024**

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 262€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (8/8/2024)	201,40	+30,1 %	9	9	1 843	1 843	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
CMPV 1 mois	195,62	+33,9 %	8	186	1 586	36 469	0,1 %	3,2 %	0,1 %	3,4 %
CMPV 60 jours	191,22	+37,0 %	8	499	1 590	95 426	0,1 %	8,4 %	0,2 %	9,1 %
CMPV 3 mois	191,39	+36,9 %	8	541	1 570	103 598	0,1 %	9,2 %	0,1 %	9,9 %
CMPV 6 mois	182,73	+43,4 %	10	1 211	1 742	221 295	0,2 %	20,5 %	0,2 %	22,2 %
CMPV 12 mois	161,70	+62,0 %	10	2 451	1 548	396 328	0,2 %	41,4 %	0,2 %	44,9 %
CMPV 24 mois	149,80	+74,9 %	11	5 587	1 631	836 863	0,2 %	94,5 %	0,2 %	102,8 %
Plus haut 12 mois (30/7/2024)	204,00	+28,4 %								
Plus bas 12 mois (20/10/2023)	111,70	+134,6 %								
Plus haut 24 mois (30/7/2024)	204,00	+28,4 %								
Plus bas 24 mois (27/9/2022)	108,60	+141,3 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

L'analyse sur les 12 derniers mois antérieurs à la parution des rumeurs relatives à l'Opération (soit avant le 9 août 2024), fait ressortir un volume cumulé d'actions Esker échangées de 2.451 milliers d'actions (soit environ 10 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 41,4% et la rotation du capital flottant à 44,9%.

Sur la base du cours au 8 août 2024 et du CMPV 60 jours à cette date, le prix d'Offre extériorise une prime de 30,1% et de 37,0%.

#### 7.4.2 L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation d'Esker. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

#### Présentation du plan d'affaires 2024E-2029E du Management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2024E-2029E de la Société, établi par le *Management*.

La préparation de ce plan d'affaires s'inscrit dans un processus de mise à jour annuelle. Il a été construit selon une approche « *top-down* » et n'intègre aucune opération de croissance externe.

Ce plan a été communiqué au Conseil de Surveillance en septembre 2024.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 14% sur la période 2024E-2029E, porté par la croissance des activités *SaaS*, conduisant à un chiffre d'affaires plus que doublé en 2029E par rapport à 2023 ;

- Un taux de marge d'EBIT publié<sup>17</sup> en progression de 11 points sur l'horizon du plan d'affaires, passant de 10,0% en 2023 à 20,7% en 2029E, soit un niveau supérieur à celui observé historiquement (12,5% en moyenne sur la période 2019-2022). Le taux de marge d'EBIT ajusté de l'impact des frais de développement passe pour sa part de 8% en 2023 à 18% en 2029E ;
- Des dépenses de R&D stables représentant environ 10% du chiffre d'affaires ;
- Un niveau de BFR correspondant à 4,2% du chiffre d'affaires, en ligne avec les tendances historiques ;
- Des investissements (hors R&D) limités et stables à 2% du chiffre d'affaires, soit un niveau cohérent avec l'historique.

Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du *Management* et apparaît raisonnablement optimiste, repose sur la capacité de ce dernier à maintenir un taux de croissance du chiffre d'affaires soutenu, tout en améliorant sensiblement le taux de marge d'EBIT à un niveau encore jamais atteint historiquement.

## Détermination des flux de trésorerie

### Extrapolation

Nous avons extrapolé le plan d'affaires sur 4 années supplémentaires, soit sur la période 2030E-2033E, afin de tendre progressivement vers une performance normative qui repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;
- Une progression du taux de marge d'EBIT ajusté de 1% par an sur la période d'extrapolation pour atteindre 22% en 2033E, soit un niveau sensiblement supérieur à celui de la dernière année du plan d'affaires du *Management* (18% en 2029E) ;
- Des investissements (hors R&D) stables à 2% du chiffre d'affaires ;
- Un BFR en ligne avec celui de l'horizon explicite.

### Impôt sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition théorique de la Société, soit 25,0%.

Les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de trésorerie nette pour leur montant actualisé (cf. 7.3.2).

### Actualisation des flux

Dans la mesure où le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des derniers comptes semestriels au 30 juin 2024, nous avons considéré comme premier flux du DCF celui du second semestre de l'exercice 2024.

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2024.

---

<sup>17</sup> EBIT tel qu'il ressort des comptes consolidés 2023 de la Société.

### Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 3,5% a été appliqué au flux normatif, supérieur aux prévisions d'inflation à long terme afin de refléter les perspectives de croissance d'Esker et du secteur.

Le taux de marge d'EBIT ajusté a été maintenu à 22%, correspondant à celui de la dernière année de la période d'extrapolation.

Les investissements (hors R&D) ont été maintenus au même niveau que ceux de la période d'extrapolation et les dotations aux amortissements ont été considérées comme égales aux investissements.

La variation du BFR a été considérée comme nulle.

Le taux d'impôt normatif retenu est de 25%.

### Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres d'Esker pour actualiser les flux de trésorerie futurs, au regard de la situation de trésorerie nette de la Société. Ce coût a été estimé à 8,3% sur la base :

- D'un taux sans risque de 3,02%, correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois au 2 octobre 2024, source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 5,56% (moyenne 6 mois à fin septembre 2024, source : Finexsi) ;
- D'un bêta désendetté des comparables de 0,94 (source : Capital IQ).

Il convient de noter que ce taux se situe dans la fourchette des taux d'actualisation utilisés par les analystes qui suivent le titre d'Esker (7,0% - 9,0%).

Par ailleurs, les sociétés comparables sélectionnées dans notre échantillon (et utilisées pour le calcul du bêta) présentent des capitalisations boursières globalement supérieures à celle d'Esker (cf. 7.4.3). Cette différence de taille aurait pu justifier l'application d'une prime taille en majoration du taux d'actualisation. Néanmoins, dans une approche conservatrice favorable à l'actionnaire, nous avons choisi de ne pas intégrer cette prime de taille dans nos calculs.

### Calcul de la valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise d'Esker ressort en valeur centrale à 1 308,6 M€, dont 74,8% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon extrapolé. Compte tenu des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le montant des fonds propres s'établit à 1 360,1 M€, soit 219,9 € par action Esker en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action Esker à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge d'EBIT ajusté normatif (de -1 point à +1 point) et (ii) à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après :

Figure 14 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBIT ajusté normatif

		Taux d'actualisation (%)				
		7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,8%
Marge d'EBIT ajusté normative (%)	23,0%	255,5	240,4	226,9	214,7	203,8
	22,5%	251,4	236,6	223,4	211,5	200,7
	22,0%	247,4	232,8	219,9	208,2	197,7
	21,5%	243,3	229,1	216,4	204,9	194,6
	21,0%	239,2	225,3	212,9	201,7	191,6

Source : Analyses Finexsi

Figure 15 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation (%)				
		7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,8%
Croissance à l'infini (%)	4,0%	274,9	256,9	241,0	226,9	214,3
	3,8%	260,3	244,2	229,9	217,1	205,6
	3,5%	247,4	232,8	219,9	208,2	197,7
	3,3%	235,9	222,7	210,9	200,2	190,5
	3,0%	225,6	213,6	202,7	192,9	183,9

Source : Analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 208,2 € et 232,8 € par action Esker, avec une valeur centrale de 219,9 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +25,8% sur la borne basse, une prime de +19,2% sur la valeur centrale et une prime de +12,5% sur la borne haute de notre fourchette.

#### 7.4.3 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Compte tenu des spécificités d'Esker, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables en raison notamment de son implantation géographique (53% du chiffre d'affaires réalisé en Europe, 41% aux États-Unis et 6% en Asie-Pacifique), de sa taille (chiffre d'affaires de 179 M€ en 2023), de son niveau de profitabilité (les niveaux de marge d'EBITDA des comparables étant globalement supérieurs à ceux d'Esker) et de son *mix produit*. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons cependant identifié sept sociétés cotées intervenant sur le secteur des logiciels SaaS dédiés à l'administration et la gestion des entreprises que nous présentons ci-après :

- Dayforce Inc. propose une plateforme SaaS de gestion du capital humain (HCM), engobant (i) la paie, (ii) les avantages sociaux et (iii) la gestion du temps et des talents. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1 369 M€ (dont 65% aux États-Unis et 22% au Canada) ;
- BILL Holdings, Inc. est une société américaine spécialisée dans les solutions SaaS destinées aux TPE (Très Petites Entreprises) et aux PME (Petites et Moyennes Entreprises) pour automatiser la collecte des créances clients, le paiement des dettes fournisseurs, et plus largement la gestion de leur trésorerie. En 2023, BILL Holdings a réalisé un chiffre d'affaires de 1 087 M€ ;

- Blackline Inc. propose une solution *SaaS* qui automatise les processus de clôture comptable, la réconciliation des comptes, et la conformité. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 534 M€ (dont 72% aux États-Unis) ;
- Vertex Inc. propose des solutions *SaaS* de gestion fiscale, aidant les entreprises à automatiser les calculs de taxes, assurer la conformité fiscale et gérer les audits à l'échelle mondiale. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 518 M€ ;
- Kinaxis Inc. propose un service *SaaS* destiné aux chaînes logistiques aux États-Unis, au Canada, en Europe et en Asie. Ses deux principales solutions (*RapidConnect* et *RapidStart*) permettent à ses clients (i) de planifier leurs besoins logistiques, (ii) de gérer leurs inventaires, (iii) de disposer d'un centre de commande et de contrôle ainsi que de tableaux de bord et d'analyse. En 2023, Kinaxis a réalisé un chiffre d'affaires de 386 M€ (dont 58% aux États-Unis, 31% en Europe et 8% en Asie) ;
- AvidXchange Holdings Inc. est une société américaine qui propose une plateforme *SaaS* dédiée à l'automatisation des processus de comptes fournisseurs. Elle permet aux entreprises (i) de dématérialiser les factures, (ii) d'automatiser les paiements et (iii) d'optimiser la gestion des flux de trésorerie. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 344 M€ ;
- Sidetrade SA est une société française qui fournit une plateforme O2C (sur la base d'une intelligence artificielle) pour la gestion des opérations financières et en particulier la gestion de la trésorerie. Elle propose également un logiciel de risque crédit en support des ERP<sup>18</sup> et CRM<sup>19</sup> de ses clients. En 2023, Sidetrade SA a réalisé un chiffre d'affaires de 44 M€ (dont 42% en France et 28% aux États-Unis).

Pour la mise en œuvre de cette approche par les comparables boursiers, nous avons retenu les agrégats suivants :

- Le chiffre d'affaires, qui constitue un agrégat de référence dans un secteur en forte croissance et où le niveau de profitabilité diffère d'une société à l'autre ;
- L'EBITDA ajusté (retraité des frais de développement immobilisés et avant IFRS 16 - cf. ci-après), qui reflète le niveau de profitabilité des sociétés du secteur, tout en limitant les distorsions liées aux normes comptables applicables.

Comme indiqué ci-avant (cf. 5), Esker (i) établit ses comptes conformément au règlement ANC 2020-01 et n'est donc pas soumise à l'application de la norme IFRS 16, et (ii) capitalise une partie de ses frais de développement lorsque les critères sont réunis, ce qui est de nature à créer une distorsion entre l'EBITDA de la Société et ceux des sociétés comparables.

De ce fait, afin de permettre la comparabilité entre Esker et ses comparables publiant leurs comptes dans d'autres référentiels comptables, nous avons retraité, le cas échéant, l'impact de la capitalisation des frais de développement et de la norme IFRS 16 sur les EBITDA prospectifs des sociétés de l'échantillon

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA ajusté attendus pour 2024E, 2025E et 2026E par les analystes suivant les sociétés de notre échantillon de comparables.

18 Un ERP (*Enterprise Resource Planning*) est un système informatique permettant aux entreprises de gérer et d'optimiser l'ensemble de leurs processus métiers au sein d'une seule plateforme centralisée.

19 Le CRM (*Customer Relationship Management*) est un outil utilisé pour la gestion des interactions et relations d'une entreprise avec ses clients actuels et potentiels.

**Tableau 17 - Perspectives du taux de marge d'EBITDA ajusté et de la croissance du chiffre d'affaires 2024E à 2026E des comparables d'Esker attendus par le consensus des analystes**

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance CA (%)			Taux d'EBITDA ajusté		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Dayforce Inc.	États-Unis	1 369	9 527	15 %	13 %	14 %	23 %	24 %	26 %
BILL Holdings, Inc.	États-Unis	1 087	4 811	16 %	14 %	17 %	13 %	13 %	15 %
BlackLine, Inc.	États-Unis	534	3 308	10 %	10 %	11 %	21 %	21 %	23 %
Vertex, Inc.	États-Unis	518	5 807	15 %	14 %	16 %	19 %	20 %	24 %
Kinaxis Inc.	Canda	386	3 945	19 %	17 %	16 %	18 %	21 %	22 %
AvidXchange Holdings, Inc.	États-Unis	344	1 524	15 %	11 %	13 %	11 %	15 %	19 %
Sidetrade SA	France	44	273	25 %	21 %	14 %	17 %	17 %	18 %
Moyenne		612	4 171	16 %	14 %	14 %	17 %	19 %	21 %
Médiane		518	3 945	15 %	14 %	14 %	18 %	20 %	22 %

Sources : Capital IQ, consensus des analystes en date du 10/10/2024

D'une manière générale, les sociétés de l'échantillon présentent des taux de croissance du chiffre d'affaires globalement en ligne avec ceux du plan d'affaires d'Esker et des taux de marge d'EBITDA ajustés supérieurs à ceux d'Esker.

Compte tenu de la taille des sociétés comparables par rapport à celle d'Esker, une décote de taille pourrait trouver à s'appliquer. Toutefois, nous n'avons pas appliqué de décote dans le contexte de l'Offre, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA ajusté 2024E, 2025E et 2026E des sociétés de l'échantillon se présentent comme suit :

**Tableau 18 - Multiples observés sur les sociétés comparables**

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	xCA			xEBITDA ajusté		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Dayforce Inc.	États-Unis	1 369	9 527	5,5x	4,8x	4,2x	23,4x	19,8x	16,3x
BILL Holdings, Inc.	États-Unis	1 087	4 811	3,5x	3,1x	2,7x	27,6x	23,9x	17,7x
BlackLine, Inc.	États-Unis	534	3 308	5,1x	4,6x	4,2x	24,5x	21,8x	18,3x
Vertex, Inc.	États-Unis	518	5 807	8,8x	7,7x	6,7x	47,2x	39,1x	27,6x
Kinaxis Inc.	Canda	386	3 945	5,9x	5,0x	4,3x	32,6x	24,4x	19,7x
AvidXchange Holdings, Inc.	États-Unis	344	1 524	3,5x	3,1x	2,8x	30,6x	20,4x	14,8x
Sidetrade SA	France	44	273	5,0x	4,1x	3,6x	28,9x	23,8x	20,5x
Moyenne		612	4 171	5,3x	4,7x	4,1x	30,7x	24,7x	19,3x
Médiane		518	3 945	5,1x	4,6x	4,2x	28,9x	23,8x	18,3x

\* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Source : Capital IQ, en date du 10/10/2024

Au regard du caractère hétérogène des multiples de l'échantillon, nous avons appliqué les multiples médians 2024E, 2025E et 2026E de l'échantillon de comparables aux agrégats des mêmes années issues du plan d'affaires d'Esker. Il est précisé que l'application des multiples moyens n'aurait pas d'incidence significative sur les résultats de cette approche présentés ci-après.

L'application des multiples médians de chiffre d'affaires aux agrégats 2024E, 2025E et 2026E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 173,9 € et 183,1 €. Le prix de l'Offre extériorise des primes de 50,7% et 43,1% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette.

L'application des multiples médians d'EBITDA ajusté fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 113,7 € et 127,9 €. Dans la mesure où ces valeurs apparaissent très faibles en raison du niveau de profitabilité de la Société inférieur à celui des sociétés de l'échantillon sur la période 2024E-2026E, nous ne les retenons pas dans notre synthèse.

#### 7.4.4 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons analysé les transactions intervenues sur les trois dernières années sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue Esker, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%), intégrant par conséquent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur. Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait, notamment de différences d'implantation géographique (53% du chiffre d'affaires réalisé en Europe, 41% aux États-Unis et 6% en Asie-Pacifique), de taille (chiffre d'affaires de 179 M€ en 2023), de niveaux de profitabilité (certaines sociétés cibles de notre échantillon sont déficitaires) et de *mix produit*.

Pour ces raisons, nous présentons cette approche à titre secondaire.

Nous avons identifié 6 transactions pour lesquelles des informations étaient disponibles.

Les transactions retenues sont les suivantes :

- L'acquisition d'une participation majoritaire dans le capital de Pagero Group AB par Thomson Reuters Finance S.A (société du secteur technologie et médias) le 26 février 2024. Pagero Group est une entreprise digitalisant les processus P2P et O2C, proposant notamment des solutions d'automatisation des comptes fournisseurs ainsi que la gestion des commandes clients. La société a publié en 2023 un chiffre d'affaires de 71 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de Coupa Software Incorporated par Thoma Bravo LP (fonds d'investissement) de concert avec le fonds Abu Dhabi Investment Authority, le 28 février 2023. Coupa Software est une entreprise spécialisée dans les solutions de gestion des dépenses basées sur le *Cloud*. Ses solutions permettent d'unifier et d'optimiser les processus liés à la *supply chain*, aux achats et aux finances. En 2022, la société a publié un chiffre d'affaires de 777 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de Billtrust (BTRS Holding) par EQT AB (fonds d'investissement), le 16 décembre 2022. Billtrust est une entreprise spécialisée dans l'automatisation des processus de facturation. La société a publié en 2021 un chiffre d'affaires de 183 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de Merzell Holding ASA par Thoma Bravo LP (fonds d'investissement) le 3 août 2022. Merzell Holding est une plateforme *SaaS* pour les appels d'offres en ligne et les achats en Europe. La société a publié en 2021 un chiffre d'affaires de 74 M€ ;
- L'acquisition de 96% du capital de Basware Oyj par le consortium formé d'Accel-KKR, de Long Path Partners et de Briarwood Capital Partners (fonds d'investissement) le 21 juin 2022. Basware Oyj est spécialisée dans les solutions *Procure-to-Pay* basées sur le *Cloud*. Cette dernière propose des services de dématérialisation des processus financiers et d'automatisation des paiements. La société a publié en 2021 un chiffre d'affaires de 153 M€ ;

- L'acquisition de 100% du capital de Bottomline Technologies par Thoma Bravo LP (fonds d'investissement) le 13 mai 2022. Bottomline Technologies est une entreprise fournissant des solutions technologiques pour la gestion des paiements et la facturation électronique pour automatiser et sécuriser les processus financiers des entreprises. La société a publié en 2021 un chiffre d'affaires de 418 M€.

Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables ont été calculés sur la base des agrégats LTM<sup>20</sup> et non des agrégats prospectifs (NTM<sup>21</sup>), raison pour laquelle les multiples présentés ci-après peuvent apparaître plus élevés que ceux déterminés sur la base des agrégats prospectifs :

**Tableau 19 - Transactions comparables retenues sur les trois dernières années**

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xCA	xEBITDA ajusté
févr.-24	Pagero Group AB	Suède	Thomson Reuters Finance S.A.	100%	747	10,5x	
févr.-23	Coupa Software	États-Unis	Thoma Bravo Fund XV, L.P	100%	7 716	9,9x	41,6x
déc.-22	Billtrust	États-Unis	EQT AB	100%	1 693	9,3x	
août-22	Mercell Holding ASA	Norvège	Thoma Bravo LP	100%	441	6,0x	33,7x
juin-22	Basware Oyj	Finlande	Accel-KKR	96%	559	3,6x	
mai-22	Bottomline Technologies	États-Unis	Thoma Bravo, L.P	100%	2 290	5,5x	25,8x
Moyenne					2 241	7,5x	33,7x
Médiane					1 220	7,6x	33,7x

Sources : Mergermarket, Epsilon, Capital IQ, données publiques, analyses Finexsi

Comme pour les comparables boursiers, nous avons considéré les multiples de chiffre d'affaires et les multiples d'EBITDA ajusté pour la mise en œuvre de l'approche par les transactions comparables.

L'échantillon fait ressortir des multiples hétérogènes, reflétant des différences de profils de croissance et de marge entre les sociétés cibles. Cette hétérogénéité nous a conduits à retenir les multiples médians de chiffre d'affaires et d'EBITDA ajusté, que nous avons appliqués aux agrégats LTM au 30 juin 2024 (en cohérence avec les agrégats retenus pour la détermination des multiples) et aux agrégats prévisionnels de l'exercice en cours (31 décembre 2024) d'Esker. Il est précisé que l'application des multiples moyens n'aurait pas d'incidence significative sur les résultats de cette approche présentés ci-après.

L'application des multiples de chiffre d'affaires au chiffre d'affaires LTM au 30 juin 2024 et au chiffre d'affaires prévisionnel 2024E fait ressortir une valeur par action Esker dans une fourchette comprise entre 241,7 € et 255,3 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 8,4 % par rapport à la borne basse et une prime de 2,6 % par rapport à la borne haute.

L'application des multiples médians d'EBITDA ajusté fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 118,6 € et 131,4 €. Dans la mesure où ces valeurs apparaissent très faibles en raison du niveau de profitabilité non normatif de la Société, nous ne les retenons pas dans notre synthèse.

#### 7.4.5 Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas, en tant que telle, une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

<sup>20</sup> Un agrégat LTM (Last Twelve Months) mesure la performance financière d'une entreprise sur les 12 derniers mois.

<sup>21</sup> Un agrégat NTM (Next Twelve Months) mesure la performance financière d'une entreprise sur les 12 prochains mois.

Esker fait l'objet d'un suivi par 10 analystes financiers<sup>22</sup>, qui communiquent de manière plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre (le 19 septembre après bourse), étant précisé que certains d'entre eux ont été publiés postérieurement aux rumeurs (parues le 9 août) concernant une possible offre publique de Bridgepoint, et intègrent donc cet élément :

**Tableau 20 - Derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre**

Date	Analyste	Prix cible	Prime / (décote) sur le Prix de l'Offre
16/09/2024	Gilbert Dupont	260 €	0,8%
09/09/2024	Kepler Cheuvreux	215 €	21,9%
05/09/2024	Bernstein	225 €	16,4%
04/09/2024	Berenberg	165 €	58,8%
02/09/2024	Stifel	210 €	24,8%
12/08/2024	Oddo BHF	220 €	19,1%
24/07/2024	IDMidCaps	140 €	87,1%
17/07/2024	Edison	n.a.	n.a.
17/07/2024	Portzamparc	196 €	33,7%
17/07/2024	TPICAP MidCap	190 €	37,9%
<b>Médiane</b>		<b>210 €</b>	<b>24,8%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>202 €</b>	<b>29,5%</b>
<b>Min</b>		<b>140 €</b>	<b>87,1%</b>
<b>Max</b>		<b>260 €</b>	<b>0,8%</b>

Sources : Notes d'analystes

Les objectifs de cours s'inscrivent dans une fourchette large comprise entre 140 € et 260 €, avec une médiane de 210 €. Le prix d'Offre de 262 € par action d'Esker extériorise une prime de 25% sur la médiane des objectifs de cours. Nous avons relevé les principaux commentaires suivants dans les dernières notes publiées avant l'annonce de l'Offre le 19 septembre 2024 après bourse :

- **Gilbert Dupont** maintient son objectif de cours à 260 € avec une recommandation à l'accumulation. Dans sa note du 6 septembre 2024<sup>23</sup>, l'analyste estime que le lancement d'une offre publique d'achat de Bridgepoint est fortement probable ;
- **Kepler Cheuvreux** maintient son objectif de cours à 215 € avec une recommandation à l'achat ;
- **Bernstein** abaisse sa recommandation *outperform* à *market perform* et cible un objectif de cours à 225 € en estimant qu'il existe un risque que les discussions entre Bridgepoint et Esker n'aboutissent pas ;
- **Berenberg** recommande de conserver le titre et maintient son objectif de cours à 165 €, inchangé par rapport à sa note du 17 juillet 2024 qui faisait suite à la publication de résultats records pour le deuxième trimestre 2024 ;
- **Stifel** cible un objectif de cours à 210 € et recommande d'acheter le titre ;

<sup>22</sup> Berenberg, Bernstein, Edison, Gilbert Dupont, IDMidCaps, Kepler Cheuvreux, Oddo BHF, Portzamparc, Stifel et TPICAP MidCap.

<sup>23</sup> Note précédant la confirmation de l'objectif de cours du 16/09/2024.

- **Oddo BHF** cible un objectif de cours à 220 € avec une recommandation *de* surperformance. À la suite des rumeurs du 8 août 2024, l'analyste estime qu'une offre proche de 280 € par action, estimée sur la base des multiples de transactions comparables du secteur, constituerait un niveau suffisamment acceptable (voire un minimum) pour la réussite de l'Offre ;
- **IDMidCaps** maintient son opinion de réduire l'exposition au titre tout en relevant son objectif de cours à 140 € (+33,3% par rapport au précédent objectif) en raison des difficultés que présente la Société à significativement améliorer sa rentabilité ;
- **Edison** ne communique ni recommandation ni objectif de cours. L'analyste augmente néanmoins ses prévisions de bénéfice par action d'Esker de 3% pour 2024 et de 0,8% pour 2025 suite à la confirmation d'une croissance attendue du chiffre d'affaires comprise entre 12% et 14% et d'un taux de marge opérationnelle entre 12% et 13% ;
- **Portzamparc** réitère sa stratégie *strong buy* avec un objectif de cours inchangé à 196 € à la suite de la publication des résultats de la Société en ligne avec les attentes ;
- **TPICAP MidCap** recommande de conserver le titre et cible un objectif de cours à 190 € à la suite de la publication du T2 2024, en ligne avec les objectifs annuels et l'augmentation des prises de commande (+65%).

Le 19 septembre 2024, Esker et Bridgepoint ont communiqué au marché le projet d'Offre Publique d'Achat. À la suite de cette annonce, 5 analystes ont fait une publication afin de donner leur vision sur le prix par action d'ESKER et 4 d'entre eux ont ajusté leur prix cible.

Nous présentons ci-après les prix cibles des analystes tels qu'ils figurent dans ces publications :

Tableau 21 - Objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre

Date	Analyste	Prix cible	Prime / (décote) de l'Offre
16/10/2024	Oddo BHF	280 €	(6%)
26/09/2024	Berenberg	262 €	-
25/09/2024	Edison	n.a.	-
23/09/2024	Stifel	285 €	(8%)
20/09/2024	Kepler Cheuvreux	262 €	-
20/09/2024	Portzamparc	262 €	-
<b>Médiane</b>		<b>262 €</b>	<b>-</b>
<b>Moyenne</b>		<b>270 €</b>	<b>(2%)</b>
<b>Min</b>		<b>262 €</b>	<b>-</b>
<b>Max</b>		<b>285 €</b>	<b>(8%)</b>

Source : Notes d'analystes

Les principaux commentaires des analystes dans leurs notes peuvent se résumer comme suit :

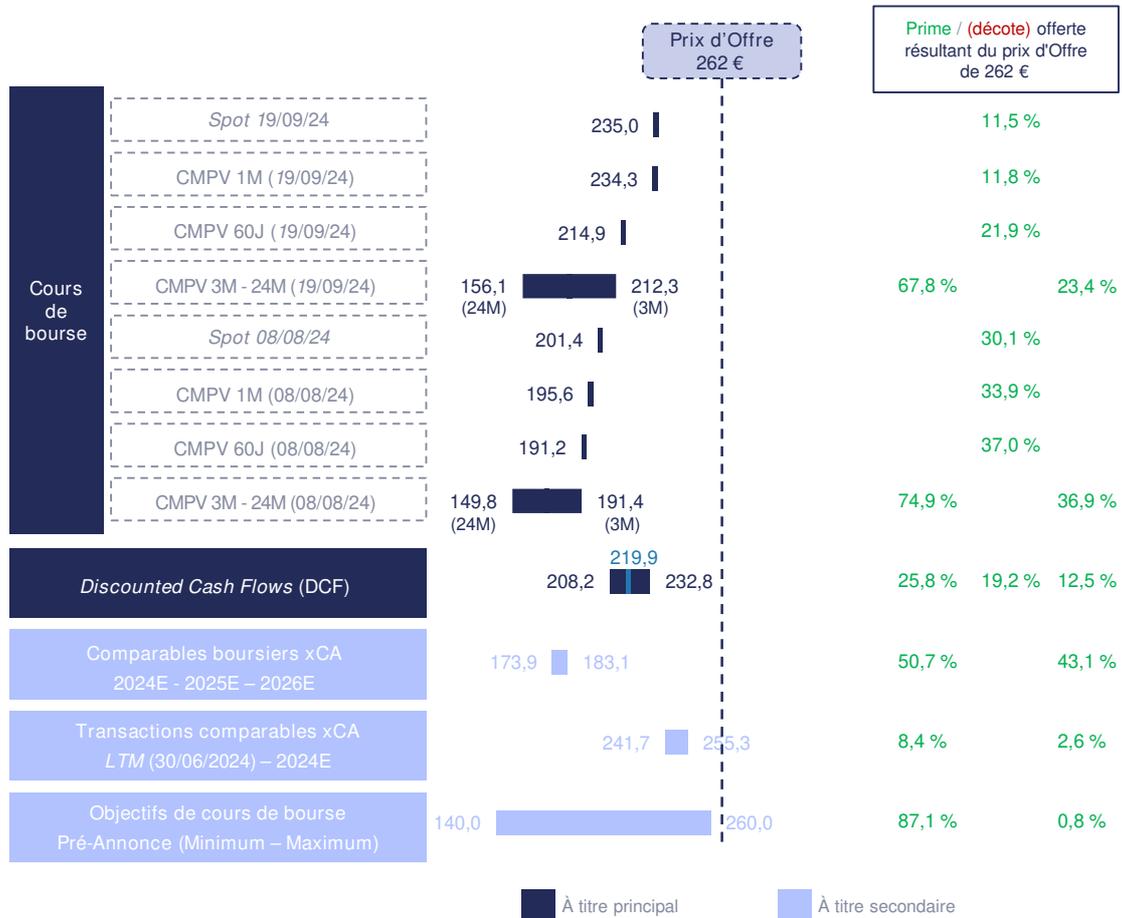
- **Oddo BHF** considère que l'Offre pourrait être plus attractive, notamment en raison d'une prime de 30% jugée insuffisante pour une société présentant un fort potentiel de croissance, ainsi qu'un multiple d'acquisition inférieur à celui de certaines transactions majeures dans le secteur d'Esker. Selon Oddo BHF, ces conditions rendent difficile l'atteinte du seuil de 90% du capital d'Esker ;
- **Berenberg** estime que l'Offre est attractive et que la probabilité de clôture de la transaction est élevée, compte tenu notamment (i) du niveau bas du seuil de renonciation de l'Offre (60%), (ii) de l'opinion favorable du *Management* et (iii) de la valorisation élevée. Selon lui, ce niveau élevé de valorisation induit par l'Offre rend l'éventualité d'une contre-offre peu probable ;

- Selon **Edison**, l'évolution du cours à un niveau supérieur au prix d'Offre suggère que le marché s'attend à une éventuelle contre-offre. Par ailleurs, Edison considère que l'Offre fait ressortir une valeur qui se situe en haut de fourchette des valorisations induites par des transactions *M&A* portant sur des concurrents au cours des trois dernières années, reflétant ainsi la croissance rentable d'Esker, historique et prévisionnelle ;
- Selon **Stifel**, les multiples induits par l'Offre, bien qu'ils puissent paraître élevés, sont corrects au regard de l'opportunité de marché que représente le *mandatory electronic invoicing*. À cela, s'ajoutent la solidité et la récurrence des revenus *SaaS* et des bénéfices d'Esker, prévus en croissance. Toutefois, Stifel considère qu'une éventuelle contre-offre reste probable, de la part notamment d'autres fonds de *private equity* ou de la part d'acquéreurs stratégiques ;
- **Kepler Cheuvreux** considère que le multiple induit par le prix d'Offre est cohérent avec les transactions du secteur. L'analyste estime par ailleurs que la société pourrait être valorisée à un niveau plus élevé au regard, (i) de son positionnement par rapport à ses pairs et (ii) de l'intention de l'initiateur de mettre en œuvre un potentiel retrait obligatoire, qui pourrait conduire à une potentielle augmentation du prix d'Offre proposé ;
- **Portzamparc** considère que l'Offre est cohérente avec les conditions de marché actuelles et les transactions intervenues dans le secteur (Coupa, Billtrust, Pagero et Basware). L'analyste indique que certaines transactions comparables auraient pu faire sortir des valeurs bien plus élevées, étant précisé que celles-ci se sont déroulées dans des conditions très spécifiques (exemple Pagero : plusieurs offres et contre-offres).

## 8 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 262 € par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références retenues :

Figure 16 - Synthèse des valeurs par action Esker



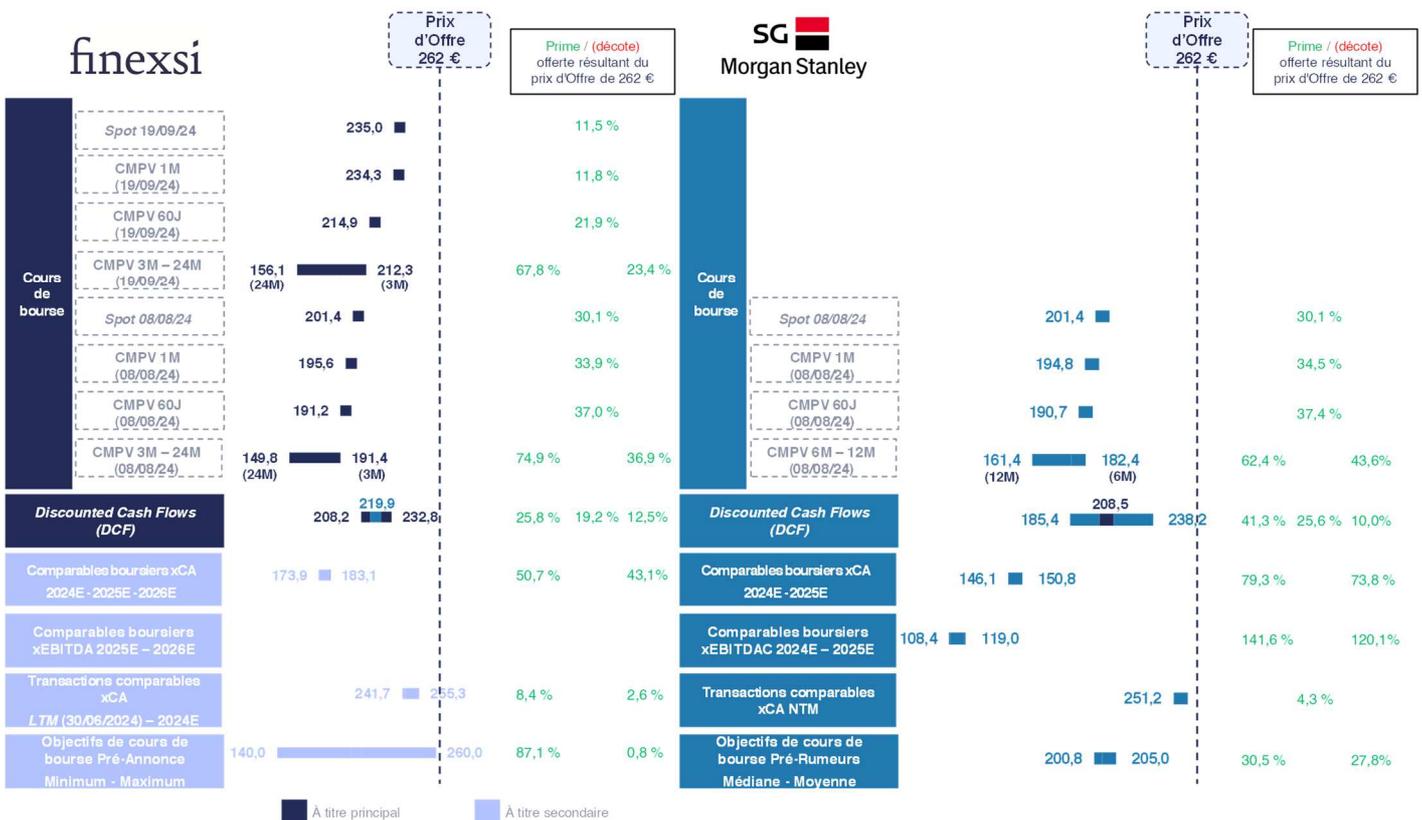
## 9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

Les Établissements Présentateurs, Morgan Stanley et Société Générale, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Établissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 17 - Comparaison des travaux de valorisation de Finexsi et des Établissements Présentateurs



Sources : analyses Finexsi, projet de note d'information

### 9.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation d'Esker, les Établissements Présentateurs ont retenu les mêmes critères que Finexsi, à savoir la référence au cours de bourse, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode analogique des comparables boursiers, la méthode analogique des transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes. Les Établissements Présentateurs n'ont pas hiérarchisé les différents critères retenus.

Finexsi a pour sa part retenu le cours de bourse et l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels à titre principal. La méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes ont été retenues à titre secondaire.

Les Établissements Présentateurs ont, tout comme Finexsi, écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes futurs.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

## 9.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

### 9.2.1 Données de références

#### 9.2.1.1 Nombre d'actions retenu

Les Établissements Présentateurs ont retenu un nombre d'actions dilué de 6 177 615, quand nous retenons 6 185 783 actions.

Comme les Établissements Présentateurs, Finexsi a retenu un nombre d'actions basé sur les 6 081 392 actions émises au 30 septembre 2024, diminué des 143 474 actions auto-détenues à cette même date et augmenté des instruments dilutifs (options de souscription d'actions et actions gratuites) en période d'acquisition ou de conservation.

Cependant, les Établissements Présentateurs ont appliqué la méthode de rachat d'actions dite « *treasury stock method* » pour déterminer le nombre d'instruments dilutifs à retenir (principe selon lequel la Société rachète sur le marché, au prix de l'Offre, une partie des actions nécessaires pour servir les plans d'options de souscription avec la trésorerie encaissée lors de l'exercice des options, au lieu de réaliser une augmentation de capital ou d'utiliser les actions auto-détenues), quand Finexsi a considéré que les plans existants seraient servis en totalité par les actions auto-détenues ou par augmentation de capital, et retenu dans son passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres la trésorerie encaissée par la Société lors de l'exercice des options de souscription.

Cette différence méthodologique explique l'écart limité entre le nombre d'actions dilué retenu par les Établissements Présentateurs et par Finexsi.

#### 9.2.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Établissements Présentateurs ont retenu dans le cadre de leurs travaux une trésorerie nette ajustée de 42,2 M€ au 30 juin 2024.

Pour sa part, Finexsi a retenu une trésorerie nette ajustée de 51,4 M€ au 30 juin 2024.

Les principaux écarts entre ces deux montants proviennent essentiellement des éléments suivants :

- Des provisions, retenues pour leur montant après impôt par Finexsi (-2,7 M€ contre -3,5 M€ pour les Établissements Présentateurs avant impôts) ;
- Des déficits fiscaux reportables, retenus pour leur montant activé et non activé par Finexsi puis actualisés sur leur horizon de consommation (5,5 M€), quand les Établissements Présentateurs retiennent les impôts différés actifs nets des impôts différés passifs (0,9 M€) ;
- De la trésorerie qui sera encaissée par la Société lors de l'exercice des options de souscription en circulation ainsi que de la trésorerie qui a déjà été encaissée au titre des options exercées entre le 1<sup>er</sup> juillet 2024 et le 30 septembre 2024, soit entre la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (30 juin 2024) et la date retenue pour le calcul du nombre d'actions dilué (30 septembre 2024), pour un montant total de 3,1 M€. Les Établissements Présentateurs ont pour leur part appliqué la méthode de rachat d'actions (« *treasury stock method* ») et n'ont par conséquent pas intégré la trésorerie qui sera encaissée par la Société dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

### 9.2.2 Analyse du cours de bourse

Les Établissements Présentateurs ont procédé à une analyse du cours de bourse au 8 août 2024, correspondant au dernier jour de cotation avant la parution de rumeurs concernant l'Opération, et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date. Les Établissements Présentateurs présentent également à titre indicatif le cours de bourse au 19 septembre 2024, date de l'annonce de l'Offre (après bourse).

Nous avons pour notre part considéré une analyse du cours de bourse au 8 août 2024 et au 19 septembre 2024, avec des calculs de CMPV sur différentes périodes (*spot* à 24 mois).

Il ressort, aux deux dates analysées, des écarts limités entre les valeurs présentées par les Établissements Présentateurs et celles présentées par Finexsi, provenant des méthodes de calcul des CMPV (basée sur les cours de clôture pour Finexsi et des CMPV *intradays* pour les Établissements Présentateurs).

### 9.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

#### 9.2.3.1 Concernant les prévisions considérées

Finexsi a basé ses travaux sur le plan d'affaires 2024E-2029E établi par le *Management* d'Esker tandis que les Établissements Présentateurs ont fondé leurs travaux sur le plan d'affaires 2024E-2030E élaboré par l'Initiateur dans le contexte de l'Offre.

Les Établissements Présentateurs ont extrapolé le plan d'affaires de l'Initiateur sur une période de 3 années supplémentaires, quand Finexsi a extrapolé celui du *Management* sur 4 ans, afin de tendre progressivement vers un flux normatif.

En cohérence avec la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (30 juin 2024), Finexsi et les Établissements Présentateurs ont retenu comme premier flux du DCF celui du second semestre 2024.

#### 9.2.3.2 Concernant les hypothèses financières

Le plan d'affaires de l'Initiateur présente un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 14,9%, quand le plan d'affaires du *Management* prévoit 14%.

S'agissant des hypothèses de taux de marge, il convient de relever que les Établissements Présentateurs fondent leur raisonnement sur un EBITDAC<sup>24</sup>, quand nous raisonnons sur une notion d'EBIT ajusté de l'impact des frais de développement. Pour les besoins de la comparaison ci-après, nous raisonnons sur la base de l'EBIT publié, qui permet la comparaison sur des bases homogènes entre les travaux des Établissements Présentateurs et ceux de Finexsi.

Le plan d'affaires de l'Initiateur anticipe une progression du taux de marge d'EBIT publié pour atteindre 28,9% en 2030E, quand le plan d'affaires du *Management* prévoit que celui-ci s'établisse à 20,7% en 2029E (à comparer à 25,8% dans le plan d'affaires Initiateur pour la même année 2029E).

Par ailleurs, les Établissements Présentateurs retiennent un taux de marge d'EBIT publié normatif de 27,0%, tandis que Finexsi retient 24,0%.

Finexsi et les Établissements Présentateurs retiennent tous deux un niveau d'investissement normatif (hors capitalisation des frais de développement) de 2,0% du chiffre d'affaires.

Finexsi et les Établissements Présentateurs retiennent tous deux une variation de BFR nulle en valeur terminale, ainsi qu'un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0%.

<sup>24</sup> EBITDA - R&D capitalisée - Part des rémunérations payées en actions capitalisée.

En ce qui concerne le taux de croissance à l'infini du flux normatif, au-delà de la période d'extrapolation, Finexsi a retenu 3,5% quand les Établissements Présentateurs retiennent 3%.

Concernant le taux d'actualisation, les Établissements Présentateurs retiennent un coût moyen pondéré du capital (CMPC) estimé à 9,1%, quand nous retenons un coût des fonds propres de 8,3%.

#### 9.2.3.3 Analyse des sensibilités et résultats

Les Établissements Présentateurs et Finexsi ont analysé la sensibilité de la valeur par action Esker à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation. Finexsi a également analysé la sensibilité au taux de marge d'EBIT ajusté normatif.

La valeur par action Esker retenue par les Établissements Présentateurs s'établit entre 185,4 € et 238,2 €, avec une valeur centrale de 208,5 €.

Selon Finexsi, la valeur par action Esker s'établit entre 208,2 € et 232,8 €, avec une valeur centrale de 219,9 €.

#### 9.2.4 Méthode des comparables boursiers

Les Établissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de quatre sociétés : Bill, Blackline, AvidXChanG et SlideTrade.

Finexsi a inclus les quatre sociétés susmentionnées, ainsi que Kinaxis, Vertex et Dayforce.

Finexsi retient le chiffre d'affaires comme agrégat de référence pour l'application des multiples et présente à titre d'information les résultats issus de l'application des multiples d'EBITDA. Les Établissements Présentateurs retiennent pour leur part les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDAC.

Afin d'assurer la cohérence et la comparabilité avec les agrégats d'Esker, les Établissements Présentateurs comme Finexsi ont ajusté les EBITDA (ou EBITDAC) des sociétés comparables de leurs échantillons respectifs (i) des effets liés à l'application de la norme IFRS 16, ainsi que (ii) des frais de développement capitalisés (pour l'EBITDA uniquement, l'EBITDAC intégrant par construction cet ajustement).

Les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples moyens aux agrégats 2024E-2025E de la Société, tandis que Finexsi a appliqué les multiples médians aux agrégats 2024E, 2025E et 2026E d'Esker.

La valeur par action Esker extériorisée par la mise en œuvre de cette méthode par les Établissements Présentateurs se situe entre 146,1 € et 150,8, € pour les multiples de chiffre d'affaires et entre 108,4 € et 119,0 € par action pour les multiples d'EBITDAC. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 173,9 € et 183,1 € par action Esker, basé sur les multiples de chiffre d'affaires.

#### 9.2.5 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Établissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de 5 transactions intervenues entre 2021 et 2024, dont les cibles sont les suivantes : Bottomline Technologies (décembre 2021), Basware (avril 2022), Billtrust (septembre 2022), Coupa Software (décembre 2022) et Pagero (janvier 2024).

En complément des 5 transactions susmentionnées, Finexsi a identifié une transaction supplémentaire, Merzell Holding intervenue en août 2022.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples de chiffres d'affaires NTM (*Next Twelve Months*) de l'échantillon au chiffre d'affaires NTM de la Société. La valeur par action Esker extériorisée par les Établissements Présentateurs est de 251,2 €.

Finexsi a appliqué les multiples médians de chiffre d'affaires de l'échantillon aux agrégats LTM (*Last Twelve Months*) au 30 juin 2024 et à l'agrégat prévisionnel au 31 décembre 2024 de la Société. Il ressort une fourchette de valeurs comprises entre 241,7 € et 255,3 € par action Esker. Finexsi présente également à titre d'information les résultats issus de l'application des multiples d'EBITDA.

#### 9.2.6 *Objectif de cours des analystes*

Les Établissements Présentateurs ont retenu 8 analystes financiers (Gilbert Dupont, Bernstein, Berenberg, Stifel, Oddo BHF, Kepler Cheuvreux, Portzamparc et TP Icap) et ont analysé les objectifs de cours publiés avant les rumeurs (soit avant le 9 août 2024) et, à titre d'information, *post* rumeurs et avant annonce de l'Offre. Les Établissements Présentateurs retiennent la moyenne et la médiane des objectifs publiés avant les rumeurs, soit entre 200,8 € et 205,0 €.

En complément des analystes susmentionnés, Finexsi a retenu ID MidCap et Edison et analysé les objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre. Nous retenons les objectifs de cours minimum et maximum, extériorisant une valeur par action d'Esker comprise entre 140,0 € et 260,0 €.

## 10 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.5 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. L'Accord de soutien conclu avec la Société ;
2. L'Accord d'investissement conclu par Bridgepoint, General Atlantic et les Managers Ré-Investisseurs ;
3. Le mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés ;
4. Le Pacte d'associés ;
5. Le contrat de liquidité.

### 10.1 Accord de soutien

Le 19 septembre 2024, Esker et l'Initiateur ont conclu l'Accord de soutien qui a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les principaux éléments de cet accord sont décrits dans le projet de note d'information.

L'Accord de soutien stipule que le prix proposé dans le cadre de l'Offre ne pourra pas être inférieur à 262,0 € par action Esker, et ne contient pas d'autre disposition relative au prix des actions de la Société.

Il précise également l'existence d'un accord d'investissement (cf. 10.2), le traitement des *stocks options* et des actions gratuites dans le cadre de l'Offre selon que ceux-ci soient disponibles ou indisponibles (cf. Accord de liquidité au 10.5) et prévoit des indemnités de rupture contractuelle (« *Break-up fee* ») à la charge de la Société ou de l'Initiateur, à hauteur de respectivement 30 M€ et 10 M€, dus en cas de survenance de certains évènements.

- En ce qui concerne la Société, l'indemnité serait notamment due dans le cas où le Conseil de Surveillance n'émettrait pas son avis motivé, malgré la réception d'une attestation d'équité de l'expert indépendant ou recommanderait une Offre concurrente et plus généralement en cas de succès d'une Offre concurrente ;
- L'initiateur serait tenu de verser l'indemnité dans l'hypothèse où le projet d'offre publique d'achat ne serait pas déposé, malgré la satisfaction des conditions suspensives.

Les dispositions de l'Accord de soutien lui-même ne sont selon nous pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

L'analyse des accords inclus dans l'Accord de soutien (Accord d'investissement et Accord de liquidité), ainsi que les autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre est présentée ci-après.

## 10.2 Accord d'investissement

Le 19 septembre 2024, Bridgepoint, General Atlantic B.V., Boréal Topco, Boréal Midco, l'Initiateur et les Dirigeants Ré-Investisseurs<sup>25</sup> ont conclu un Accord d'investissement, définissant les termes et conditions de l'investissement de Bridgepoint, General Atlantic et des Dirigeants Ré-investisseurs dans le cadre de l'Offre. General Atlantic Coop et les Autres Managers Ré-Investisseurs<sup>26</sup> (ensemble avec les « Dirigeants Ré-Investisseurs », les « Managers Ré-Investisseurs ») ont adhéré à l'Accord d'Investissement entre le 23 et le 24 octobre 2024.

Il est rappelé que pour les besoins de l'Opération, il est prévu la constitution d'une société *holding* (« Boréal Topco »), qui détiendra 100% des titres d'une *holding* intermédiaire (« Boréal Midco »), détenant elle-même 100% des titres de l'Initiateur (« Boréal Bidco »).

Les modalités de financement de l'Opération dépendront de la mise en œuvre ou non du Retrait Obligatoire.

En l'absence d'atteinte de seuil de détention du capital et des droits de vote permettant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Opération sera financée uniquement par des investissements en fonds propres au niveau de Boréal Topco<sup>27</sup>. Dans cette hypothèse, la structuration du financement de l'Opération peut se présenter synthétiquement de la manière suivante :

- Une souscription d'actions ordinaires de Boréal Topco par Bridgepoint et General Atlantic (les « Investisseurs ») ;
- Une émission obligataire convertible de Boréal Topco souscrite par Bridgepoint et General Atlantic ;
- Une souscription d'actions ordinaires et d'obligations convertibles de Boréal Topco par voie d'apport en nature d'actions Esker par les Managers Ré-Investisseurs.

Dans l'hypothèse où une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre, un financement sous forme de dette pourrait être mis en place par l'Initiateur en complément de ce financement en fonds propres.

### 10.2.1 Investissement de Bridgepoint et de General Atlantic dans Boréal Topco

Bridgepoint et General Atlantic se sont engagées à souscrire des actions ordinaires et des obligations convertibles en actions ordinaires de Boréal Topco afin d'assurer le financement devant être réalisé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'investissement de Bridgepoint et de General Atlantic sera réalisé au même prix par instrument et dans les mêmes proportions d'actions ordinaires et d'obligations convertibles en actions ordinaires. General Atlantic souscrira à un nombre représentant au maximum un tiers des actions ordinaires et obligations convertibles en actions ordinaires souscrites par Bridgepoint auprès de Boréal Topco à la date d'investissement considérée.

<sup>25</sup> Monsieur Jean-Michel BERARD, Monsieur Jean-Jacques BERARD et Monsieur Emmanuel OLIVIER.

<sup>26</sup> 21 cadres dirigeants du Groupe, autres que les Dirigeants Ré-Investisseurs.

<sup>27</sup> Les fonds seront ensuite apportés par Boréal Topco à Boréal Midco puis à Boréal Bidco pour le financement de l'Offre Publique.

### 10.2.2 Engagement d'apport à l'Offre des Managers Ré-Investisseurs

Les Managers Ré-Investisseurs se sont engagés à apporter à l'Offre une partie des actions qu'ils détiennent, soit un nombre total de 348 696 actions<sup>28</sup> représentant 5,7 % du capital de la Société. Dans l'éventualité où les Managers Ré-Investisseurs viendraient à détenir des actions supplémentaires au résultat de l'exercice d'options de souscription ou d'actions gratuites qui deviendraient disponibles avant la clôture de l'Offre, celles-ci seraient également apportées à l'Offre.

En sus des Managers Ré-Investisseurs, d'autres cadres dirigeants du Groupe qui ne sont pas signataires de l'Accord d'investissement, se sont également engagés à apporter à l'Offre un total de 2 347 actions, représentant 0,04 % du capital de la Société.

### 10.2.3 Engagement d'apport en nature à Boréal Topco des Managers Ré-Investisseurs

Les Managers Ré-Investisseurs réaliseront au profit de Boréal Topco un apport en nature de 303 819<sup>29</sup> actions Esker, d'une valeur globale de 79,6 M€<sup>30</sup>.

Les apports seront rémunérés par l'émission d'actions ordinaires et d'obligations convertibles Boréal Topco sur la base de la valeur réelle des actions apportées, soit 262,0 € par action Esker, correspondant au prix de l'Offre. La valeur des actions Boréal Topco émises en rémunération des apports sera la même que celle retenue pour la souscription des Investisseurs. Les obligations convertibles émises en rémunération des apports le seront à leur valeur nominale (soit 1,0 €). La répartition entre ces deux instruments sera identique à celle des Investisseurs, de sorte que l'investissement soit pari passu avec ces derniers.

Les apports seront réalisés au plus tard à la date de règlement-livraison de l'Offre initiale.

Concernant les termes et conditions des obligations convertibles émises par Boréal Topco, nous relevons que celles-ci auront une maturité de 15 ans. Les intérêts seront capitalisés au taux fixe annuel de 10%, avec une faculté de conversion ou de remboursement anticipé à tout moment à la seule initiative de Boréal Topco. Le remboursement, qu'il intervienne de manière anticipée ou à maturité, sera réalisé à la valeur nominale augmentée des intérêts capitalisés et courus à cette date. Les porteurs d'obligations n'auront pour leur part pas la possibilité d'en demander la conversion ou le remboursement anticipé.

En cas de conversion, le ratio applicable sera déterminé en fonction du rapport entre la valeur des obligations convertibles et la valeur de marché des actions Boréal Topco.

Le taux d'intérêt des obligations convertibles a fait l'objet d'une évaluation par un tiers évaluateur<sup>31</sup>, lequel a conclu que « le taux spécifique auquel la Société aurait pu se financer auprès de banques sur le marché pour cette dette, compte tenu de ses caractéristiques et de celles de la Société [...] » se situerait entre 7,6% et 12,5%. Le taux de 10% des obligations convertibles se situe donc au milieu de cette fourchette.

En complément, nous précisons que le financement par dette qui sera mis en place en cas de retrait obligatoire porterait intérêt au taux Euribor 3 mois +6,5%, soit un taux très proche de 10% compte tenu du niveau actuel de l'Euribor<sup>32</sup>.

<sup>28</sup> Dont 105 380 actions détenues directement par Monsieur Jean-Michel BERARD et 30 000 détenues indirectement via B&S véhicule d'investissement dont le capital est majoritairement détenu par Monsieur Jean-Michel Bérard, 147 599 actions détenues par Monsieur Jean-Jacques BERARD et 21 954 actions détenues par Monsieur Emmanuel OLIVIER.

<sup>29</sup> Dont 233 815 actions détenues par Monsieur Jean-Michel BERARD, 34 425 actions détenues par Monsieur Jean-Jacques BERARD et 12 160 actions détenues par Monsieur Emmanuel OLIVIER.

<sup>30</sup> Sur la base du prix d'Offre de 262 € par action Esker.

<sup>31</sup> Le cabinet Accuracy

<sup>32</sup> 3,179% au 11 octobre 2024

Il ressort de nos analyses que le réinvestissement en actions ordinaires et en obligations convertibles sera réalisé dans les mêmes conditions que celles des Investisseurs, sans avantage particulier.

L'acquisition d'Esker par les Investisseurs a été structurée autour de Boréal Topco, qui porte les financements y afférents et qui n'a pas vocation à détenir (directement ou indirectement via Boréal Midco et Boréal Bidco) d'autres actifs que la participation dans Esker en cas d'issue favorable de l'Offre.

Dans ces conditions, la rémunération des apports des Managers Ré-Investisseurs en actions ordinaires et obligations convertibles de Boréal Topco correspond par transparence à la prise en compte du prix d'acquisition des actions Esker dans le cadre de l'Offre, sans plus ou moins-value. Nous avons obtenu communication du projet de traité d'apport, duquel il ressort que les actions Esker apportées le seront sur la base d'une valeur unitaire réelle de 262,0 €.

De plus, les Managers Ré-Investisseurs supportent pleinement leur risque d'actionnaires et d'obligataire dès lors que le réinvestissement en actions ordinaires et en obligations convertibles n'est assorti d'aucune garantie.

Par conséquent, les conditions de réinvestissements des Managers Ré-Investisseurs en actions ordinaires et en obligations convertibles émises par Boréal Topco ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

### 10.3 Mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés

Dans le cadre de l'Accord d'investissement, il a été convenu de mettre en œuvre un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence de Boréal Topco (« *Management Incentive Plan* » ou « MIP ») au bénéfice des membres de l'équipe de Direction présente et future du Groupe (dont les Managers Ré-Investisseurs), ainsi qu'un plan d'attribution d'actions gratuites ordinaires (« *Employee Incentive Plan* » ou « EIP ») au bénéfice d'autres salariés du Groupe. Il est précisé que les bénéficiaires du MIP ne pourront pas prétendre au bénéfice de l'EIP.

Nous avons pris connaissance de ces deux plans et analysé leurs principales caractéristiques.

#### 10.3.1 *Management Incentive Plan*

Le MIP prévoit l'attribution gratuite d'actions de préférence, qui permettront à leurs détenteurs de bénéficier d'une partie de la création de valeur réalisée entre la date d'attribution et la date de sortie, sous réserve de conditions de performance et de présence.

Les Dirigeants Ré-Investisseurs se verront chacun attribuer 11% du MIP à la clôture de l'Offre, étant précisé qu'ils pourront bénéficier ultérieurement d'allocations supplémentaires. La période d'acquisition des actions de préférence sera d'un an pour la moitié d'entre elles et de deux ans pour l'autre moitié. Elles feront également l'objet d'une obligation de *lock-up* jusqu'à la date de sortie. La valeur des actions de préférence sera égale à un pourcentage des gains en capital<sup>33</sup> réalisés au cours de la période d'investissement, variable en fonction de la durée et du TRI de l'investissement.

En d'autres termes, les actions gratuites de préférence organisent la répartition de la plus-value globale entre les Investisseurs et les bénéficiaires du MIP en cas de sortie du capital, en fonction du TRI et de la durée de l'investissement. Ce mécanisme constitue un *incentive* par lequel les Investisseurs rétrocéderont une quote-part de la création de valeur future à l'équipe de Direction du Groupe, permettant à cette dernière d'être directement intéressée sur la base de la performance financière future des Investisseurs.

<sup>33</sup> Les gains en capital sont définis comme la différence entre la somme de l'ensemble des flux de trésorerie reçus et la somme de l'ensemble des flux de trésorerie versés (notamment pour l'acquisition des titres Esker dans le cadre de l'Offre).

Le coût du MIP sera uniquement supporté par les Investisseurs et la valeur des actions gratuites de préférence ne comporte aucune garantie, celle-ci pouvant être nulle en cas de contre-performance (TRI inférieur à un certain seuil).

Les droits financiers attachés à ces actions de préférence apparaissent par ailleurs cohérents avec les pratiques de marché dans des opérations de même nature.

### 10.3.2 *Employee Incentive Plan*

L'EIP prévoit, dans la continuité des pratiques actuelles du Groupe, la mise en place annuelle de plans d'actions gratuites ordinaires, avec une période d'acquisition de 3 ans, une obligation de *lock-up* en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire et une accélération en cas de sortie. Ces attributions porteront sur des actions de la Société tant que celle-ci demeurera cotée en bourse, et sur des actions Boréal Topco en cas de retrait obligatoire suivi d'une radiation d'Euronext Growth.

L'EIP apparaît usuel et dans la continuité des pratiques actuelles du Groupe, étant rappelé que les bénéficiaires du MIP ne seront pas éligibles à l'EIP.

Par conséquent, les conditions du mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

## 10.4 **Pacte d'associés**

À la date du présent rapport, le Pacte d'associés n'est pas finalisé. Nous avons toutefois pris connaissance du *Term Sheet* conclu entre Bridgepoint et les Managers Ré-Investisseurs et de celui conclu entre Bridgepoint et General Atlantic (annexés à l'Accord d'investissement). Il est prévu que les termes et conditions figurant dans ces *Term Sheet* soient formalisés dans un Pacte d'associés préalablement à la réalisation des apports par les Managers Ré-Investisseurs (cf. 10.2.3).

Les *Term Sheet* rappellent les modalités du réinvestissement présenté ci-avant, le traitement des actions indisponibles au moment de l'Offre avec la conclusion d'un accord de liquidité (cf. 10.5) et précisent que les actions gratuites détenues par les Dirigeants Ré-Investisseurs qui ne deviendront disponibles qu'après le 1<sup>er</sup> juillet 2026 (soit un total de 49 824 actions) seront abandonnées par ces derniers (et remplacées par le mécanisme d'intéressement décrit ci-avant).

Les *Term Sheet* contiennent par ailleurs des dispositions relatives à la gouvernance de Boréal Topco, au transfert de titres et aux options d'achat et de vente sur les actions de Boréal Topco attribuées dans le cadre des mécanismes d'intéressement.

### 10.4.1 *Gouvernance au niveau de Boréal Topco*

L'organisation de la gouvernance de Boréal Topco est détaillée dans le projet de note d'information.

Il est notamment prévu que Messieurs Jean-Michel BERARD et Emmanuel OLIVIER soient respectivement nommés Président et Directeur Général de Boréal Topco à l'issue de l'Offre. Ces derniers bénéficieront d'indemnités de départ représentant 24 mois de rémunération fixe et variable (à l'exclusion des actions gratuites) en plus, le cas échéant, d'une indemnité de non-concurrence.

Le Président et le Directeur Général seront révocables à tout moment, sans préavis et sans motif (*ad nutum*) par le Conseil d'administration, étant précisé que la révocation du Directeur Général nécessitera la consultation préalable du Président.

Les dispositions relatives à la gouvernance de Boréal Topco sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

#### 10.4.2 *Transfert des titres Boréal Topco*

Les principales dispositions en matière de transfert de titres de Boréal Topco sont les suivantes :

- L'inaliénabilité, sauf accord de Bridgepoint, des titres Boréal Topco détenus par General Atlantic pendant une période de six ans à compter du règlement-livraison de l'Offre initiale ;
- Un droit de première offre de Bridgepoint sur les titres Boréal Topco détenus par General Atlantic à l'issue de la période d'inaliénabilité de six ans ;
- Un droit de premier refus de Bridgepoint en cas de transfert de titres Boréal Topco par un Manager Ré-Investisseur, à un prix reflétant une décote de minorité de 25% par rapport à la valeur de marché des titres ;
- Un droit de sortie conjointe en cas de transfert par Bridgepoint à un tiers d'une partie de son investissement, ayant pour résultat que le tiers acquiert le contrôle de Boréal Topco. Dans cette hypothèse, les Managers Ré-Investisseurs pourront exiger de vendre la totalité de leurs actions Boréal Topco. Les Managers Ré-Investisseurs et General Atlantic bénéficieront également d'un droit de sortie proportionnel ;
- Un droit de sortie forcée dans le cas où Bridgepoint recevrait une Offre d'un tiers pour l'acquisition de tout ou partie de ses actions détenues dans Boréal Topco et résultant en un changement de contrôle du Groupe. Dans cette hypothèse, Bridgepoint aura le droit d'exiger de General Atlantic qu'il cède une même proportion de ses titres Boréal Topco selon les mêmes termes et conditions que la cession par Bridgepoint et conjointement avec elle. Dans le cas où Bridgepoint recevrait une Offre d'un tiers pour l'acquisition d'au moins 95% des actions et droits de vote de Boréal Topco, Bridgepoint pourra également exiger des Managers Ré-Investisseurs qu'ils cèdent la totalité de leurs titres selon les mêmes termes et conditions que la cession par Bridgepoint et conjointement avec elle.

#### 10.4.3 *Les options d'achat et de vente sur les actions de Boréal Topco attribuées dans le cadre des mécanismes d'intéressement*

Le projet de note d'information indique que « Boréal Topco bénéficiera d'une option d'achat sur les actions de Boréal Topco attribuées gratuitement dans le cadre des mécanismes d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés, étant précisé que Bridgepoint et/ou General Atlantic pourront se substituer à Boréal Topco dans l'exercice de son option d'achat ».

Le prix d'exercice de cette option d'achat, exerçable sous certaines conditions, correspondra à la valeur de marché des titres Boréal Topco, minorée d'une décote de minorité / illiquidité de 25%. Toutefois, en cas de cession de Boréal Topco par l'Initiateur dans les 9 mois suivants l'exercice de l'option d'achat, le prix de cette dernière sera rehaussé pour être fixé au niveau du prix de cession des titres Boréal Topco.

Les bénéficiaires se verront pour leur part accorder une option de vente au même prix, exerçable uniquement en cas de décès ou d'incapacité ou invalidité permanente du bénéficiaire concerné

Selon notre analyse, les *Term Sheet* ne comportent pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions apportées ou cédées, à un mécanisme de prix garanti en cas de cession ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des Managers Ré-Investisseurs. En particulier, il n'existe aucun prix ou formule de prix fixé pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées en cas de transfert par l'une des parties.

Les conditions figurant dans les *Term Sheet* annexés à l'Accord d'investissement ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

## 10.5 Contrat de liquidité

Le 19 septembre 2024, l'Initiateur a conclu un contrat de liquidité avec les Dirigeants Ré-Investisseurs, lequel a fait l'objet d'un avenant le 22 octobre 2024. Les Autres Managers Ré-Investisseurs ont adhéré au contrat de liquidité en qualité de Bénéficiaires entre le 23 et le 24 octobre 2024.

Le mécanisme de liquidité porte sur les actions de la Société en période d'acquisition ou de conservation (en suite de l'exercice d'options de souscription ou d'attribution d'actions gratuites) ne pouvant pas être apportées à l'Offre compte tenu de leur indisponibilité (les « Actions Indisponibles »). Ces Actions Indisponibles sont présentées aux §2.4 et §2.5 du projet de note d'information.

Le contrat de liquidité prévoit des options de vente et d'achat croisées. Aux termes de ce contrat, le titulaire des actions indisponibles s'engage irrévocablement à céder la totalité de ses actions en cas d'exercice de l'option d'achat par l'Initiateur, et l'Initiateur s'engage irrévocablement à les acquérir en cas d'exercice de l'option de vente par le titulaire des Actions Indisponibles.

S'agissant des actions gratuites, l'option d'achat est exerçable par l'Initiateur à tout moment pendant une période de 6 mois à compter de la fin de la période d'acquisition, de la fin de la période de conservation, de la fin du mandat social ou en cas de décès ou d'invalidité, en fonction des termes et conditions des plans d'actions gratuites.

S'agissant des actions issues de l'exercice d'options de souscription, l'option d'achat est exerçable par l'Initiateur à tout moment pendant une période de 6 mois à compter de la fin de la période de conservation ou de la fin du mandat social.

Le mécanisme trouve également à s'appliquer en cas de changement de contrôle, étant précisé que s'agissant des Actions Indisponibles qui ne seraient pas transférables à la date du changement de contrôle, la date de transfert de propriété sera reportée à la date à laquelle ces Actions Indisponibles seront librement transférables.

Le prix d'exercice de l'option d'achat sera égal :

- En cas d'exercice de l'option d'achat avant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, mais dans les 12 mois suivants la clôture de l'Offre réouverte, au prix de l'Offre, soit 262,0 € par action, diminué le cas échéant de toute distribution (dont les dividendes) perçue par les titulaires d'Actions Indisponibles depuis la clôture de l'Offre ;
- En cas d'exercice de l'option d'achat avant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, mais plus de 12 mois après la clôture de l'Offre réouverte, au cours de bourse (CMPV 20 jours) de l'action Esker ;
- En cas d'exercice de l'option d'achat après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, mais dans les 6 mois suivants la date dudit retrait, au prix du retrait obligatoire diminué le cas échéant de toute distribution (dont les dividendes) perçue par les titulaires d'Actions Indisponibles depuis la date du retrait obligatoire ;
- En cas d'exercice de l'option d'achat après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, mais plus de 6 mois après la date dudit retrait, à la valeur de marché des Actions Indisponibles (déterminée le cas échéant par un expert) ;

- En cas d'exercice de l'option d'achat dans un contexte de changement de contrôle, au prix payé pour les actions de la Société ou à un prix calculé par transparence avec le prix de cession des titres Boréal Topco.

L'option de vente est exerçable par les titulaires d'Actions Indisponibles à tout moment pendant une période de 6 mois à compter de l'expiration de l'option d'achat. Par exception, s'agissant des actions gratuites attribuées après le 30 août 2024, les bénéficiaires ne pourront exercer leur option de vente qu'en cas de cession du contrôle de la Société par Bridgepoint.

Le prix d'exercice de l'option de vente sera égal :

- En cas d'exercice de l'option de vente avant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, au montant le moins élevé entre le cours de bourse (CMPV 20 jours) et la valeur de marché des Actions Indisponibles ;
- En cas d'exercice de l'option de vente après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, à la valeur de marché des Actions Indisponibles ;
- En cas d'exercice de l'option de vente dans un contexte de changement de contrôle, au prix payé pour les actions de la Société ou à un prix calculé par transparence avec le prix de cession des titres Boréal Topco.

Nous avons analysé le contrat de liquidité conclu avec les Dirigeants Ré-Investisseurs.

Il ressort que le prix d'exercice de l'option d'achat, en l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sera fixe pendant une période de 12 mois suivants la clôture de l'Offre réouverte, compte tenu du délai limité entre la date de l'Offre et la date de disponibilité des actions. Il en sera de même pour les actions qui deviendront disponibles dans les 6 mois suivant la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Dans les autres cas (excepté en cas de changement de contrôle), le prix d'exercice de l'option d'achat ou de l'option de vente sera déterminé soit par référence au cours de bourse, soit par référence à la valeur de marché des actions Esker. Le prix d'exercice sera donc susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction de la performance de la Société, les titulaires d'Actions Indisponibles supportant leur risque d'actionnaire jusqu'à l'exercice de la promesse.

Dans ces conditions, les dispositions du contrat de liquidités ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

## 11 Conclusion

### En ce qui concerne l'actionnaire d'Esker

La présente Offre Publique d'Achat, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 262,0 € par action.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 19,1% sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur le plan d'affaires du *Management*, présenté au Conseil de Surveillance de la Société et extrapolé sur 4 années supplémentaires, afin de tendre vers une performance normative. Ce plan, qui reflète les ambitions du *Management*, repose sur une croissance soutenue de l'activité et une amélioration de la profitabilité opérationnelle à un niveau encore jamais atteint historiquement. En cela, l'actionnaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Esker.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires d'Esker qui le souhaitent, avec une prime de 11,5% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Opération, et une prime de 21,9% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours. Si l'on se place avant la parution des rumeurs sur l'Opération, intervenues le 9 août 2024, la prime s'établit à 30,1% sur le dernier cours de bourse et à 37,0% sur le cours de bourse moyen pondéré 60 jours. Il est rappelé que le cours de bourse d'Esker a été perturbé par ces rumeurs qui ont conduit à des volumes d'échanges inhabituels et une hausse spéculative du cours de 9,2% sur cette journée.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 43,1% et 50,7% sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 7,2% et 13,3%. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Opération fait pour sa part ressortir des primes de 0,8% à 87,1%.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'Accord de soutien conclu avec la Société, (ii) l'Accord d'investissement conclu par Bridgepoint, General Atlantic et les Managers Ré-Investisseurs, (iii) le mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés, (iv) le Pacte d'associés, et (v) le contrat de liquidité n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

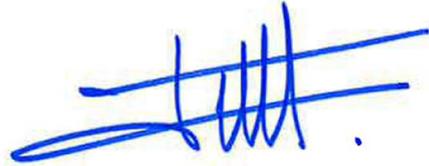
En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 262,0€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Esker.

Fait à Paris, le 25 octobre 2024

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Maxime ROGÉON  
Director



Christophe LAMBERT  
Partner

PJ : Annexes

## 12 Annexes

### 12.1 Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi - Expert & Conseil Financier s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

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

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée
août-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée

<sup>(1)</sup> : si différent de la banque présentatrice

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

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

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

**Montant de la rémunération perçue**

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 220 k€, hors taxes, frais et débours.

**Description des diligences effectuées**

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

1. Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission ;
2. Identification des risques et orientation de la mission ;
3. Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
4. Appréciation du contexte de l'Offre :
  - a. Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
  - b. Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
5. Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (Projet de note d'information, accords connexes, etc.) ;
6. Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
7. Analyse du cours de bourse d'Esker :
  - a. Analyse de l'évolution du cours ;
  - b. Analyse du flottant et de la liquidité.
8. Revue du plan d'affaires du *Management* de la Société ;
9. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité ;
10. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers ;
11. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables ;
12. Analyse des objectifs de cours des analystes ;
13. Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs ;
14. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur ;
15. Revue indépendante ;
16. Rédaction du rapport.

**Calendrier de l'étude**

<b>16 septembre 2024</b>	Désignation de Finexsi comme Expert indépendant par le Conseil de Surveillance d'Esker.
<b>17 septembre 2024</b>	Réunion de travail avec Deutsche Bank afin d'échanger sur les premiers éléments de valorisation.
<b>27 septembre 2024</b>	Réunion de travail avec le <i>Management</i> d'Esker portant sur la stratégie du Groupe, son activité et son plan d'affaires.
<b>1<sup>er</sup> octobre 2024</b>	Échange avec les Établissements Présentateurs (Société Générale, Morgan Stanley) sur leurs travaux d'évaluation.
<b>2 octobre 2024</b>	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
<b>4 octobre 2024</b>	Réunion de travail avec le <i>Management</i> d'Esker portant sur les comptes semestriels.
<b>8 octobre 2024</b>	Réunion de travail avec l'Initiateur portant sur sa vision stratégique pour Esker, son plan d'affaires et sur les accords connexes.
<b>9 octobre 2024</b>	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs.
<b>16 octobre 2024</b>	Deuxième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
<b>21 octobre 2024</b>	Troisième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i> .
<b>25 octobre 2024</b>	Réception des lettres d'affirmation signées par Esker et l'Initiateur.
<b>25 octobre 2024</b>	Remise de notre Attestation d'équité.

**Liste des personnes rencontrées ou contactées**Esker

- Monsieur Jean-Michel BERARD, Président Directeur Général et Président du Directoire
- Monsieur Emmanuel OLIVIER, Directeur des opérations du Groupe et Membre du Directoire
- Madame Catherine PLASSE, Directrice financière

Comité *ad hoc*

- Madame Marie-Claude BERNAL, Présidente du Comité *ad hoc*
- Madame Nicole PELLETIER PEREZ, Membre du Comité *ad hoc*
- Monsieur Jean-Pierre LAC, Membre du Comité *ad hoc*

Deutsche Bank, Banque Conseil d'Esker

- Monsieur Emmanuel HASBANIAN, *Global Vice Chair of Corporate Finance Head Corporate Finance France*
- Monsieur Adnan PASOVIC, *Managing Director*
- Monsieur Thibault TRENQUE, *Vice-Président*
- Monsieur Henri FREMONT, *Vice-Président*
- Madame Kenza SOUAIKI, *Associate*
- Madame Ophélie SELLEM, *Associate*
- Monsieur Adam LEBBIHI, *Analyste*

Kirkand & Ellis, Conseil juridique d'Esker

- Monsieur Vincent PONSONNAILLE, *Partner*
- Monsieur Louis Gosset, *Partner*
- Monsieur François CAPOUL, *Associate*
- Monsieur Etienne VAUTIER, *Associate*

Morgan Stanley, Établissement Présentateur

- Monsieur Victor MOLHO, *Executive Director*
- Monsieur Seif MESSOUSSI, *Executive Director*
- Monsieur Clément VALOTEAU, *Associate*
- Monsieur Kirian SHCNEIDER-MAHONY, *Associate*
- Monsieur Désiré KAKOU, *Associate*

Société Générale, Établissement Présentateur

- Monsieur Florent GUILLERMAIN, *Director*
- Monsieur Simon VILLAUTREIX, *Associate*

Latham & Watkins, Conseil juridique de l'Initiateur

- Monsieur Olivier DU MOTTAY, *Corporate Partner*
- Monsieur Alexander CROSTHWAITE, *Partner*
- Monsieur Aymerick FRADIN, *Associate*
- Monsieur Yasmine HOUICHI, *Associate*

### **Sources d'information utilisées**

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

#### **Informations communiquées par les différentes parties prenantes :**

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération
- Documentation juridique « *Corporate* », comptable et financière d'Esker
- Plan d'affaires 2024E-2029E de la Société
- Études de marché
- Notes d'analystes suivant le titre Esker
- PV des Conseils de Surveillance tenus en 2023 et 2024
- Rapport d'évaluation d'Esker préparé par les Établissements Présentateurs
- Projet de note d'information et de note en réponse

#### **Informations de marché :**

- Communication financière d'Esker entre 2019 et 2024
- Communication d'Esker relative à l'Opération (communiqué de presse)
- Cours de bourse, comparables boursiers et transactionnels, consensus de marché : Capital IQ et MergerMarket, rapports financiers des sociétés comparables et notes d'analystes
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Banque de France, Fond Monétaire International, Finexsi
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi et Gartner

### **Personnel associé à la réalisation de la mission**

Les signataires, Messieurs Christophe LAMBERT (*Partner*) et Maxime ROGEON (*Director*), ont notamment été assistés par Monsieur Arthur LANDES (*Manager*), Madame Muge BULUS (*Senior Associate*), Messieurs Charles-Louis NAVET (*Associate*), Mohamed-Amine RAKIBE (*Associate*), François GAUTIER (*Associate*) et Kevin DA SILVA (*Analyst*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, spécialiste en évaluation et *Partner* du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

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

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

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec le *Partner* signataire.



**Lettre de mission**



**FINEXSI**

**A l'attention de Messieurs Christophe LAMBERT et Maxime ROGEON**

**14, rue de Bassano  
75116 PARIS**

16 septembre 2024

Messieurs,

Esker (la « **Société** », « **Esker** » ou le « **Groupe** ») est spécialisée en France et à l'international dans la conception et l'édition de logiciels de traitement automatique de fax, de diffusion électronique, de supports papiers et de connectivité.

En 2023, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 178,6 M€ soutenu par la montée en puissance des produits de dématérialisation à la demande (Cloud/SaaS) qui ont représenté 82% du chiffre d'affaires, contre 16% pour les autres prestations de services et 2% pour les contrats de maintenance et mise à jour. Les ventes réalisées hors de France représentent 64% de l'activité, dont 41% pour les Amériques.

Le 16 septembre 2024, Bridgepoint (« **l'Initiateur** ») a remis une offre ferme pour l'acquisition de 100% du capital de la Société (sur une base pleinement diluée) au prix 262,0 € par action.

Cette acquisition serait réalisée en association avec General Atlantic en tant que co-investisseur (minoritaire), sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire visant la totalité des titres Esker en circulation ou susceptibles d'être émis (« **l'Offre** »). L'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les titres Esker, si les conditions sont réunies.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Conseil de Surveillance d'Esker a mis en place un comité *ad hoc* chargé de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance du 16 septembre 2024, sur recommandation du Comité *ad hoc*, a désigné le cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** ») en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société retenu dans le cadre de l'Offre.

Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1 I 2° et 4° du Règlement général de l'Autorité de marchés financiers (« **l'AMF** ») et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.



### **Objectifs et cadre réglementaire de votre mission**

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Esker qui sera proposé aux actionnaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au Conseil de Surveillance d'Esker d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

*261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.*

*Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :*

- 2. Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance*
- 4. Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. »*

### **Calendrier envisagé de l'opération**

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre :

- 16 septembre 2024 : Début de la Mission
- Semaine du 14 octobre 2024 : Présentation de votre projet de rapport finalisé au comité *ad hoc*
- Semaine du 14 octobre 2024 : Conseil de Surveillance de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
- 21 octobre 2024 : Dépôt du projet de note d'information et du projet de note en réponse d'Esker

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement



général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

### ***Diligences à effectuer***

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence d'éventuels conflits d'intérêts qui existeraient avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ou des parties prenantes à l'opération sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'article 261-1 I du règlement général précité ;
- Positionnement du prix de l'Offre par rapport à la valorisation établie par Finexsi ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

### ***Conflit d'intérêt***

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Sur la base de ces mêmes informations, nous comprenons que le cabinet Finexsi dispose de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de la mission dans le calendrier envisagé, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à la mission.



Nous comprenons enfin que Finexsi ainsi que ses associés adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son règlement général.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

DocuSigned by:  


260AB1DE6680D4A3...  
**Jean-Michel BERARD**  
Président du Directoire