

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

SYNSION BIDCO

PRÉSENTÉE PAR



Banque présentatrice et garante

NOTE EN RÉPONSE DE SQLI



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat en date du 5 novembre 2024, apposé le visa n°24-464 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par SQLI et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), le rapport du cabinet Crowe HAF, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de SQLI seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

La Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SQLI (<https://www.sqli.com>) et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de SQLI, dont le siège social est situé 2-10, rue Thierry Le Luron – 92300 Levallois-Perret.

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
2. MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE	7
3. RETRAIT OBLIGATOIRE – RADIATION DE LA COTE	7
4. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	8
4.1. Mécanisme de liquidité	8
4.2. Engagements d'Apport à l'Offre	9
5. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	9
5.1. Principaux termes de l'Offre	9
5.2. Ajustement des termes de l'Offre	10
5.3. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	10
5.4. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites	12
5.5. Procédure de l'Offre	13
5.5.1. Procédure d'apport à l'Offre	13
5.5.2. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre	13
5.5.3. Calendrier indicatif de l'Offre	13
5.5.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	14
6. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SQLI	16
6.1. Composition du Conseil d'administration	16
6.2. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration	16
6.3. Avis motivé du Conseil d'administration	16
7. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES	23
8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	24
9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	24
10. ÉLÉMENTS CONCERNANT SQLI SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	24
10.1. Structure et répartition du capital de la Société	24
10.2. Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions	25
10.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	25
10.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôles spéciaux et description desdits droits de contrôle	25
10.5. Mécanismes de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	26
10.6. Accords entre les actionnaires dont la société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	26
10.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de SQLI	26
10.7.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration	26

10.7.2.	Modification des statuts	26
10.8.	Pouvoirs du Conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions..	27
10.9.	Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de SQLI.....	29
10.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	29
10.11.	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décidé de mettre en œuvre.....	29
11.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	29
12.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	29

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du RGAMF, Synsion BidCo, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 95 rue La Boétie – 75008 Paris, dont le numéro d'identification est 903 881 373 (l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société SQLI, société anonyme dont le siège social est situé 2-10, rue Thierry Le Luron, 92300 Levallois-Perret, dont le numéro d'identification est 353 861 909 R.C.S. Nanterre (« **SQLI** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011289040, mnémonique « **SQI** », d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions SQLI dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») dont les conditions et modalités sont décrites dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2024¹, dont la version visée a été déclarée conforme par l'AMF le 5 novembre 2024 (la « **Note d'Information** ») et dans la Note en Réponse ci-après, au prix de cinquante-quatre euros (54 €) par action SQLI (le « **Prix d'Offre** »).

Comme indiqué dans la Note d'Information, l'Initiateur, une société dont le capital est majoritairement détenu par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY Advisors Ltd (« **DBAY Advisors** »), détenait, à la date du Projet de Note d'Information, 3.896.369 actions SQLI représentant 83,47% du capital de la Société et 80,87% des droits de vote théoriques de la Société².

Compte tenu des 3.896.369 actions détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Offre portait initialement sur la totalité des actions SQLI en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exclusion :

- a. des 72.503 actions SQLI ayant fait l'objet d'une acquisition auprès de Amiral Gestion conformément à un contrat conclu le 19 septembre 2024 et réalisée le 23 septembre 2024 par voie de cession hors marché, pour un prix unitaire égal au Prix d'Offre (l'« **Acquisition de Bloc** ») ;
- b. des 5.377 actions auto-détenues par la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce ; et
- c. des 50.105 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022³ et dont les bénéficiaires avaient d'ores et déjà, à la date du Projet de Note d'Information, conclu un mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1, dans la mesure où ces actions sont émises à ce jour mais où leur période de conservation n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre.

Compte tenu de ce qui précède, l'Offre portait initialement sur 643.502 actions SQLI⁴.

¹ Avis AMF n°224C1669 du 20 septembre 2024.

² Sur la base d'un nombre total de 4.667.856 actions et de 4.817.775 droits de vote théoriques de la Société (sur la base de l'information communiquée par la Société au 11 septembre 2024). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote. Il est précisé que, le 22 novembre 2024, 1.319.004 actions SQLI détenues par l'Initiateur bénéficieront de droits de vote doubles, conformément à l'article 26.3 des statuts de la Société selon lequel un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis 3 ans au nom du même actionnaire.

³ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 23 juin 2022.

⁴ Correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du Projet de Note d'Information (4.667.856) déduction faite des actions détenues par Synsion BidCo (3.896.369), des actions faisant l'objet de l'Acquisition de Bloc (72.503), des actions auto-détenues (5.377) et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation pour lesquelles leurs bénéficiaires avaient déjà conclu un Contrat de Liquidité à la date du Projet de Note d'Information (50.105).

Il est précisé qu'à la date de la Note en Réponse :

- a. l'intégralité des 59.991 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022 et émises à ce jour mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation** ») sont désormais couvertes par le mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1, en ce compris 4.127 actions gratuites qui étaient en période d'acquisition à la date du Projet de Note d'Information et qui sont devenues⁵, à la date du projet de note en réponse préparé par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») et déposé auprès de l'AMF le 16 octobre 2024⁶, des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation (suite à l'expiration de leur période d'acquisition)⁷ ; et
- b. dans le cadre de ses interventions sur le titre SQLI conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a acquis, sur la période courant du 23 septembre 2024 au 18 octobre 2024 (inclus) et au Prix d'Offre, l'intégralité des 193.050 actions SQLI pouvant être acquises conformément à la disposition précitée (les « **Actions Acquises en Période d'Offre** »).

Ces Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation et ces Actions Acquises en Période d'Offre ne sont donc plus visées par l'Offre.

En outre, le nombre d'actions auto-détenues par la Société est passé de 5.377 à la date du Projet de Note d'Information à 1.250 à la date de la Note en Réponse, en raison de la livraison d'actions gratuites à leurs bénéficiaires au terme de leur période d'acquisition, comme indiqué ci-dessus.

En conséquence des évolutions décrites ci-dessus intervenues depuis la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat de la Société est réparti comme suit à la date de la Note en Réponse :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% de droits de vote théoriques*
Synsion BidCo (détenue directe)	4.161.922	89,16%	4.161.922	87,18%
<i>Dont issues de l'Acquisition de Bloc auprès de Amiral Gestion</i>	<i>72.503</i>	<i>1,55%</i>	<i>72.503</i>	<i>1,50%</i>
<i>Dont Actions Acquises en Période d'Offre⁸</i>	<i>193.050</i>	<i>4,14%</i>	<i>193.050</i>	<i>4,04%</i>
Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation	59.991	1,29%	59.991	1,25%
Actions auto-détenues	1.250	0,03%	1.250	0,03%
Actions visées par l'Offre	444.693	9,53%	550.591	11,53%
Total	4.667.856	100%	4.773.754⁹	100%

⁵ A compter du 14 octobre 2024.

⁶ Avis AMF n°224C1968 du 16 octobre 2024.

⁷ Par rapport à la date du Projet de Note d'Information, les 59.991 Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation intègrent également 5.759 actions ayant été couvertes par un Contrat de Liquidité postérieurement à la date du Projet de Note d'Information, à savoir le 25 et le 27 septembre 2024.

⁸ Conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

⁹ Information communiquée par la Société au 22 octobre 2024

Au résultat de l'assimilation aux actions de l'Initiateur des actions auto-détenues et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation, l'Initiateur a franchi le 18 octobre 2024 le seuil légal de 90% du capital de SQLI¹⁰.

L'Initiateur a par ailleurs conclu des engagements d'apport avec plusieurs actionnaires de la Société, représentant au total environ 3,6% du capital et 3,5% des droits de vote théoriques de la Société (les « **Engagements d'Apport** »).

Au résultat (i) de l'acquisition par l'Initiateur des actions résultant de l'Acquisition de Bloc et des Actions Acquises en Période d'Offre, (ii) de l'assimilation aux actions de l'Initiateur des actions auto-détenues et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation, et (iii) du transfert à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre des actions faisant l'objet des Engagements d'Apport, l'Initiateur sera réputé détenir, préalablement à la clôture de l'Offre, au moins 4.389.342 actions SQLI¹¹, soit environ 94,03% du capital et 91,95%¹² des droits de vote théoriques de la Société (sans préjudice des apports à l'Offre pouvant intervenir pendant l'Offre et de l'acquisition le 22 novembre 2024 de 1.319.004 droits de vote doubles par l'Initiateur conformément à l'article 26.3 des statuts de la Société).

Dans ces conditions, l'Initiateur pourra mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions SQLI non présentées à l'Offre, comme précisé à la section 3.

Il est précisé que ne seront pas visées par l'Offre, les actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition expirera après la date estimée de clôture de l'Offre, ce qui concerne :

- (a) les 4.500 actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'attributions gratuites d'actions de 2021¹³ et faisant encore à ce jour l'objet du mécanisme de liquidité décrit dans la note d'information relative à l'OPA 2021 (telle que définie ci-dessous) dans la mesure où leur période d'acquisition expirera le 12 janvier 2025, soit après la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Indisponibles 2021** »). Ainsi, l'Initiateur bénéficie, au titre de ce mécanisme de liquidité, d'une option d'achat sur les Actions Gratuites Indisponibles 2021 dans des conditions substantiellement similaires à celles décrites à la section 4.1 s'agissant des Actions Gratuites Indisponibles 2022 ; et
- (b) les 107.231 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022¹⁴ dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites 2022 en Période d'Acquisition** » et, ensemble avec les Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation, les « **Actions Gratuites Indisponibles 2022** » et, ensemble avec les Actions Gratuites Indisponibles 2021, les « **Actions Gratuites Indisponibles** »). Les Actions Gratuites Indisponibles 2022 ont vocation à faire l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1.

¹⁰ Avis AMF n°224C2029 du 21 octobre 2024.

¹¹ Correspondant à la somme des actions détenues par Synsion BidCo à la date du Projet de Note d'Information (3.896.369), des actions faisant l'objet de l'Acquisition de Bloc (72.503), des Actions Acquises en Période d'Offre (193.050), des actions faisant l'objet d'Engagements d'Apport (166.179), des actions auto-détenues (1.250) et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation (59.991) (étant rappelé que l'ensemble de leurs bénéficiaires ont déjà conclu un Contrat de Liquidité).

¹² Sur la base d'un nombre total de 4.667.856 actions et de 4.773.754 droits de vote théoriques de la Société (information communiquée par la Société au 22 octobre 2024).

¹³ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 25 juin 2020.

¹⁴ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 23 juin 2022.

À l'exception des Actions Gratuites Indisponibles, il n'existe, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de l'Initiateur, aucun titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Banque Degroof Petercam (l'« **Établissement Présentateur** »).

2. MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE

SQLI est un groupe européen de services dédié à l'expérience digitale. Depuis sa création en 1990, SQLI aide les entreprises et les marques à construire et gérer l'expérience client digitale dans le contexte de la transformation digitale de leur entreprise, en tirant le meilleur parti des nouvelles technologies pour leur performance globale.

La Société a été introduite en bourse sur le marché réglementé Euronext Paris en 2000 et a depuis poursuivi sa croissance avec l'acquisition de nombreuses sociétés, notamment à l'international, pour devenir un groupe d'une dimension significative. La Société a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2023 un chiffre d'affaires consolidé de 251,2 millions d'euros.

L'Initiateur est indirectement contrôlé par DBAY Advisors, une société de gestion internationale basée à l'Ile de Man qui détient des participations dans des sociétés européennes.

Il est rappelé que Surible TopCo Limited, une société contrôlée par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY Advisors (« **Surible TopCo** »), avait acquis en 2019 une participation substantielle dans le capital de la Société, devenant ainsi l'actionnaire de référence de la Société.

Le 23 novembre 2021, Synsion BidCo a déposé un projet d'offre publique d'achat sur SQLI, libellé au prix de 31 € par action, déclaré conforme par l'AMF le 21 décembre 2021¹⁵ (l'« **OPA 2021** »). Préalablement au dépôt de l'OPA 2021, Surible TopCo avait transféré par voie d'apport en nature à l'Initiateur l'ensemble de ses actions SQLI, représentant alors 28,6% du capital et 26,8% des droits de vote théoriques de la Société. A l'issue de la réouverture de cette offre publique, Synsion BidCo détenait 66,63% du capital et au moins 63,75% des droits de vote de SQLI¹⁶.

Selon l'Initiateur, l'Offre repose sur le constat, déjà mentionné dans la note d'information relative à l'OPA 2021, que le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions SQLI sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour SQLI. Ainsi, entre 2023 et 2024, le volume quotidien moyen des transactions sur les actions SQLI a baissé de 39%¹⁷.

3. RETRAIT OBLIGATOIRE – RADIATION DE LA COTE

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions SQLI non présentées par

¹⁵ D&I n° 221C3554 du 21 décembre 2021.

¹⁶ D&I n° 222C0385 du 16 février 2022.

¹⁷ Source : Euronext, données arrêtées au 15 septembre 2023 et au 15 septembre 2024.

les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, en ce compris les actions auto-détenues) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI, l'Initiateur a annoncé dans la Note d'Information son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SQLI non présentées à l'Offre (autres que les actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'Initiateur), moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix d'Offre par action SQLI.

Cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris.

Dans la mesure où, à la date de la Note en Réponse, le nombre d'actions SQLI non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, en ce compris les actions auto-détenues) ne représenteront pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI (au résultat notamment de l'exécution des Engagements d'Apport et des Actions Acquisées en Période d'Offre, tel que détaillé en introduction de la section 1), l'Initiateur procédera à la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

4. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

4.1. Mécanisme de liquidité

Selon la Note d'Information, l'Initiateur a offert aux titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles 2022 le bénéfice d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses de vente et d'achat entre ces titulaires (les « **Bénéficiaires** ») et l'Initiateur portant sur les Actions Gratuites Indisponibles 2022.

Ainsi, l'Initiateur a conclu avec la totalité des titulaires des Actions Gratuites Indisponibles 2022 un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »). Aux termes de ce Contrat de Liquidité, chaque Bénéficiaire consent à l'Initiateur une promesse de vente sur les Actions Gratuites Indisponibles 2022, exerçable à compter de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente (tel que ce terme est défini ci-dessous). L'Initiateur consent par ailleurs aux Bénéficiaires une promesse d'achat sur ces actions, exerçable à compter de la fin de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente et à défaut d'exercice de cette dernière par l'Initiateur.

L'exercice des promesses de vente et d'achat est conditionné à la survenance d'un Défaut de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-dessous).

La « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente** » interviendra à l'expiration de la période durant laquelle les Actions Gratuites Indisponibles 2022 ne peuvent être cédées en vertu des plans d'actions gratuites et de la réglementation applicable (notamment les articles L. 227-197-1 à L. 225-197-5 du Code de commerce).

Le « **Défaut de Liquidité** » sera caractérisé dans chacun des cas suivants :

- (i) les actions SQLI ne sont plus admises aux négociations sur un marché réglementé ; et
- (ii) le volume moyen d'actions SQLI échangées chaque jour de négociation sur une période d'un mois est inférieur (ou égal) à 0,2% du capital social de SQLI.

En cas d'exercice de ces promesses de vente et d'achat, le prix de cession des Actions Gratuites Indisponibles 2022 sera déterminé en cohérence avec le Prix d'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre appliqué à (i) l'EBITDA consolidé des 12 mois précédant le 30 juin de l'année concernée en cas d'exercice des promesses postérieurement à l'arrêté des comptes consolidés semestriels audités de SQLI pour l'exercice en cours, ou à (ii) l'EBITDA consolidé des derniers comptes annuels consolidés audités de SQLI approuvés en cas d'exercice des promesses avant l'arrêté des comptes consolidés semestriels audités de SQLI pour l'exercice en cours, ainsi que la dette financière nette.

Par ailleurs, il est rappelé qu'un mécanisme similaire de liquidité avait été mis en place dans le cadre de l'OPA 2021 et que celui-ci est toujours en vigueur s'agissant de 4.500 Actions Indisponibles 2021 qui sont toujours en période d'acquisition.

4.2. Engagements d'Apport à l'Offre

Préalablement à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a conclu des Engagements d'Apport avec plusieurs actionnaires de la Société, à savoir :

- (i) Moneta Asset Management, qui s'est engagée à apporter à l'Offre les 115.673 actions SQLI, représentant environ 2,5% du capital et 2,4% des droits de vote théoriques de la Société, détenues par les fonds gérés par Moneta Asset Management ; et
- (ii) certains actionnaires personnes physiques de la Société, qui se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 50.506 actions SQLI, représentant environ 1,1% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Les Engagements d'Apport seront nuls en cas de dépôt par un tiers d'une offre publique concurrente déclarée conforme par l'AMF et à défaut d'offre de surenchère déposée par l'Initiateur. Ils s'appliqueront de plein droit à une éventuelle offre en surenchère déposée par l'Initiateur et déclarée conforme par l'AMF.

5. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

5.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 20 septembre 2024. L'AMF a publié un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org) sous le numéro n°224C1669. Le projet de note en réponse de SQLI a été déposé auprès de l'AMF le 16 octobre 2024¹⁸.

L'AMF a publié le 5 novembre 2024 sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Elle sera ouverte pour une durée de 12 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est appelée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas rouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

¹⁸ Avis AMF n°224C1968 du 16 octobre 2024.

Sous réserve des éventuels ajustements mentionnés à la section 5.2, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de cinquante-quatre euros (54 €) par action SQLI, payable uniquement en numéraire, pendant la durée de l'Offre.

Banque Degroof Petercam garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

5.2. Ajustement des termes de l'Offre

Conformément au Projet de Note d'Information, dans l'hypothèse où entre la date du Projet de Note d'Information et la date du règlement-livraison de l'Offre (incluse), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) à un amortissement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de clôture de l'Offre, le Prix d'Offre serait réduit en conséquence pour tenir compte de cette opération.

Tout ajustement du Prix d'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

5.3. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Compte tenu des 3.896.369 actions d'ores et déjà détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Offre portait initialement sur la totalité des actions SQLI en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exclusion :

- (a) des 72.503 actions SQLI ayant fait l'objet de l'Acquisition de Bloc par l'Initiateur ;
- (b) des 5.377 actions auto-détenues par la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce ; et
- (c) des 50.105 Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation dont les bénéficiaires avaient d'ores et déjà, à la date du Projet de Note d'Information, conclu un mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1.

Compte tenu de ce qui précède, l'Offre portait initialement sur 643.502 actions SQLI¹⁹.

Il est rappelé qu'à la date de la Note en Réponse, (i) l'intégralité des 59.991 Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation sont désormais couvertes par le mécanisme de liquidité décrit à la section 4.1, et (ii) l'Initiateur a acquis, sur la période courant du 23 septembre 2024 au 18 octobre 2024 (inclus), 193.050 Actions Acquises en Période d'Offre, l'ensemble de ces actions n'étant par conséquent plus visées par l'Offre.

¹⁹ Correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du Projet de Note d'Information (4.667.856) déduction faite des actions détenues par Synsion BidCo (3.896.369), des actions faisant l'objet de l'Acquisition de Bloc (72.503), des actions auto-détenues (5.377) et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation pour lesquelles leurs bénéficiaires avaient déjà conclu un Contrat de Liquidité à la date du Projet de Note d'Information (50.105).

En outre, le nombre d'actions auto-détenues par la Société est passé de 5.377 à la date du Projet de Note d'Information à 1.250 à la date de la Note en Réponse, en raison de la livraison d'actions gratuites à leurs bénéficiaires au terme de leur période d'acquisition, comme indiqué ci-dessus.

En conséquence des évolutions décrites ci-dessus intervenues depuis la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat de la Société est réparti comme suit à la date de la Note en Réponse :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% de droits de vote théoriques*
Synsion BidCo (détention directe)	4.161.922	89,16%	4.161.922	87,18%
<i>Dont issues de l'Acquisition de Bloc auprès de Amiral Gestion</i>	<i>72.503</i>	<i>1,55%</i>	<i>72.503</i>	<i>1,50%</i>
<i>Dont Actions Acquisées en Période d'Offre</i> ²⁰	193.050	4,14%	193.050	4,04%
Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation	59.991	1,29%	59.991	1,25%
Actions auto-détenues	1.250	0,03%	1.250	0,03%
Actions visées par l'Offre	444.693	9,53%	550.591	11,53%
Total	4.667.856	100%	4.773.754	100%

Au résultat (i) de l'acquisition par l'Initiateur des actions résultant de l'Acquisition de Bloc et des Actions Acquisées en Période d'Offre, (ii) de l'assimilation aux actions de l'Initiateur des actions auto-détenues et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation, et (iii) du transfert à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre des actions faisant l'objet des Engagements d'Apport, l'Initiateur sera réputé détenir, préalablement à la clôture de l'Offre, au moins 4.389.342 actions SQLI²¹, soit environ 94,03% du capital et 91,95%²² des droits de vote théoriques de la Société (sans préjudice des apports à l'Offre pouvant intervenir pendant l'Offre et de l'acquisition le 22 novembre 2024 de 1.319.004 droits de vote doubles par l'Initiateur conformément à l'article 26.3 des statuts de la Société).

Il est par ailleurs précisé que ne seront pas visées par l'Offre, les actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition expirera après la date estimée de clôture de l'Offre, ce qui concerne :

- (a) les 4.500 Actions Gratuites Indisponibles 2021 ; et
- (b) les 107.231 Actions Gratuites 2022 en Période d'Acquisition.

²⁰ Conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

²¹ Correspondant à la somme des actions détenues par Synsion BidCo à la date du Projet de Note d'Information (3.896.369), des actions faisant l'objet de l'Acquisition de Bloc (72.503), des Actions Acquisées en Période d'Offre (193.050), des actions faisant l'objet d'Engagements d'Apport (166.179), des actions auto-détenues (1.250) et des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation (59.991) (étant rappelé que l'ensemble de leurs bénéficiaires ont déjà conclu un Contrat de Liquidité).

²² Sur la base d'un nombre total de 4.667.856 actions et de 4.773.754 droits de vote théoriques de la Société (information communiquée par la Société au 22 octobre 2024).

5.4. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

Le tableau ci-dessous présente les principales caractéristiques des Actions Gratuites Indisponibles attribuées à ce jour (étant rappelé que l'acquisition définitive des Actions Gratuites 2022 en Période d'Acquisition est soumise à des conditions de présence et de performance) :

Plan d'actions gratuites/ Date d'attribution	Nombre d'actions gratuites en période d'acquisition	Date d'expiration de la période d'acquisition	Nombre d'actions gratuites en période de conservation	Date d'expiration de la période de conservation
Plan du 8 mars 2021	4.500	12 janvier 2025	n/a	n/a
Plan du 8 juillet 2022 :	AU TOTAL : 167.222			
12 août 2022	41.864	12 mai 2025**	26.380	12 août 2026 pour 20.020 actions
				12 mai 2027 pour 6.360 actions
27 septembre 2022	13.082	27 juin 2025**	8.234	27 septembre 2026 pour 6.251 actions
				27 juin 2027 pour 1.983 actions
10 octobre 2022	29.558	10 juillet 2025**	21.250	10 octobre 2026 pour 16.767 actions
				10 juillet 2027 pour 4.483 actions
12 octobre 2023	9.942*	12 juillet 2025 pour 1.309 actions**	4.127	12 octobre 2027
		12 juillet 2026 pour 8.633 actions**		
25 septembre 2024	12.785*	26 septembre 2025 pour 3.746 actions**	0	n/a
		26 juin 2026 pour 1.185 actions**		
		26 juin 2027 pour 7.854 actions**		
TOTAL	171.722			

**Sur un total de respectivement 22.500 actions gratuites attribuées le 12 octobre 2023 (4.127 ayant déjà fait l'objet d'une acquisition définitive) et 15.000 actions gratuites attribuées le 25 septembre 2024, dont il est dès à présent acquis que toutes ne feront pas l'objet d'une acquisition définitive.*

*** Sans préjudice d'une période de conservation de 3 ans à compter de l'expiration de la période d'acquisition.*

Les titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles 2022 bénéficieront ainsi du mécanisme de liquidité prévu à la section 4.1 ci-dessus, étant rappelé que les titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles 2021 bénéficient d'un mécanisme similaire de liquidité conclu dans le cadre de l'OPA 2021.

Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites Indisponibles seront encore en période d'acquisition ou en période de conservation à la date estimée de clôture de l'Offre, et ne peuvent par conséquent pas être apportées à l'Offre.

5.5. Procédure de l'Offre

5.5.1. Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.6 de la Note d'Information.

L'Initiateur ne prendra pas en charge les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) qui resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de SQLI apportent à l'Offre.

5.5.2. Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre

L'Initiateur s'est réservé la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

Ainsi, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, à compter du début de la période d'offre et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur pouvait acquérir des actions de la Société dans la limite de 30 % des actions existantes visées par l'Offre (soit un nombre maximum de 193.050 actions).

Dans ce cadre, l'Initiateur a acquis, sur la période courant du 23 septembre 2024 au 18 octobre 2024 (inclus) et au Prix d'Offre, l'intégralité de ces 193.050 Actions Acquisées en Période d'Offre (et continue de les détenir à la date de la Note en Réponse).

5.5.3. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et un calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous sur la base des hypothèses de l'Initiateur :

Dates	Principales étapes de l'Offre
20 septembre 2024	– Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF. – Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur. – Mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.sqli.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. – Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.

Dates	Principales étapes de l'Offre
16 octobre 2024	– Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de SQLI et le rapport de l'expert indépendant. – Mise à disposition du public du projet de note en réponse au siège de SQLI. – Mise en ligne sur les sites Internet de SQLI (www.sqli.com) et de l'AMF du projet de note en réponse. – Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de SQLI.
5 novembre 2024	– Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de SQLI. – Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF de la Note d'Information visée. – Mise à disposition du public au siège de SQLI et mise en ligne sur les sites Internet de SQLI et de l'AMF de la Note en Réponse visée.
6 novembre 2024	– Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. – Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. – Mise à disposition du public au siège de SQLI et mise en ligne sur le site Internet de SQLI et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SQLI. – Diffusion par SQLI du communiqué de mise à disposition de la Note en Réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SQLI.
	– Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. – Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
7 novembre 2024	– Ouverture de l'Offre.
22 novembre 2024	– Clôture de l'Offre.
25 novembre 2024	– Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	– Mise en œuvre du retrait obligatoire si les conditions sont réunies.

5.5.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note en Réponse, n'est destiné à être diffusé dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

6. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SQLI

6.1. Composition du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société est composé de huit membres comme suit :

- Monsieur Philippe Donche-Gay (Président-Directeur Général) ;
- Madame Ariel Steinmann* ;
- Brand & Retail, représentée par Madame Nathalie Mesny* ;
- DBAY Advisors, représentée par Monsieur Iltay Sensagir ;
- Surible TopCo, représentée par Monsieur Diederik Vos ;
- SWJH Conseil, représentée par Monsieur Sven Hagemann ;
- Synsion BidCo, représentée par Madame Bev White ; et
- Synsion MidCo, représentée par Monsieur Alexis Nasard.

** Administrateurs indépendants*

6.2. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société a, le 29 août 2024, ratifié et approuvé formellement la constitution d'un comité *ad hoc*, composé des deux administratrices indépendantes, la société Brand & Retail représentée par Madame Nathalie Mesny (Présidente du comité *ad hoc*) et Madame Ariel Steinmann, ainsi que Monsieur Philippe Donche-Gay, Président-Directeur général.

Conformément aux articles 261-1 et suivants du RGAMF, le comité *ad hoc* est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre.

Sur recommandation du comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a décidé, lors d'une réunion le 29 août 2024, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 (I, 1°, 2° et 4°, et II) du RGAMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Lors d'une réunion du 18 septembre 2024, le Conseil d'administration a pris connaissance des principales caractéristiques du projet d'Offre et des considérations préliminaires du comité *ad hoc*, avant d'accueillir favorablement le principe du projet d'Offre. Lors d'une réunion du 19 septembre 2024, le Conseil d'administration a par ailleurs approuvé les termes du communiqué de presse du 20 septembre 2024 relatif à l'annonce de l'intention de l'Initiateur de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Les membres du Comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et suivre la réalisation de ses travaux.

6.3. Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 16 octobre 2024, sur convocation de son président faite

conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour SQLI, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Philippe Donche-Gay, en sa qualité de Président du Conseil d'administration.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 16 octobre 2024 est reproduit ci-après.

« Préablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations nécessaires pour émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2024, qui décrit notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des 12 prochains mois et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Degroof Petercam, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre ;*
- *le rapport de l'expert indépendant qui conclut que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires de la Société ;*
- *le projet d'avis motivé préparé par le Comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du RGAMF ; et*
- *le projet de note en réponse établi par la Société lequel reste à être complété du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration (le « **Projet de Note en Réponse** »).*

Puis le Président rappelle plus précisément les conditions et motivations qui ont conduit à la désignation du cabinet Crowe HAF, en qualité d'expert indépendant :

Processus et fondements de désignation de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 24 juillet 2024, le Comité ad hoc a procédé à une revue approfondie du profil de trois experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant et de répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. Ces trois cabinets avaient remis préalablement au Comité ad hoc une présentation de leur expérience en la matière et une proposition de rémunération. Le choix porté sur ces trois experts indépendants résultait d'un processus de sélection ayant pris en compte (i) la réputation professionnelle des experts indépendants ainsi que leurs moyens humains et matériels pour remplir leur mission, (ii) leur compétence et expérience récente dans des opérations similaires à l'Offre ainsi que leur connaissance du secteur du numérique, et (iii) l'absence de situation de conflit d'intérêts.

Au cours de la même réunion et après examen de leurs qualifications exigées par la réglementation et des expériences récentes des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires, le Comité ad hoc a décidé de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, notamment en raison de ses références dans des opérations d'offres publiques récentes de sociétés dont l'activité et la taille sont proches de celles de la Société.

Le cabinet Crowe HAF a confirmé ne pas faire l'objet d'une quelconque incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer sa mission, et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration s'est réuni le 29 août 2024 et a désigné sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité ad hoc, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant.

Travaux du Comité ad hoc et interactions avec l'expert indépendant

- *Le 31 juillet 2024, le Comité ad hoc a tenu sa première réunion en présence de Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim qui ont présenté l'équipe du cabinet Crowe HAF qui interviendrait sur cette mission d'expertise indépendante, son programme de travail et le calendrier indicatif de sa mission ainsi que les modalités et méthodologies de conduite de ses travaux. Il est précisé que la composition et les qualifications de l'équipe du cabinet Crowe HAF dédiée à la mission sont décrits dans le rapport de l'expert indépendant.*
- *Le 29 août 2024, le Conseil d'administration a décidé de ratifier et d'approuver formellement la constitution du Comité ad hoc. La réunion du Conseil d'administration a été suspendue pour permettre aux membres du Comité ad hoc de se réunir et confirmer leur décision du 24 juillet 2024 de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Crowe HAF, ce que le Comité ad hoc a fait. A la suite de cette interruption de séance, le Conseil d'administration a donc décidé à l'unanimité de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel.*
- *Le 2 septembre 2024, le Comité ad hoc a tenu sa seconde réunion avec l'expert indépendant. L'expert indépendant a présenté au Comité ad hoc les travaux d'analyse effectués depuis le lancement de ses diligences fin juillet 2024, et les échanges ayant eu lieu entre lui et la Société, l'Initiateur et leurs conseils. Les membres du Comité ad hoc et l'expert indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui sont utilisées par l'expert indépendant dans le cadre de ses travaux, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. Lors de cette réunion, l'expert indépendant a présenté et analysé le plan d'affaires actualisé 2024-2029 de la Société tel qu'approuvé par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 29 août 2024 et discuté avec la direction opérationnelle de la Société intégrant l'identification des hypothèses clés considérées. Le Comité ad hoc a relevé que le plan d'affaires actualisé 2024-2029 de la Société traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.*
- *Le 18 septembre 2024, le Comité ad hoc s'est à nouveau réuni avec l'expert indépendant pour faire le point sur l'avancement des travaux de ce dernier. L'expert indépendant a présenté ses travaux préliminaires et a discuté avec les membres du Comité ad hoc des différentes méthodes d'évaluation retenues et mises en œuvre par ce dernier. A cette occasion, l'expert indépendant a notamment indiqué (i) que les travaux menés par ses équipes étaient à un stade avancé et permettaient de constater que le prix de l'Offre serait situé au-dessus de la borne haute de valorisation telle que déterminée à partir de ses travaux et (ii) que l'analyse des projets d'accords susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre dont il a eu connaissance permettait de conclure qu'ils ne seraient pas de nature à remettre en cause son analyse du Prix de l'Offre. Le Comité ad hoc a pu prendre acte qu'en l'état des travaux de l'expert indépendant, le prix de l'Offre faisait apparaître une prime, parfois significative, par rapport aux valorisations de la Société résultant des différentes méthodes utilisées par l'expert indépendant. Lors de cette réunion, les membres du Comité ad hoc ont donc, sur la base des travaux préliminaires de l'expert indépendant, décidé à l'unanimité d'accueillir favorablement le principe de l'Offre, sous réserve de la finalisation des travaux de l'expert indépendant et de la remise de son attestation d'équité, et sans préjudice de l'avis motivé qui sera émis par le Conseil d'administration à la suite du dépôt de l'Offre et de la réception du rapport de l'expert indépendant.*
- *Le 8 octobre 2024, un projet de rapport de l'expert indépendant a été adressé aux membres du Comité ad hoc. Ce projet de rapport concluait au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.*

- *Le 14 octobre 2024, préalablement à la réunion du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, le Comité ad hoc s'est réuni en présence de l'expert indépendant. Le Comité ad hoc a procédé à la revue du rapport définitif de l'expert indépendant, a échangé à nouveau avec ce dernier au sujet des méthodes de valorisation retenues de leur application par l'expert indépendant par rapport au Prix de l'Offre, et a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration relatives à son avis motivé sur l'Offre. Lors de cette réunion, le Comité ad hoc s'est notamment assuré que (i) l'expert indépendant a pu mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et qu'il a eu en sa possession l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission et (ii) que le plan d'affaires actualisé 2024-2029 tel que présenté à l'expert indépendant correspondait au dernier plan d'affaires présenté au Conseil d'administration. Enfin, le Comité ad hoc a pris acte de l'absence d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.*

Tout au long de ses échanges avec l'expert indépendant, le Comité ad hoc s'est notamment assuré que l'expert indépendant avait eu accès à l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été en mesure d'exécuter sa mission dans des conditions satisfaisantes, ce que l'expert indépendant lui a confirmé.

Le Comité ad hoc :

- *rappelle que le plan d'affaires de la Société transmis à l'expert indépendant est le plan d'affaires actualisé 2024-2029 tel qu'approuvé par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 29 août 2024, qu'il traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;*
- *indique (i) ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant et (ii) que, depuis le dépôt du projet d'Offre de l'Initiateur le 20 septembre 2024, la Société n'a pas reçu d'observation écrite d'actionnaire, et que l'Expert Indépendant et l'AMF n'en ont pas non plus reçues.*

Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le Président donne alors la parole à Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim afin qu'ils présentent au Conseil d'administration les conclusions du rapport établi par le cabinet Crowe HAF.

L'expert indépendant résume ensuite la conclusion de ses travaux dans les termes suivants :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 54,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	40,8 €	43,1 €	45,6 €	46,87 €	15,2%
Méthode des comparables boursiers	39,0 €	41,7 €	44,5 €	38,29 €	41,0%
Méthode des transactions comparables	38,5 €	42,5 €	46,4 €	51,08 €	5,7%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 17 septembre 2024)		39,4 €		39,40 €	37,1%
Cours moyen pondéré 20 jours*		40,6 €		40,63 €	32,9%
Cours moyen pondéré 60 jours*		40,6 €		40,56 €	33,1%
Cours moyen pondéré 120 jours*		41,4 €		41,37 €	30,5%
Cours moyen pondéré 180 jours*		41,9 €		41,90 €	28,9%
Cours moyen pondéré 250 jours*		42,1 €		42,05 €	28,4%
Référence aux transactions récentes sur le capital					
Référence aux transactions significatives des 12 derniers mois	42,8 €	n.a	54,0 €	n.a	n.a
Référence à l'OPA de 2021		n.a		31,00 €	74,2%
Référence aux transactions post-OPA		n.a		42,57 €	26,8%
Référence au mécanisme de liquidité		n.a		48,06 €	12,4%
Référence à l'acquisition d'un bloc par l'initiateur		n.a		54,00 €	0,0%
Méthodes écartées :					
Référence aux objectifs de cours des analystes		44,3 €		n.a	n.a
Référence à l'actif net comptable		28,6 €		n.a	n.a

n.a. : non applicable

*calcul des cours moyens pondérés au 17/09/2024

Il est rappelé que Synsion BidCo a constitué et augmenté sa détention au capital de la Société depuis 2021. Cette détention fait suite à l'apport de 1.319.004 actions représentant alors 28,6% du capital, suivi d'une part, de l'offre publique d'achat 2021 sur la base d'un prix par action SQLI de 31,00€, et d'autre part de l'acquisition de 789.019 titres sur le marché et hors marché à un prix moyen de 42,57€ par action SQLI entre mars 2022 et octobre 2023, et de 34.270 titres SQLI dans le cadre d'un mécanisme de liquidité à un prix moyen de 48,06€ par action SQLI entre janvier 2023 et mai 2024.

Par ailleurs, concomitamment à l'Offre, l'Initiateur a également conclu un accord relatif à l'acquisition d'un bloc d'actions SQLI au prix d'Offre (54,00€) auprès d'Amiral Gestion portant sur 72.503 actions de la Société représentant 1,55% du capital de SQLI. A l'issue de cette opération, la participation de l'Initiateur au capital de SQLI s'élève à 3.968.872 actions de la société SQLI, représentant 85,03% de son capital.

Entre la date du dépôt du projet d'Offre et le 11 octobre 2024 inclus, l'Initiateur a réalisé des acquisitions sur le marché en période d'Offre pour un total de 156.506 actions (soit 3,4% du capital).

De surcroît, l'Initiateur a conclu des engagements d'apport à l'Offre avec Moneta Asset Management en date du 12 septembre 2024 portant sur l'intégralité des 115.673 actions SQLI détenues par Moneta Asset Management (2,5% du capital), et certains actionnaires personnes physiques de la Société, qui se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 50.506 actions SQLI (1,1% du capital).

Compte tenu des différentes acquisitions réalisées, des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, et des engagements d'apport à l'Offre, l'Initiateur serait ainsi assuré, en cas de mise en œuvre des engagements d'apport à l'Offre conformément à leurs termes, de franchir les seuils en capital et en droits de vote (respectivement 93,25% du capital et 90,35% des droits de vote de la Société au 11 octobre 2024) lui permettant la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire.

L'Offre est volontaire et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 54,00€ par action, égale au prix d'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix offert aux actionnaires.

Notre analyse de la valeur de l'action SQLI fait ressortir des valeurs :

- *de 46,87€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *de 38,29€ pour la méthode des comparables boursiers ;*
- *de 51,08€ pour la méthode des transactions comparables ;*
- *comprises entre 31,00€ et 54,00€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital SQLI ;*
- *de 40,56€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 40,63€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse.*

Le prix offert de 54,00€ par action dans le cadre de l'Offre présente :

- *une prime de 15,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *une prime de 41,0% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;*
- *une prime de 5,7% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;*
- *une prime comprise entre 0,0% et 74,2% sur le prix des transactions intervenues récemment sur le capital de SQLI ;*
- *des primes de 32,9% (cours moyen pondéré 20 jours) et 33,1% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse.*

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix le plus élevé constaté sur les opérations récentes d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes références et méthodes d'évaluation mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire et proposant un prix de 54,00€ par action SQLI est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société SQLI. »

Recommandation du Comité ad hoc

Le 14 octobre 2024, le Comité ad hoc a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'expert indépendant.

❖ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :

Le Comité ad hoc constate que :

- *l'Offre repose sur le constat que le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ;*
- *l'Initiateur contrôle déjà la Société dont il détient directement 88,38% du capital et 85,63% des droits de vote et, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour la Société ;*

- *l'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre ;*
- *dans le cas où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris et dans ce contexte, des évolutions concernant la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées, et dépendront du résultat de l'Offre ;*
- *l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;*
- *il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société à l'issue de l'Offre.*

Connaissance prise de ces éléments, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

❖ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires :

Le Comité ad hoc constate que :

- *il ressort des conclusions définitives de l'expert indépendant que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable, pour les actionnaires de la Société, y compris en cas de retrait obligatoire ;*
- *les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 54 euros par action faisant apparaître, comme le montre le rapport de l'expert indépendant, des primes sur les différentes références et méthodes d'évaluation mises en œuvre par ce dernier, en ce compris :*
 - *37,1% par rapport au cours de clôture avant l'annonce de l'Offre (au 20 septembre 2024) ;*
 - *32,9% par rapport au cours moyen pondéré des 20 derniers jours avant l'annonce de l'Offre ;*
 - *33,1% par rapport au cours moyen pondéré des 60 derniers jours avant l'annonce de l'Offre ;*
 - *30,5% par rapport au cours moyen pondéré des 120 derniers jours avant l'annonce de l'Offre.*
- *l'Offre permet ainsi aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;*
- *en cas de retrait obligatoire, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions dans le cadre de l'Offre percevront une indemnisation égale au Prix de l'Offre ;*

Le Comité ad hoc considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité significative immédiate et intégrale dans des conditions de prix jugées équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de retrait obligatoire.

❖ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

Le Comité ad hoc constate que :

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon sa stratégie actuelle et qu'elle ne présentera pas d'incidence particulière ni sur les effectifs de la Société ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines ;*

- les intérêts des titulaires d'actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022 seront préservés, y compris celles en période d'acquisition ou de conservation par la mise en place d'accords de liquidité ;
- le CSE a été informé du projet d'Offre le 23 septembre 2024 conformément aux dispositions de l'article L. 2312-47 du Code du travail.

Au vu de ce qui précède, le Comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société.

Compte tenu des éléments ci-dessus et connaissance prise (i) des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information et (ii) des travaux des conseils et de l'expert indépendant, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires ;
- recommande au Conseil d'administration de rendre un avis favorable sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité ad hoc et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions définitives de l'expert indépendant.

*Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur, (iii) des travaux et recommandations du Comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre, (iv) des conclusions de l'expert indépendant et (v) plus généralement, des informations qui figurent dans le Projet de Note d'Information et dans les autres documents mis à la disposition du Conseil d'administration, le Conseil d'administration **décide**, à l'unanimité des membres présents et représentés, étant précisé que les membres du Conseil d'administration représentant ou liés à DBAY Advisors Ltd ou ses affiliés ont chacun souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent, exprimer leur vote en s'en remettant à la position dégagée et recommandée par le Comité ad hoc :*

- d'émettre, à la lumière notamment des conclusions et recommandations du Comité ad hoc que le Conseil d'administration reprend à son compte, et des travaux de l'expert indépendant, un avis favorable sur le projet d'Offre, considérant à ce titre que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- en tant que de besoin, de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, étant rappelé que celles-ci sont assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce et ne sont donc pas visées par l'Offre ; [...] »

* * *

7. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 1.250 de ses propres actions.

Les actions auto-détenues étant assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, elles ne sont pas visées par l'Offre et ne pourront donc pas être apportées à celle-ci.

8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

A l'exception de Synsion BidCo, aucun membre du Conseil d'administration de la Société ne possède d'actions SQLI.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Sur recommandation du comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société a décidé, lors d'une réunion le 29 août 2024, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 (I, 1°, 2° et 4°, et II) du RGAMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi en date du 15 octobre 2024, est reproduit dans son intégralité en **Annexe**, et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

10. ÉLÉMENTS CONCERNANT SQLI SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

10.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date du Projet de Note d'Information, le capital et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis comme suit (avant dilution à raison de toute émission ultérieure d'actions attribuées gratuitement, le cas échéant), sans préjudice des Actions Acquisées en Période d'Offre décrites notamment à la section 5.3 :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% de droits de vote théoriques*
Synsion BidCo	3.968.872	85,0%	3.968.872	82,4%
<i>Dont issues de l'Acquisition de Bloc auprès de Amiral Gestion</i>	<i>72.503</i>	<i>1,55%</i>	<i>72.503</i>	<i>1,50%</i>
Moneta Asset Management	115.673	2,5%	115.673	2,4%
Salariés (dont PEE salariés)	106.210	2,3%	126.881	2,6%
Flottant	471.724	10,1%	600.972	12,5%
Actions auto-détenues	5.377	0,1%	5.377	0,1%
Sur un total de	4.667.856	100%	4.817.775	100%

* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

A la date de la Note en Réponse, le capital social s'élève à 3.734.284,80 euros et est composé de 4.667.856 actions ordinaires de 0,80 euros de valeur nominale chacune.

Par ailleurs, il existe 4.500 Actions Gratuites Indisponibles 2021 (toutes en période d'acquisition) et 167.222 Actions Gratuites Indisponibles 2022 (dont 107.231 Actions Gratuites 2022 en Période d'Acquisition).

Il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

10.2. Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions

SQLI a introduit l'obligation de déclarer le franchissement de seuils dans ses statuts (article 12 des statuts), en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir un nombre d'actions ou de droits de vote représentant 2,5% du capital social ou des droits de vote de la Société ou tout multiple de ce pourcentage et ce, même si ce multiple dépasse le seuil légal de 5%, doit le notifier à la Société dans un délai de cinq (5) jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils, par lettre recommandée avec accusé de réception.

En l'absence de déclaration du franchissement d'un seuil dans les conditions exposées ci-dessus, les actions représentant la portion à déclarer suite au franchissement d'un seuil, seront privées de leurs droits de vote lors de toute assemblée générale jusqu'à expiration d'une période de deux ans suivant la date de notification du franchissement, sous réserve que cette privation soit demandée par un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble ou séparément une fraction du capital ou des droits de vote de la Société au moins égale à la plus petite fraction du capital dont la détention doit être déclarée.

Aucune clause des statuts de la Société ne limite les transferts d'actions.

10.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Au cours des douze derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires suivantes :

Actionnaire	Date du franchissement	Seuil(s) franchi(s)	Franchissement déclaré à la hausse ou à la baisse
Synsion BidCo	19 septembre 2024	85% du capital 82,5% des droits de vote	Franchissement à la hausse ²³
Synsion BidCo	23 septembre 2024	87,5% du capital 85% des droits de vote	Franchissement à la hausse ²⁴
Synsion BidCo	21 octobre 2024	90% du capital ²⁵ 87,5% des droits de vote	Franchissement à la hausse ²⁶

10.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôles spéciaux et description desdits droits de contrôle

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à l'article 26.3 des statuts de la Société.

Cet article prévoit un droit de vote double pour les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription au nominatif depuis trois ans au moins ou pour celles attribuées aux actionnaires en cas

²³ A raison de l'Acquisition de Bloc.

²⁴ A raison des Actions Acquisées en Période d'Offre, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

²⁵ Avis AMF n°224C2029 du 21 octobre 2024.

²⁶ A raison des Actions Acquisées en Période d'Offre (conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF) et de l'assimilation aux actions de l'Initiateur des Actions Gratuites 2022 en Période de Conservation.

d'augmentation de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles ils bénéficient de ce droit.

Comme indiqué à la section 1, le 22 novembre 2024, 1.319.004 actions SQLI détenues par l'Initiateur bénéficieront de droits de vote doubles, conformément à l'article 26.3 des statuts de la Société.

10.5. Mécanismes de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

10.6. Accords entre les actionnaires dont la société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

En dehors des accords visés à la section 4 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

10.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de SQLI

10.7.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration, composé de trois à dix-huit membres.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

Le mandat des administrateurs est de six ans et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Le Conseil d'administration ne peut pas comporter d'administrateurs âgés de plus de 78 ans, étant précisé qu'en cas de dépassement de cette limite d'âge en cours de mandat, ledit administrateur sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale suivant la date à laquelle la limite d'âge de l'administrateur a été dépassée.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif dans un délai de trois mois à compter de la vacance. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Lorsque le nombre d'administrateurs devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restant en fonction doivent convoquer immédiatement une assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif.

Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction, sauf exceptions légales.

10.7.2. Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

10.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions

Conformément à la loi, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité et veille à leur mise en œuvre. Il se saisit à ce titre de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires la concernant, sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social.

Au-delà des pouvoirs généraux qui lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie de certaines autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société telles que décrites dans le tableau ci-après :

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Durée	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
19 juin 2024 ²⁷	Autorisation pour opérer sur les actions propres de la Société ²⁸	18 mois	14.979 actions ²⁹ pour un total de 634.374,11 €	10% du capital social et 5 millions d'euros
19 juin 2024 ³⁰	Délégation de compétence à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions	18 mois	Aucune	10% du capital social de la Société par périodes de 24 mois
28 juin 2023 ³¹	Délégation de compétence d'émettre par une offre visée à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier ³² , des actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription ³³	26 mois	Aucune	<i>Capital</i> : 2 millions d'euros ³⁴ <i>Titres de créance</i> : 20 millions d'euros ³⁵

²⁷ 13^{ème} résolution de l'assemblée générale du 19 juin 2024.

²⁸ Sauf en période d'offre publique.

²⁹ Soit environ 0,32% du capital social.

³⁰ 17^{ème} résolution de l'assemblée générale du 19 juin 2024.

³¹ 14^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

³² Anciennement visée sous la qualification de « placement privé ».

³³ Délégation de compétence suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, sauf si celle-ci s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre.

³⁴ Plafond global s'appliquant à cette délégation ainsi qu'aux délégations mises en place pour les émissions au titre des 15^{ème} et 17^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023, sous réserve du respect de la limite d'émission à 20 % du capital social par période de 12 mois.

³⁵ Plafond global s'appliquant à cette délégation ainsi qu'aux délégations mises en place pour les émissions au titre des 15^{ème} et 17^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023, sous réserve du respect de la limite d'émission à 20 % du capital social par période de 12 mois.

28 juin 2023 ³⁶	Délégation de compétence d'émettre au profit de catégories de personnes des actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription ³⁷	18 mois	Aucune	<u>Capital</u> : 2 millions d'euros ³⁸ <u>Titres de créance</u> : 20 millions d'euros ³⁹
28 juin 2023 ⁴⁰	Autorisation, en cas d'émission d'actions ordinaires ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'Assemblée Générale dans la limite de 10% du capital social	26 mois	Aucune	10% du capital social par période de 12 mois ⁴¹
28 juin 2023 ⁴²	Délégation des pouvoirs nécessaires à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ⁴³	26 mois	Aucune	10% du capital social ⁴⁴
28 juin 2023 ⁴⁵	Délégation de compétence pour réaliser une augmentation de capital dans les conditions prévues	26 mois	Aucune	3% du capital social

³⁶ 15^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

³⁷ Délégation de compétence suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la Société, sauf si celle-ci s'inscrit dans le cours normal de l'activité de la Société et que sa mise en œuvre n'est pas susceptible de faire échouer l'offre.

³⁸ Plafond global s'appliquant à cette délégation ainsi qu'aux délégations mises en place pour les émissions au titre des 14^{ème} et 17^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

³⁹ Plafond global s'appliquant à cette délégation ainsi qu'aux délégations mises en place pour les émissions au titre des 14^{ème} et 17^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

⁴⁰ 16^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

⁴¹ Ainsi que les plafonds fixés par les 14^{ème}, 15^{ème} et 17^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023 sur lesquels ce plafond s'impute.

⁴² 18^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

⁴³ Sauf en période d'offre publique.

⁴⁴ Ce montant s'imputera sur le plafond global de 2 millions d'euros prévus aux 14^{ème} à 16^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

⁴⁵ 24^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2023.

	aux articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail			
--	---	--	--	--

10.9. Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de SQLI

À la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, laquelle n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où, à la date de dépôt du Projet de Note d'Information et à la date de la Note en Réponse, cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur.

10.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accord spécifique prévoyant le versement d'une indemnité aux membres du Conseil d'administration ou aux salariés si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique, sans préjudice de la mise en place de dispositifs indemnitaires au profit de certains mandataires sociaux et salariés en cas notamment de révocation ou licenciement en l'absence de faute grave ou lourde (tels que décrits notamment à la section 2.1.2.1 du document d'enregistrement universel 2023 de la Société s'agissant du Président-Directeur général).

10.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décidé de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

11. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

12. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations contenues dans la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Philippe Donche-Gay
Président-Directeur Général de SQLI

Annexe

Rapport de Crowe HAF en qualité d'expert indépendant



Crowe HAF

16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

SQLI

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SQLI SA initiée par la société Synsion BidCo

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.1.2.1 - Activité de SQLI	2
1.1.2.2 - Historique de SQLI	4
1.1.2.3 - Actionnariat de SQLI.....	5
1.1.2.4 - Description du marché.....	6
1.1.2.5 - Comptes consolidés de SQLI	10
1.1.2.6 - Performance financière historique 2021-2023 et au 30 juin 2024.....	11
1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	15
1.2 - Contexte et opération envisagée	18
1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération	18
1.2.2 - Termes de l'Offre	18
2 - Présentation de l'expert indépendant	20
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	20
2.1.1 - Présentation générale	20
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	20
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	21
2.3 - Déclaration d'indépendance	22
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	22
2.5 - Rémunération.....	22
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	22
2.6.1 - Programme de travail.....	22
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	24
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	25
2.6.4 - Informations utilisées	25
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	26
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	28
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	28
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	28
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	29
3.1.3 - Plan d'affaires	31
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	31
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon	31
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)	31
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	32
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	32

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)	32
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes	32
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	33
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	33
3.3.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société	33
3.3.1.1 - Référence à l'OPA 2021	34
3.3.1.2 - Transactions historiques sur le capital de la Société.....	34
3.3.1.3 - Acquisition dans le cadre du mécanisme de liquidité mis en place dans le cadre de l'OPA 2021	35
3.3.1.4 - Référence à l'acquisition d'un bloc par l'Initiateur	35
3.3.1.5 - Conclusion	36
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	36
3.3.2.1 - Définition de la méthode	36
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de SQLI	37
3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	40
3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	40
3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale	41
3.3.2.6 - Résultats chiffrés	41
3.3.2.7 - Analyse de sensibilité	42
3.3.3 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	42
3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	42
3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers.....	44
3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	45
3.3.3.4 - Application de la méthode	46
3.3.3.5 - Résultats	46
3.3.4 - Méthode des transactions comparables	47
3.3.4.1 - Choix des transactions	47
3.3.4.2 - Analyse des transactions.....	47
3.3.4.3 - Multiples obtenus	48
3.3.4.4 - Application de la méthode	49
3.3.4.5 - Résultats	49
3.3.5 - Référence au cours de bourse	50
3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	50
3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse	51
3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	53
4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	54
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	54
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	54
4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital	54
4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	55

4.2.2.1 - Prévisions du plan d'affaires et hypothèses retenues sur la période d'explicite .	55
4.2.2.2 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale	56
4.2.2.3 - Détermination du taux d'actualisation.....	57
4.2.2.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	57
4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	58
4.2.3 - Méthode des comparables boursiers.....	58
4.2.3.1 - Choix de l'échantillon	58
4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie	58
4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables.....	59
4.2.4 - Méthode des transactions comparables	59
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon	59
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie	59
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables	60
4.2.5 - Référence au cours de bourse	60
5 - Analyse des accords connexes à l'Offre.....	61
5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	61
5.1.1 - Référence aux engagements d'apport à l'Offre	61
5.1.2 - Financement de l'Offre.....	61
5.1.3 - Mécanisme de liquidité	62
5.2 - Conclusion sur les accords connexes.....	63
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	64
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	64
6.2 - Analyse et appréciation des observations	64
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	65
8 - Annexe – Lettre de mission.....	67

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société SQLI le 29 août 2024 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire »).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SQLI
INITIEE PAR LA SOCIETE SYNSION BIDCO**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») portant sur les actions de la société SQLI (ci-après « SQLI », le « Groupe », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société Synsion BidCo, nous avons été nommés le 29 août 2024 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, la Société visée étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur de l'Offre et l'Initiateur ayant conclu des accords avec les dirigeants de la Société visée d'une part et d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur l'appréciation du prix d'Offre d'autre part, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de SQLI dans le cadre de l'Offre s'établit à 54,00€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par SQLI, ses conseils et les conseils de l'Initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant et de sa mission
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Synsion BidCo (ci-après l'« Initiateur ») est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 95 rue La Boétie – 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 903.881.373.

L'Initiateur est détenu à hauteur de 98,24% par Synsion MidCo, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est 95 rue La Boétie – 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 903.881.449 (« Synsion MidCo »), elle-même détenue intégralement par Synsion TopCo, elle-même détenue par Douglasbay Capital Fund III LP et Surible TopCo Limited, entités contrôlées par DBAY Advisors Ltd (« DBAY Advisors »), une société de gestion internationale basée à l'île de Man qui détient des participations dans des sociétés européennes. Le reste du capital de Synsion BidCo est détenu par des actionnaires personnes physiques.

A la date du projet de note d'information relatif à l'Offre (ci-après le « Projet de Note d'Information »), l'Initiateur détenait, à la suite d'une première Offre Publique d'Achat déclenchée fin 2021 (« OPA 2021 »), des acquisitions réalisées depuis la réalisation de l'OPA 2021 sur le marché, hors marché et dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit dans le projet de note d'information relatif à l'OPA 2021, et de l'acquisition d'un bloc (auprès d'Amiral Gestion) en septembre 2024, 3.968.872 actions de la société SQLI¹, société objet de l'Offre, représentant 85,03% de son capital.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

SQLI est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 2-10 Rue Thierry Le Luron, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 353.861.909, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0011289040, mnémonique « SQLI ».

1.1.2.1 - Activité de SQLI

Créée en 1990, SQLI est une Entreprise de Services Numériques (ESN) spécialisée dans la transformation IT et digitale. Elle accompagne ses clients au travers de plusieurs offres concentrées sur l'expérience digitale et le commerce unifié. Chaque offre répond à des besoins clients spécifiques et s'appuie sur des partenaires stratégiques.

Depuis 2023, le Groupe est organisé autour de trois offres clés :

- Digital Experience Design – EXD (6% du chiffre d'affaires en 2023) :
 - o Digital Marketing & Design : en matière de marketing, SQLI propose des solutions de (i) gestion des réseaux sociaux, (ii) recherche UX (User Experience) pour comprendre les besoins des utilisateurs permettant l'optimisation du référencement (SEO) et des publicités payantes (SEA), et (iii) d'analyse prédictive. En outre, les solutions de design incluent le design d'expérience pour

¹ sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 4.667.856.

créer et améliorer les parcours utilisateurs ainsi que l'UX design et le UI (User Interface) design qui visent à optimiser la satisfaction des utilisateurs sur les interfaces internet utilisées. Le Groupe est notamment en collaboration avec Google ou encore Adobe dans le cadre de ces services.

- Digital consulting : enfin, les services de conseil digital se concentrent sur l'accélération de la transformation numérique des entreprises, l'élaboration de leur stratégie future, ainsi que l'accompagnement tout au long du processus de digitalisation.
- Digital Experience Platforms Integration – DXP (55% du chiffre d'affaires 2023) :
 - Experience Platforms : cette solution a pour objectif d'optimiser l'expérience utilisateur en proposant des services de création de sites internet, de gestion de contenu et d'amélioration de l'environnement de travail numérique (*Digital Workplace*). Pour ce faire, SQLI est en partenariat avec des sociétés telles que Sitecore, Contentful ou Acquia.
 - E-Commerce & Online shop : cette offre se concentre sur l'amélioration et la création de plateformes e-commerce et de magasins en ligne. SQLI propose notamment des services visant à créer une expérience utilisateur fluide en optimisant la gestion de trafic sur les sites ainsi que les taux de conversion. Dans le cadre de son offre, le Groupe collabore avec des partenaires technologiques tels que SAP, Commercetools, Spryker, VTEX, Salesforce pour proposer des solutions innovantes et adaptées aux besoins du marché.
- Digital Experience Customization – DXC (39% du chiffre d'affaires en 2023) :
 - Custom Software Development (Technology & Transformation) : cette offre se concentre sur le développement de logiciels sur mesure. Elle inclut la création d'applications personnalisées, la conception d'architectures d'entreprise et la mise en œuvre de micro-services. La gestion des API² est également couverte par cette offre visant à faciliter l'intégration des systèmes. SQLI propose également des services en Cloud computing et en DevSecOps pour assurer la gestion de la sécurité, de la scalabilité et de l'efficacité opérationnelle.
 - Data, IA³ & Insights : cette solution se concentre sur la gestion des données et l'intelligence artificielle. Elle inclut la gestion des données de référence pour centraliser et synchroniser les informations critiques des organisations. La solution propose également des outils de PIM (Product Information Management) et de DAM (Digital Asset Management). Par ailleurs, SQLI réalise aussi la mise en conformité RGPD⁴ des données.

Ces solutions DXC s'articulent autour de partenariats stratégiques avec des acteurs clés comme Microsoft, Akeneo et ContentSquare.

En lien avec les offres présentées ci-dessus, SQLI met son expertise au service de clients prestigieux issus de divers secteurs, tels que Nestlé, Airbus, Edf, Sligro, Richemont, ArcelorMittal. Ces grandes entreprises font appel à SQLI pour des projets de transformation digitale, notamment pour le développement de plateformes e-commerce, l'optimisation des processus internes et l'amélioration de l'expérience client.

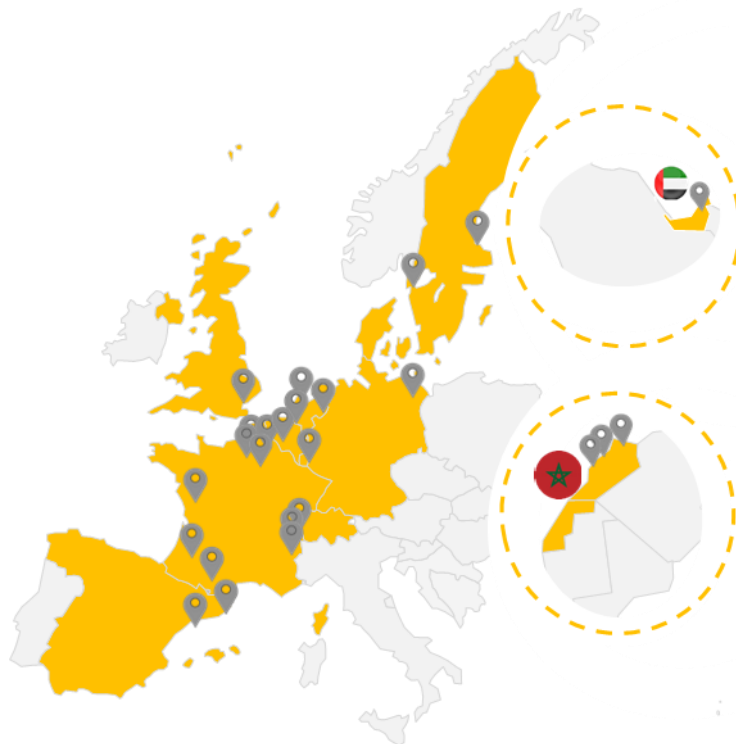
La dynamique du Groupe depuis sa création s'appuie sur une stratégie combinant croissance organique et croissance externe avec de nombreuses acquisitions réalisées (16) sur la période 1990-2024.

² Application Programming Interface = Interface de programmation d'application

³ Intelligence Artificielle

⁴ Règlement général de protection des données

Les diverses acquisitions effectuées en France et à l'international permettent au Groupe de bénéficier d'un important maillage régional et international par le biais d'implantations en Europe (France, Suisse, Royaume-Uni, Espagne, Allemagne, Benelux, Suède, etc.), en Afrique du Nord (Maroc) et au Moyen-Orient (EAU⁵). Afin de couvrir l'ensemble de ces zones géographiques, SQLI employait plus de 2.100 collaborateurs en 2023.



Source : DEU 2023 de SQLI

1.1.2.2 - Historique de SQLI

Depuis sa création en 1990, SQLI s'est donné pour mission d'aider les entreprises à exploiter pleinement les nouvelles technologies afin d'améliorer leur performance globale. En se concentrant sur l'analyse et la mise en œuvre de ces technologies, SQLI a su s'adapter et évoluer pour répondre aux besoins variés des organisations de tous secteurs d'activité.

Dès ses débuts, SQLI a fondé son développement sur la compréhension des nouvelles technologies et leur application pratique. En 1995, l'entreprise prend un virage stratégique vers internet, devenant un acteur majeur du secteur. En 1998, convaincus de l'importance des nouveaux usages et de l'expérience utilisateur, les fondateurs ont lancé une agence web intégrée, se bâtissant une solide réputation grâce à leur expertise en ergonomie des interfaces et connaissance utilisateur.

SQLI a poursuivi sa croissance en recrutant intensivement des experts aux compétences complémentaires et en étendant son réseau d'agences régionales. En 2000, pour accélérer son développement, la Société a été introduite en bourse et a réalisé plusieurs acquisitions stratégiques, tout en créant une filiale en Suisse.

En 2002, une nouvelle équipe de direction est mise en place, cette dernière se concentrant sur l'industrialisation des projets avec la méthodologie CMMI⁶. SQLI est ainsi devenue la première

⁵ Emirats Arabes Unis (Dubai)

⁶ Capability Maturity Model Integration (marque déposée par l'[ISACA](#))

société de services numériques en France à obtenir la certification CMMI. En 2003, l'entreprise a ouvert son premier centre offshore au Maroc avant de procéder à diverses acquisitions entre 2005 et 2009 consolidant la présence du Groupe en France, en Belgique, en Suisse et au Maroc.

En 2009, le plan triennal « Boost » est lancé, ce dernier visant à optimiser les opérations du Groupe et renforcer sa proposition de valeur en se recentrant sur le Digital et en réorganisant les activités.

En 2013, sous une nouvelle direction, SQLI a lancé le plan stratégique « Ambition 2016 », structurant ses activités en deux pôles complémentaires : Digital Technologies et Digital Commerce. L'internationalisation du Groupe s'est ensuite accélérée avec l'acquisition d'InventCommerce, société spécialisée dans l'e-commerce au Royaume-Uni.

En 2016, SQLI décide de mettre en place le plan « MoveUp 2020 », qui se concentre sur l'expérience digitale et le commerce unifié. Le Groupe procède ainsi à des acquisitions ciblées en Europe et à l'international, notamment Star Republic en Suède et Osudio aux Pays-Bas et en Allemagne ou encore Redbox Digital en 2020, pour renforcer sa présence au Royaume-Uni et au Moyen-Orient.

En 2020, DBAY Advisors est devenu le principal actionnaire de SQLI avec environ 29% du capital. Dans un contexte de crise sanitaire transformée en crise économique, le Groupe a simplifié son organisation en proposant une offre globale. Dans la même optique SQLI opère désormais sous la marque unique SQLI Digital Experience et a simplifié son organisation autour de trois entités : SQLI International, SQLI France, et son centre d'innovation et développement SQLI Maroc, afin de mieux accompagner son développement.

En 2023, l'organisation par régions en France évolue vers une structure nationale par offre.

En 2024, la Société a procédé à la cession de son activité éducation, par le biais de l'entité Aston Institute, afin de recentrer son activité sur les prestations de transformation digitale. En parallèle, SQLI a acquis la société Levana, référence dans l'écosystème Salesforce en tant que leader de solutions de gestion de la relation client, afin de renforcer son offre d'intégration de plateformes e-commerce et d'expérience digitale.

1.1.2.3 - Actionnariat de SQLI

A la date du Projet de Note d'Information la répartition du capital de la Société était la suivante :

SQLI - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
DBAY Advisors Limited	3 968 872	85,0%	3 968 872	82,4%
dont issues de l'acquisition de Bloc (auprès d'Amiral Gestion)	72 503	1,6%	72 503	1,5%
Moneta Asset Management	115 673	2,5%	115 673	2,4%
Salariés / anciens managers	106 210	2,3%	126 881	2,6%
Autocontrôle	5 377	0,1%	5 377	0,1%
Flottant	471 724	10,1%	600 972	12,5%
Total Flottant / Salariés / Autodétention	583 311	12,5%	733 230	15,2%
Total des actions	4 667 856	100,0%	4 817 775	100,0%

1.1.2.4 - Description du marché

1.1.2.4.1 - *Les acteurs du marché des ESN*

L'industrie informatique peut être divisée en trois grandes familles :

- Les services numériques, qui incluent le conseil informatique, l'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, l'infogérance, et la maintenance ;
- Les logiciels, depuis les solutions de traitement de texte jusqu'aux logiciels de planification des ressources ;
- Le matériel (*hardware*) : ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux, périphériques (imprimantes, etc.).

SQLI se positionne sur le segment des services numériques. Ce dernier est lui-même constitué de cinq grandes catégories :

- Le conseil informatique, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;
- L'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, ces missions correspondant à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions de système d'information ;
- L'infogérance, correspondant à la prise en charge totale ou partielle, par le prestataire, du système d'information du client, dans un cadre généralement pluriannuel et forfaitaire. Le client reste responsable de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;
- La maintenance (applicative ou matérielle), l'assistance et la formation informatique. Deux catégories de maintenance et assistance technique peuvent être définies selon les prestations fournies : la tierce maintenance matérielle (TMM) qui concerne les services liés au matériel informatique (hardware), la maintenance étant dite tierce lorsque le prestataire est différent du constructeur de matériel ; et la tierce maintenance applicative (TMA) qui correspond à des services de maintenance d'applications (software) proposés par une société indépendante de l'éditeur ; et
- D'autres services informatiques qui existent comme la récupération de données à partir d'un disque dur (ou d'un autre support de stockage) endommagé ou la mise à disposition d'installations informatiques et la duplication logicielle pour permettre la reprise des traitements par le personnel du client en cas de sinistre informatique.

SQLI est une Entreprise de Services du Numérique (ci-après « ESN ») se situant dans les catégories du conseil informatique, de l'ingénierie et intégration de systèmes et de la maintenance applicative. Elle propose des services de conseil, d'expertise IT et digitale, des solutions de développement, d'industrialisation et de maintenance d'applications ainsi que diverses solutions à destination des entreprises afin de les accompagner dans leur transformation IT et digitale.

Le secteur des services numériques est caractérisé par une forte présence d'acteurs indépendants. Néanmoins, bien qu'elles répondent au besoin de proximité exprimé par les clients, le poids des petites structures en matière de chiffre d'affaires reste relativement faible face aux principaux acteurs (Capgemini, CGI, Sopra Steria, IBM...) qui captent les projets des grands comptes et dont la part dans l'activité du secteur représente plus de deux tiers. Ces acteurs principaux peuvent être classés en quatre catégories :

- Les « Big ESN » tricolores, offrant une gamme complète de services IT, incluant le conseil et l'intégration de solutions applicatives. Ces géants se concentrent aujourd'hui davantage sur des activités telles que le cloud, l'intelligence artificielle et la cybersécurité.

- Des groupes étrangers, occupant de fortes positions. Aux côtés des entreprises françaises, plusieurs groupes étrangers détiennent des positions solides dans le secteur. Parmi eux, l'anglais SCC, l'américain Accenture, IBM et le canadien CGI. Ces entreprises possèdent de nombreux bureaux en France et renforcent régulièrement leur présence par des acquisitions locales.
- Les intégrateurs technologiques. Ces intégrateurs se concentrent principalement sur le déploiement de solutions technologiques fournies par des prestataires externes et offrent parfois des services dans l'édition de logiciels. Ils adoptent souvent une stratégie de croissance externe ambitieuse. Des intégrateurs technologiques tels que Sopra Steria et Econocom figurent également en haut du classement des ESN en France.
- Des acteurs spécialisés. Certaines filiales de grands groupes se démarquent en ciblant des segments spécifiques du marché. Par exemple, Axians (Groupe Vinci) se concentre sur le secteur des télécommunications, tandis que Docapost, la filiale de services numériques du groupe La Poste, se spécialise dans les besoins des TPE et PME.

Outre les acteurs dominants, les *challengers* français de taille plus restreinte se scindent en deux catégories, avec d'une part les PME françaises internationalisées (parmi lesquelles Alten, Inetum, Akka Technologies, Devoteam, et SII), et d'autre part les PME françaises davantage centrées sur le territoire national (dont notamment Neurones, Talan, Docaposte, Assystem, Open, Infotel, Keyrus, Aubay et SQLI).

1.1.2.4.2 - Les déterminants du marché des ESN

Le marché des ESN est affecté par plusieurs facteurs contextuels exogènes, liés notamment à des évolutions technologiques et à l'innovation, ainsi qu'à une pression concurrentielle internationale accrue dans le cadre d'un marché globalisé.

Les évolutions technologiques et l'innovation :

Les dépenses en technologies de l'information, notamment en services informatiques, dont l'évolution est cruciale pour l'activité des entreprises de services numériques, sont jugées stratégiques par les entreprises et les organismes publics en raison de leur rôle clé dans l'amélioration de la productivité. Ces investissements sont néanmoins fortement influencés par la conjoncture économique et les perspectives d'activité, pouvant conduire à des retards dans les dépenses ou investissements pour obtenir une meilleure visibilité.

Plus récemment, les innovations technologiques de rupture que constituent le *cloud computing* et l'intelligence artificielle générative ont joué un rôle central dans la transformation numérique de l'économie, permettant le déploiement rapide de solutions innovantes sans nécessiter d'investissements lourds. Les ESN ont dès lors entamé une transformation, se muant progressivement en fournisseurs globaux de solutions cloud et de services associés, incluant le conseil, l'intégration d'applications, et la formation. Cette nouvelle phase s'est matérialisée à l'aube du développement de l'IA générative en 2022, à l'origine de gains de productivité potentiels significatifs. Ce phénomène a engendré de nouveaux besoins pour les ESN, qui adaptent leurs offres en conséquence. Contrairement à l'impact du *cloud computing*, qui a conduit à une réduction des interventions sur site et à une extension des contrats de maintenance à distance, les besoins croissants en accompagnement lié à l'IA représentent un véritable levier de croissance pour les ESN.

Ces leviers technologiques s'inscrivent plus largement dans une dynamique de transformation numérique de nombreux secteurs de l'économie, portée par les cinq principaux domaines d'activité regroupés sous l'acronyme « SMACS » (réseaux sociaux, mobilité, analytique et IA générative, cloud computing, cybersécurité), implique de nouvelles attentes de la part des donneurs d'ordres. Une majorité de directeurs des systèmes d'information (DSI) admettent aujourd'hui manquer des compétences nécessaires pour exploiter pleinement ces nouvelles technologies, en particulier l'IA générative. Ce besoin naissant, associé au déploiement de ces

technologies et au besoin d'accompagnement qu'elles impliquent, stimule la demande de services numériques auprès des prestataires spécialisés et profite ainsi à l'activité des ESN.

Compte tenu de l'intensité de la concurrence existante et des rapides évolutions technologiques dans le domaine informatique, le niveau d'activité des ESN dépend directement de leur capacité à fournir des solutions innovantes et adaptées aux nouvelles demandes des clients (*cloud computing, big data, cybersécurité...*) ; un surcroît d'activité dans ces domaines est nécessaire afin de compenser la diminution prévue des autres technologies plus anciennes. Pour ce faire, les ESN peuvent envisager des partenariats stratégiques afin de combiner leurs compétences et offrir une gestion globale et intégrée. Par ailleurs, le contexte réglementaire peut également jouer un rôle en favorisant l'innovation dans le secteur numérique.

Outre les pressions concurrentielles associées aux nouvelles technologies, le cadre concurrentiel dans son ensemble, aujourd'hui globalisé, constitue un second déterminant du marché des ESN.

Une pression concurrentielle internationale accrue dans le cadre d'un marché globalisé :

La concurrence étrangère dans les services informatiques se renforce, notamment en raison des filiales françaises des grandes ESN indiennes, qui, par le biais de l'*offshoring* permettant des coûts fixes réduits, exercent une pression importante sur les prix du marché national. Afin de maintenir leur compétitivité face à cette pression, les grands groupes français réagissent en transférant une part croissante de leurs activités vers des centres de services situés à l'étranger. Cette stratégie intensifie encore les tensions sur les prix sur le marché français.

En outre, la crise de la Covid-19 a confirmé que les grandes ESN se sont montrées plus résilientes en raison de leurs partenariats et de leurs performances financières plus favorables avant la crise. L'objectif d'atteindre une taille critique, associé aux niveaux d'investissements requis par les défis technologiques susmentionnés, a entraîné au cours de la dernière décennie un mouvement de consolidation continu, à l'origine d'une concentration accrue du marché des ESN ; plus de 500 opérations de fusions-acquisitions ont ainsi été conclues entre 2015 et 2021.

Parallèlement au mouvement de consolidation, une augmentation du nombre d'acteurs sur le marché français est constatée, incluant la concurrence étrangère et les freelances. Cet accroissement pousse les opérateurs en place à adopter des stratégies commerciales plus agressives et à réduire leurs prix pour rester compétitifs. La pression concurrentielle est accentuée par la standardisation de nombreuses activités à moindre valeur ajoutée comme l'infogérance, ce qui incite les clients à négocier les tarifs. Par ailleurs, les clients sont désormais mieux informés pour évaluer le juste prix des nouvelles prestations, notamment dans le secteur en expansion des SMACS.

Outre cette diminution des tarifs, l'accroissement du nombre d'acteurs sur le marché des ESN a pu bénéficier au marché des ESN en favorisant le recentrage des entreprises sur le cœur de métier. Il est désormais usuel de confier la gestion de son parc informatique à un prestataire externe spécialisé, même pour les PME. L'infogérance permet aux entreprises de se focaliser sur leur activité principale tout en optimisant leur budget IT, destiné à améliorer la qualité de leurs systèmes d'information. Le niveau d'externalisation des services informatiques au sein des entreprises influence directement les carnets de commandes des ESN, impactant ainsi leur niveau d'activité.

En dépit de pressions concurrentielles accrues, le marché des ESN a connu une dynamique positive au cours des dernières années, l'accroissement de l'activité lié aux TIC (Technologies de l'Information et de la Communication) ainsi qu'à l'IA naissante ayant bénéficié à la majeure partie des acteurs du secteur.

1.1.2.4.3 - Les évolutions récentes et perspectives du marché des ESN

Les évolutions récentes et perspectives relatives à l'activité :

Après avoir connu des croissances d'environ 8% en 2019, 0,3% en 2020 sous l'effet de la crise sanitaire, puis 9% en 2021, le chiffre d'affaires des services numériques, en France, a augmenté de 14,7% en 2022, croissance externe comprise, dépassant sa dynamique de croissance d'avant crise, selon Xerfi. Cette progression a notamment été permise par l'augmentation des investissements en technologies de l'information et de la communication (TIC) doublée d'une bonne orientation de la demande en volume. Un effet prix inédit, avec une augmentation tarifaire d'environ 3%, est venu s'ajouter à ce contexte déjà favorable, les ESN ayant su répercuter dans leurs tarifs une partie des revalorisations salariales pratiquées.

En 2023, le chiffre d'affaires des ESN⁷ a augmenté de 11,6% d'après Xerfi. La croissance du chiffre d'affaires du secteur des services numériques en 2024 devrait atteindre 8,0%, pour poursuivre à un rythme similaire en 2025 (+8,5%). Malgré un ralentissement des investissements TIC qui a quelque peu freiné la demande adressée aux ESN, les entreprises, de plus en plus conscientes des problématiques liées à la cybersécurité et la nécessaire numérisation des processus, ont continué d'investir dans des solutions numériques. L'essor des logiciels en mode SaaS a également conduit à une hausse des besoins en accompagnement. Outre ces relais de croissance classiques, la rupture que constituent les IA génératives a contribué favorablement à la dynamique annuelle. Enfin, un nouvel effet prix positif a soutenu les montants facturés.

D'après Numeum, le chiffre d'affaires organique des entreprises françaises de services numériques a augmenté de 4,1% en 2023 et devrait progresser de façon moindre, de 2,1% en 2024.

D'après Xerfi, les entreprises, en particulier les PME et TPE, se montreront plus prudentes face à l'incertitude politique du pays, retardant leurs décisions d'investissement IT. Numeum souligne également le contexte de marché attentiste associé à un ralentissement des commandes. L'activité des ESN devrait être ainsi affectée par le contexte économique et politique incertain en France, entraînant une baisse du nombre de missions pour certains prestataires. D'autre part, la tendance inflationniste ayant porté le prix des services numériques depuis 2021 (+3% par an) devrait se résorber compte tenu, notamment, de la diminution des tensions de recrutement et de revalorisations salariales aujourd'hui moindres.

Par ailleurs, l'intelligence artificielle (IA) générative, notamment grâce à des outils tels que ChatGPT, émerge comme un moteur important des investissements IT. Les ESN bénéficient dès à présent de cette avancée technologique majeure, offrant des solutions nouvelles et des bénéfices tangibles pour leurs clients. Des entreprises comme Accenture et Capgemini prévoient d'investir massivement dans le déploiement de l'IA, avec des budgets respectifs de trois milliards et deux milliards d'euros. Cette tendance s'est observée au premier semestre 2024 : selon l'étude de Numeum réalisée en juin 2024 auprès d'ESN, 24% d'entre elle a déjà mis en place des solutions d'IA génératives contre 15% au deuxième semestre 2023. En outre, 60% des ESN considère que l'IA générative est une opportunité de réaliser des projets pour leurs clients, contre 48% au second semestre 2023.

Les évolutions récentes et perspectives relatives à la rentabilité :

Les principaux postes affectant l'évolution du taux d'excédent brut d'exploitation, pour les ESN, sont les frais de personnel et les autres achats et charges externes (AACE). Les frais de personnel, ayant représenté 48,8% du chiffre d'affaires des ESN en 2023 (en hausse de 0,7 point), restent le principal poste de dépenses en raison de la nécessité de prestations de conseil intensives en capital humain. En 2024, les tensions sur les recrutements persisteront, avec une prévision à 48,7% du chiffre d'affaires. Les AACE, ayant représenté 33,2% du chiffre d'affaires du panel Xerfi en 2023, devraient rester sous contrôle en 2024 avec une prévision stable. La

⁷ Sociétés françaises

normalisation du télétravail et des visio-conférences a réduit les déplacements sur site. La baisse de la demande en 2023-2024 permettra aussi de réduire les prestations sous-traitées, diminuant ainsi les AACE. Enfin, l'essor des IA génératives a permis de nouveaux gains de productivité, comme la génération de code et l'optimisation du *reporting* et de la relation client.

Le taux d'excédent brut d'exploitation des ESN, après une forte croissance en 2022, a légèrement reculé en 2023 sur la base du panel ESN Xerfi⁸ (8,6%, en recul de 0,6 point) et devrait également s'afficher en baisse en 2024 (-0,1 point à 8,5%), mais restera élevé au regard des années 2015 à 2020 (taux compris entre 7,1% et 8,0%).

1.1.2.5 - Comptes consolidés de SQLI

Le périmètre de consolidation du groupe SQLI, dont la société tête de groupe est SQLI SA, comprend 28 sociétés qui sont toutes consolidées par intégration globale.

Au 30 juin 2024, le périmètre de consolidation du groupe SQLI comprenait les sociétés suivantes :

Périmètre de consolidation du groupe SQLI au 30 juin 2024				
Société	Siège social	Méthode de consolidation	% de contrôle	% d'intérêts
SQLI SA	Levallois-Perret (92)	Société mère	Société consolidante	
FRANCE				
CLEAR VALUE SAS	Levallois-Perret (92)	Intégration globale	100%	100%
EOZEN FRANCE SAS	Levallois-Perret (92)	Intégration globale	100%	100%
GEIE ICE	Blagnac (31)	Intégration globale	20%	100 % (*)
WAX INTERACTIVE SAS	Levallois-Perret (92)	Intégration globale	100%	100%
WAX INTERACTIVE LILLE SAS	Levallois-Perret (92)	Intégration globale	100%	100%
LEVANA SAS	Paris (75)	Intégration globale	100%	100%
MAROC				
SQLI MAROC SA	Rabat (Maroc)	Intégration globale	100%	100%
ICONEWEB MULTIMEDIA MAROC SARL	Casablanca (Maroc)	Intégration globale	100%	100%
EUROPE				
SQLI SUISSE SA	Lausanne (Suisse)	Intégration globale	100%	100%
SQLI LUXEMBOURG SA	Luxembourg (Lux)	Intégration globale	100%	100%
SQLI BELGIUM SA	Diegem (Belgique)	Intégration globale	100%	100%
SQLI SA	Strassen (Luxembourg)	Intégration globale	100%	100%
SQLI LTD	Londres (Royaume Uni)	Intégration globale	100%	100%
SQLI NORDICS AB (anc. STAR REPUBLIC AB)	Göteborg (Suède)	Intégration globale	100%	100%
OSUDIO HOLDING BV	Heerlen (Pays-Bas)	Intégration globale	100%	100%
SQLI SERVICES BV	Eindhoven (Pays-Bas)	Intégration globale	100%	100%
SQLI DANMARK APS	Copenhague (Danemark)	Intégration globale	100%	100%
OSUDIO BELGIUM NV	Diepenbeek (Belgique)	Intégration globale	100%	100%
SQLI NEDERLAND BV	Amsterdam (Pays-Bas)	Intégration globale	100%	100%
SQLI DEUTSCHLAND GMBH	Dortmund (Allemagne)	Intégration globale	100%	100%
CODELUX	Berlin (Allemagne)	Intégration globale	100%	100%
OSUDIO SWITZERLAND GMBH	Zurich (Suisse)	Intégration globale	100%	100%
SQLI SPAIN	Barcelone (Espagne)	Intégration globale	100%	100%
SQLI UK LTD (anc. REDBOX DIGITAL LTD)	Londres (Royaume Uni)	Intégration globale	100%	100%
INTERNATIONAL				
REDBOX DIGITAL ME FZ-LLC	Dubaï (Emirats Arabes Unis)	Intégration globale	100%	100%
REDBOX DIGITAL LTD	Ile Maurice	Intégration globale	100%	100%
LEVANA LAB Ltd.	Jerusalem (Israel)	Intégration globale	100%	100%

* Pour l'activité réalisée par SQLI

Du fait de sa cotation sur Euronext Paris, la Société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023.

La Société applique notamment depuis le 1er janvier 2018 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'additionner à ces dernières) et de la dette

⁸ Composé de 2.097 entreprises représentatives du secteur ayant réalisé un chiffre d'affaires moyen de 1,6m€ en 2021

financière au bilan ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Les travaux d'évaluation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués qui intègrent les effets de la norme IFRS 16 (notamment les comptes consolidés 2021, 2022 et 2023 ainsi que les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2024) et que nous avons retraités afin de s'appuyer sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de nos travaux d'évaluation.

1.1.2.6 - Performance financière historique 2021-2023 et au 30 juin 2024

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre.

Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices ainsi qu'au 30 juin 2024 (premier semestre 2024) se présente comme suit :

SQLI - Compte de résultat					
En m€	FY21	FY22	FY23	30/06/2023	30/06/2024
France	119,1	130,7	133,7	67,7	65,3
Croissance %	5,2%	9,7%	2,3%	n.d	-3,4%
En % du chiffre d'affaires	52,8%	53,2%	53,2%	52,8%	51,7%
International	106,3	115,2	117,5	60,6	61,0
Croissance %	5,8%	8,4%	2,1%	n.d	0,7%
En % du chiffre d'affaires	47,2%	46,8%	46,8%	47,2%	48,3%
Chiffre d'affaires total	225,4	245,9	251,2	128,3	126,4
Croissance (%)	5,5%	9,1%	2,2%	n.d	-1,5%
Autres produits	3,8	4,4	5,9	2,5	3,7
Achats consommés	-1,5	-1,7	-1,7	-0,9	-0,6
Charges externes	-72,1	-82,3	-85,1	-43,1	-41,0
Charges de personnel	-127,1	-130,5	-136,9	-71,5	-72,7
Impôts taxes	-3,7	-3,2	-3,2	-1,6	-0,9
Dotations nettes aux amortissements et aux prov.	-11,7	-11,0	-9,9	-3,9	-4,9
Autres charges et produits d'exploitation courants	0,0	0,0	0,4	0,2	0,0
Résultat opérationnel courant	13,1	21,5	20,6	9,9	9,9
En % du chiffre d'affaires	5,8%	8,7%	8,2%	7,7%	7,8%
Autres charges et produits d'exploitation non courants	-1,4	-5,3	-8,2	-3,2	-3,1
En % du chiffre d'affaires	0,6%	2,2%	3,3%	2,5%	2,4%
Résultat opérationnel	11,7	16,2	12,4	6,7	6,8
En % du chiffre d'affaires	5,2%	6,6%	4,9%	5,2%	5,4%
Coût de l'endettement financier net	-2,3	-4,0	-4,4	-1,6	-2,2
Autres produits et charges financières	-0,4	-1,1	-0,4	0,0	-0,1
Résultat financier	-2,7	-5,1	-4,9	0,0	-0,1
Charge d'impôt*	-3,7	-3,4	-2,7	-1,7	-1,4
Résultat net	5,3	7,7	4,8	3,4	3,1
Charges opérationnelles en % du chiffre d'affaires					
Chiffre d'affaires	225,4	245,9	251,2	128,3	126,4
Achats consommés	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%
Charges externes	32,0%	33,5%	33,9%	33,6%	32,5%
Charges de personnel	56,4%	53,1%	54,5%	55,7%	57,6%
Impôts taxes	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	0,7%
Dotations nettes aux amortissements et aux provisions	5,2%	4,5%	4,0%	3,1%	3,8%
Autres charges et produits d'exploitation courants	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Autres charges et produits d'exploitation non courants	0,6%	2,2%	3,3%	2,5%	2,4%
Charges opérationnelles	94,8%	93,4%	95,1%	94,8%	94,6%
EBIT pré-IFRS 16 (ROC net des frais récurrents)	11,7	18,9	17,0	8,3	8,7
En % du chiffre d'affaires	5,2%	7,7%	6,8%	6,5%	6,9%

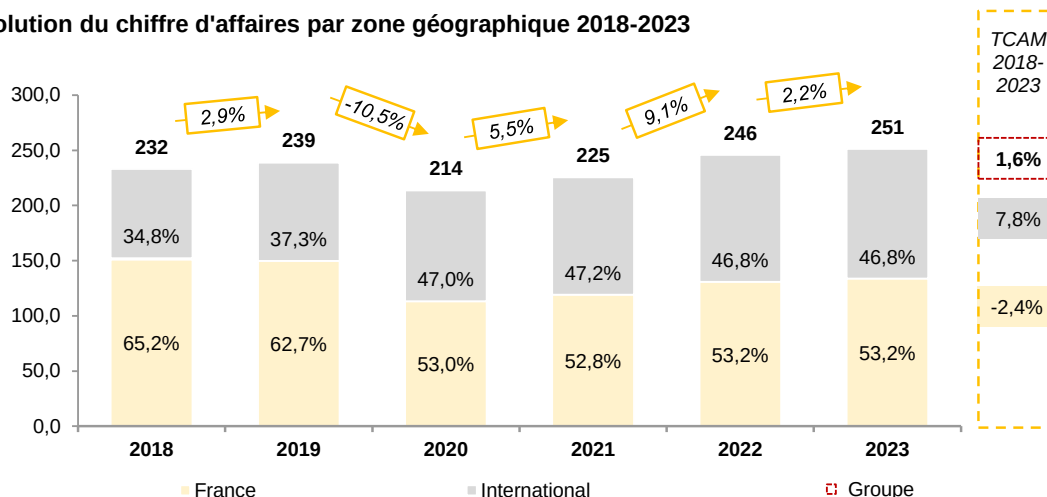
Source : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 et au 30 juin 2023 et 2024 de SQLI

*Y compris CVAE

Chiffre d'affaires

Entre 2018 et 2023, le chiffre d'affaires de SQLI extériorise un taux de croissance annuel moyen (TCAM) s'établissant à 1,6% sur la période tel que présenté dans le graphique sur la page suivante :

Evolution du chiffre d'affaires par zone géographique 2018-2023



La légère croissance observée en 2019 (+2,9% de croissance organique) est le reflet d'une performance contrastée géographiquement, marquée par la forte progression de l'activité « *Commerce & Experience* » essentiellement internationale, ayant bénéficié d'une croissance dynamique, combinée à la baisse moindre du chiffre d'affaires de l'activité « *Digital & Technology* » principalement logée en France, affectée par la décroissance des clients du secteur bancaire et des difficultés de staffing.

En 2020, le Groupe a vu son chiffre d'affaires diminuer de 10,5% en lien avec la crise sanitaire qui a fortement affecté plusieurs clients du groupe en France (notamment Airbus et les clients bancaires) lesquels ont significativement réduit leur demande entraînant ainsi une baisse de 24% du chiffre d'affaires réalisé en France. A l'inverse, la croissance s'est poursuivie tout au long de l'année à l'international, portée par le marché des plateformes digitales d'expérience clients et collaborateurs, et l'intégration de Redbox Digital à compter de mars 2020, se traduisant par une croissance de +13% (dont +4% en organique). Cette année marque également un tournant dans la répartition géographique du chiffre d'affaires du Groupe, la part réalisée à l'international représentant 47% en 2020 contre 35% en 2018.

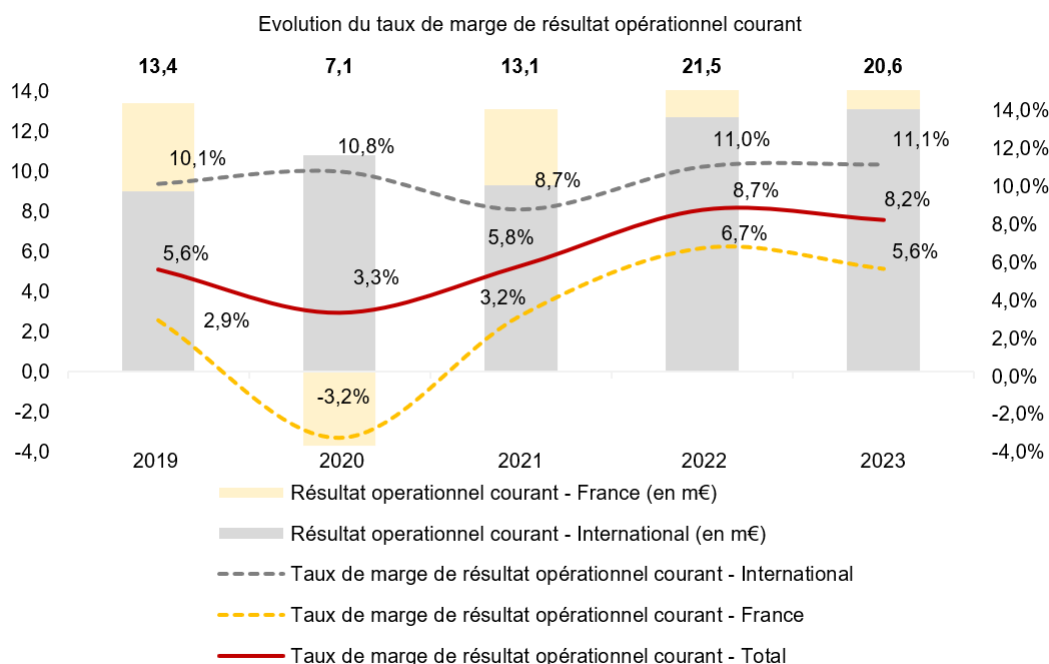
En 2021, la reprise économique consécutive à la sortie de la crise sanitaire a permis au Groupe de redresser son chiffre d'affaires réalisé en France (+5%), tout en maintenant la dynamique alors en cours à l'international (+6%), se traduisant par une croissance globale du chiffre d'affaires de 5,5%, laquelle reste néanmoins insuffisante pour retrouver le niveau d'activité d'avant Covid-19.

Le phénomène de rattrapage post crise sanitaire est notamment marqué par une forte croissance du marché des plateformes digitales soutenu par la volonté des clients de digitaliser leurs process et mettre en place divers canaux d'accès à leurs clients. Cette tendance a permis à SQLI de réaliser une croissance de +10% en France et +9% à l'international en 2022, soit une croissance organique globale de +9,1%, le Groupe n'ayant pas réalisé d'acquisition en 2022.

Suite aux nombreux investissements réalisés par les clients en 2021 et 2022, SQLI fait face à un tassement de la demande se traduisant par un ralentissement de la croissance laquelle s'établit à 2,2% en 2023, équitablement répartie entre la France et l'international. Cette tendance se poursuit au premier semestre 2024 avec une légère baisse du chiffre d'affaires (-1,5%) par rapport à celui du premier semestre 2023 en lien notamment avec la cession d'Aston en avril 2024 compensée en partie par l'acquisition de Levana en février.

Le résultat opérationnel courant (ROC)

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de SQLI sur la période 2019-2023 est présentée ci-après :



Les charges opérationnelles courantes de SQLI comprennent principalement des charges de personnel (54,5% du chiffre d'affaires en 2023) et des charges externes (33,9% du chiffre d'affaires). Ces dernières correspondent majoritairement à de la sous-traitance (24,7% du chiffre d'affaires) et des honoraires. Le ROC intègre également le produit de Crédit Impôt Recherche (ci-après « CIR »), des impôts et taxes ainsi que d'autres produits et charges opérationnels courants.

En 2019, la marge de ROC de la Société s'élève à 5,6% du chiffre d'affaires et s'affiche en diminution en 2020 en s'établissant à 3,3%, en lien avec une réduction d'activité et un maintien des charges fixes de la Société, cette dernière s'étant dotée d'une structure de coûts ayant vocation à soutenir un niveau de croissance sensiblement plus élevé à celui effectivement réalisé. Néanmoins, ces évolutions sont hétérogènes en fonction des périmètres, l'activité à l'international ayant connu une croissance à deux chiffres et une amélioration de sa marge (+70bps) sur cette même période.

L'exercice 2021 est marqué par une amélioration du taux de marge de ROC (5,8% du chiffre d'affaires contre 3,3% en 2020) sous l'effet de la reprise d'activité post-Covid notamment en France et malgré une légère dégradation du taux de marge de ROC à l'international, notamment affecté par les dépenses liées à la mise en place de la marque unique SQLI DIGITAL EXPERIENCE et les effets de change.

En 2022, le taux de marge de ROC de SQLI s'affiche en forte amélioration en s'établissant à 8,7% du chiffre d'affaires sous l'effet combiné d'un taux d'activité des collaborateurs très élevé, de la hausse des TJM⁹ à l'international (+4,0% environ) et en France (+1,5% environ) et de la bonne maîtrise des coûts.

Le résultat opérationnel courant (ROC) pour l'année 2023 s'élève à 20,6m€, soit 8,2% du chiffre d'affaires, contre 21,5m€, soit 8,7% du chiffre d'affaires en 2022. La légère dégradation du taux

⁹ Taux Journalier Moyen

de marge opérationnelle courant est le résultat d'un fort taux d'inactivité (intercontrats) au premier semestre faisant suite aux nombreux recrutements réalisés en 2022 en prévision d'une forte croissance en 2023, laquelle a été plus faible que prévu. Néanmoins, le taux d'occupation a été sensiblement amélioré au second semestre grâce à la stabilisation des effectifs permettant de contenir la dégradation de la marge.

EBIT¹⁰ et résultat opérationnel (RO)

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin d'évaluer la Société par les méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables).

Conformément aux états financiers publiés par SQLI et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant net des charges non courantes récurrentes comme étant l'EBIT. En effet, le ROC de SQLI est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels (hors frais de réorganisation) avant prise en compte des éléments non normatifs de l'activité tels que des honoraires exceptionnels, des frais relatifs aux locaux et aux plans d'actions gratuites, des redressements fiscaux, des frais d'opérations de marché (OPA 2021) ainsi que des coûts d'acquisition non récurrents affectant la comptabilité et la performance financière du Groupe. Nous avons par ailleurs réintégré à l'agrégat la charge d'intérêts liée aux dettes de location communiquée par la Société, afin d'obtenir un EBIT pré-IFRS 16.

L'EBIT pré-IFRS 16 s'élève ainsi à 17,0m€ en 2023, soit un taux de marge d'EBIT de 6,8%.

SQLI - Tableau de passage ROC - EBIT - RO					
En m€	FY21	FY22	FY23	HY23	HY24
Résultat opérationnel courant	13,1	21,5	20,6	9,9	9,9
En % du chiffre d'affaires	5,8%	8,7%	8,2%	7,7%	7,8%
Charge d'intérêts relatifs à IFRS16	-0,6	-0,6	-0,7	-0,3	-0,5
Coûts de réorganisation (Manager Exit / Consulting costs)	-1,0	-2,0	-2,4	-1,2	-0,7
Autres coûts récurrents	0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,0
EBIT pré-IFRS 16 (ROC net des frais récurrents)	11,7	18,9	17,0	8,3	8,7
En % du chiffre d'affaires	5,2%	7,7%	6,8%	6,5%	6,9%
Réintégration de la charge d'intérêts relatifs à IFRS16	0,6	0,6	0,7	0,3	0,5
Autres charges et produits opérationnels non courants (non récurrents)	-0,5	-3,3	-5,3	-1,8	-2,3
Résultat opérationnel	11,7	16,2	12,4	6,7	6,8
En % du chiffre d'affaires	5,2%	6,6%	4,9%	5,2%	5,4%

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s'effectue par le poste intermédiaire « Autres produits et charges opérationnels non courants » récurrents et non récurrents. Une partie des autres produits et charges est prise en compte dans la détermination de l'EBIT tel qu'expliqué ci-dessus. La partie restante (non récurrente) concerne des coûts liés au transfert de siège, à divers litiges, à des charges liées à l'attribution d'actions gratuites, etc.

Il en découle des taux de marge opérationnelle respectifs pour les années 2021, 2022 et 2023 de 5,2%, 6,6% et 4,9%.

Le résultat financier

Le coût de l'endettement financier de la Société a connu une forte augmentation en 2022 en s'établissant à 4,0m€ (contre 2,3m€ en 2021) en lien avec le renchérissement du financement (pour 100 % remboursable in fine). En 2023, le coût de l'endettement financier s'établit à 4,4m€, ce qui porte le résultat financier à -4,9m€.

¹⁰ Earnings Before Interest & Taxes

Le résultat net

Le résultat net, résultant principalement des éléments décrits ci-avant, s'élève à 4,8m€ en 2023. Il intègre une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 2,7m€, qui comprend la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France pour 0,3m€. Le Groupe considère que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12.

1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerieBilan économique

SQLI - Bilan économique				
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/06/2024
Ecart d'acquisition	89,2	89,2	89,2	98,5
Immobilisations incorporelles	4,2	3,3	3,2	3,1
Immobilisations corporelles	8,6	9,2	9,5	8,6
Droits d'utilisation relatifs à IFRS16	18,7	16,1	24,7	22,7
Actifs financiers	6,2	5,5	5,7	5,6
Autres actifs non courants	2,6	2,6	3,1	5,0
Actif immobilisé	129,5	125,9	135,5	143,4
Actif courant	89,8	90,9	94,5	107,0
Passif courant	-74,2	-78,3	-69,7	-72,6
Besoin en Fonds de Roulement	15,6	12,6	24,8	34,3
Impôts différés (nets)	0,1	-0,8	-0,6	-0,4
Capitaux Employés	145,2	137,8	159,6	177,3
Capital social	3,7	3,7	3,7	3,7
Prime d'émission	50,6	51,6	51,7	51,7
Réserves consolidées	41,3	47,6	57,0	57,9
Subvention d'investissement	0,0	0,0	0,8	0,0
Résultat de l'exercice	5,3	7,7	4,8	20,3
Capitaux Propres - part du Groupe	100,9	110,6	118,0	133,7
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux Propres	100,9	110,6	118,0	133,7
Provisions court terme	1,3	0,8	0,2	0,0
Provisions pour IDR*	2,0	1,6	2,2	2,2
Contrats de prévoyance suisses	1,7	0,5	1,1	0,9
Litiges prud'homaux et URSSAF	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres provisions long terme	0,3	0,2	0,2	0,2
Provisions pour risques et charges	5,4	3,1	3,7	3,3
Dette financière	71,5	46,8	54,0	65,0
<i>Dont obligations locatives</i>	<i>21,7</i>	<i>18,4</i>	<i>26,3</i>	<i>24,9</i>
Trésorerie et équivalents	-32,6	-22,8	-16,1	-24,7
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	38,9	24,1	38,0	40,3
Capitaux Investis	145,2	137,8	159,7	177,3

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021, 2022, 2023, et au 30 juin 2024 de SQLI SA

*Provisions pour indemnités de départ à la retraite

Au 30 juin 2024, l'actif immobilisé de SQLI s'élève à 143,4m€ et se compose essentiellement de goodwill, des droits d'utilisation relatifs à IFRS 16 et d'autres actifs non courants.

Le goodwill du Groupe, qui résulte des acquisitions historiques et de la stratégie de croissance externe déployée, s'élève à 98,5m€ au 30 juin 2024, et représente une part importante des capitaux employés. Son évolution de +9,3m€ est liée à la cession d'Aston et à l'acquisition de Levana au cours du premier semestre 2024.

Les immobilisations incorporelles de la Société s'établissent à 3,1m€ au 30 juin 2024. Elles se composent principalement des portefeuilles clients reconnus dans le cadre d'exercices de PPA (*Purchase Price Allocation*).

Les droits d'utilisation concernent essentiellement les locaux de l'entreprise (18,1m€) dont le Groupe n'est pas propriétaire. Ces droits d'utilisation, liés aux contrats de location, s'élèvent à 22,7m€ au 30 juin 2024 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1er janvier 2018. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle doivent être inclus au bilan sous forme de droits d'utilisation et de dette locative.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 8,6m€ au 30 juin 2024, se composent essentiellement d'aménagements de locaux ainsi que de matériel informatique, d'équipements, et de mobilier.

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

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (-0,4m€ au 30 juin 2024). En raison de difficultés d'estimation suffisamment fiable de la consommation de ces déficits, la Société ne reconnaît pas d'actifs d'impôts différés sur ses reports déficitaires (36,9m€ de déficits reportables cumulés au 30 juin 2024).

Les capitaux propres de SQLI s'élèvent à 133,7m€ au 30 juin 2024. Leur évolution depuis le 31 décembre 2021 découle principalement des résultats du Groupe et notamment de la plus-value de cession d'Aston d'un montant de 17,2m€ au 30 juin 2024.

Les provisions pour risques et charges oscillent entre 3,1m€ et 5,4m€ sur la période observée. Elles s'élèvent à 3,3m€ au 30 juin 2024 et se composent principalement de provisions pour indemnités de départ à la retraite pour 2,2m€ et de contrats de prévoyance suisses pour 0,9m€.

La dette financière nette comptable de SQLI, dette locative IFRS 16 et autres passifs financiers non courants compris, s'élève à 40,3m€ au 30 juin 2024.

À la suite du succès de l'OPA 2021, SQLI a restructuré son endettement en février 2022, les dettes historiques ont été remboursées et un financement unitranche de 28,0m€ (remboursement in fine à 7 ans) a été mis en place auprès de Tikehau ainsi qu'une ligne de CAPEX¹¹ dont 9m€ ont été tirés pour financer l'acquisition de Levana en février 2024. Au titre de cette acquisition, une dette d'*earn-out* a été comptabilisée pour 3,3m€ correspondant au complément de prix minimum qui sera payé par la Société en 2025 et 2026. La dette financière se compose également d'une dette locative IFRS 16 de 24,9m€ (38,2% de l'endettement financier) et de trésorerie pour 24,7m€ au 30 juin 2024.

¹¹ CAPEX (Capital Expenditures) - ligne de crédit d'un montant total de 20m€ ayant vocation à financer les acquisitions.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

SQLI - Besoin en Fonds de Roulement				
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/06/2024
Créances clients et comptes rattachés*	72,6	71,8	72,0	77,2
en jours de CA	118 jours	107 jours	105 jours	112 jours
Créances fiscales et sociales	13,7	15,2	18,1	21,6
en jours de CA	22 jours	23 jours	26 jours	31 jours
Charges constatées d'avance	3,2	3,0	3,7	5,5
en jours de CA	5 jours	4 jours	5 jours	8 jours
Autres créances**	0,2	0,9	0,8	2,6
en jours de CA	0 jours	1 jours	1 jours	4 jours
Actif courant	89,8	90,9	94,5	107,0
en jours de CA	145 jours	135 jours	137 jours	155 jours
Dettes fournisseurs	-18,9	-19,6	-19,1	-20,4
en jours de CA	-31 jours	-29 jours	-28 jours	-29 jours
Dettes fiscales et sociales	-34,5	-32,5	-31,9	-36,2
en jours de CA	-56 jours	-48 jours	-46 jours	-52 jours
Avances et acomptes reçus	-1,2	-1,1	-1,3	-1,4
en jours de CA	-2 jours	-2 jours	-2 jours	-2 jours
Passifs sur contrats (PCA)	-18,2	-23,7	-17,0	-14,2
en jours de CA	-29 jours	-35 jours	-25 jours	-21 jours
Autres dettes diverses	-1,4	-1,4	-0,4	-0,5
en jours de CA	-2 jours	-2 jours	-1 jours	-1 jours
Passif courant	-74,2	-78,3	-69,7	-72,6
en jours de CA	-120 jours	-116 jours	-101 jours	-105 jours
BFR	15,6	12,6	24,8	34,3
Retraitement des autres dettes diverses	1,4	1,4	0,4	0,5
BFR ajusté	17,0	14,0	25,2	34,8
Chiffre d'affaires	225,4	245,9	251,2	126,4
BFR ajusté en jours de CA	27 jours	21 jours	37 jours	50 jours
BFR ajusté en % de CA	7,5%	5,7%	10,0%	13,8%

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021, 2022 et 2023 et au 30 juin 2024 de SQLI SA

* Dont actifs sur contrats (FAE = Factures à établir) et fonds de garantie auprès du factor

**Principalement des avances et acomptes fournisseurs

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif sur la période observée. Le BFR de SQLI se compose principalement de créances clients et comptes rattachés, de créances et dettes fiscales et sociales ainsi que de dettes fournisseurs.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de passifs sur contrats¹² (14,2m€) et de charges constatées d'avance (5,5m€) et d'autres créances et dettes courantes diverses.

Au 31 décembre 2023, le BFR est en forte augmentation en s'établissant à 37 jours de chiffre d'affaires contre 21 jours au 31 décembre 2022 en lien avec une diminution des produits constatés d'avance lesquels étaient exceptionnellement élevés fin 2022.

D'après les informations communiquées par le management, le BFR se caractérise par une saisonnalité du fait de la hausse des factures à établir en cours d'année (29 jours de chiffre d'affaires au 30 juin 2024 contre 14 jours au 31 décembre 2023) en lien avec le processus de règlement des clients privilégiant des facturations en fin d'année. A ce titre, le BFR s'établit à 34,8m€ au 30 juin 2024 soit 50 jours de chiffre d'affaires et s'affiche en forte augmentation par rapport au 31 décembre 2023 (37 jours de chiffre d'affaires).

¹² Les passifs sur contrats correspondent aux prestations facturées qui excèdent les prestations produites et valorisées à l'avancement (produits constatés d'avance)

Par ailleurs, d'après nos échanges avec le management, le BFR devrait augmenter progressivement en raison de l'allongement des délais de règlement de la majorité des clients, en particulier en France. Cela est partiellement lié aux taux d'intérêt actuels plus élevés que par le passé, qui permettent aux clients de générer des produits financiers en retardant leurs paiements.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 23 novembre 2021, Synsion BidCo a déposé un projet d'offre publique d'achat sur SQLI, à savoir l'OPA 2021, déclaré conforme par l'AMF le 21 décembre 2021. A l'issue de la réouverture de cette offre publique, Synsion BidCo détenait 66,63% du capital et au moins 63,75% des droits de vote de SQLI. L'Initiateur a par la suite procédé à diverses acquisitions portant sa détention au capital de la Société, à la date du Projet de Note d'Information, à 3.968.872 actions SQLI représentant 85,0% du capital de la Société et 82,4% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre repose sur le même constat que celui évoqué dans le cadre de l'OPA 2021, à savoir que le fonctionnement opérationnel de la Société en cas de sortie de cote serait simplifié au vu des dispositions auxquelles sont soumises les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échanges sur les actions SQLI sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour SQLI.

L'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. Il n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société à l'issue de l'Offre.

Par ailleurs, l'Initiateur est une société holding et un gestionnaire de fonds d'investissement qui contrôle déjà la Société depuis la clôture de l'OPA 2021. Par conséquent, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. Il pourra examiner l'opportunité d'une cession directe ou indirecte de la Société dans le cadre de la revue régulière de ses participations.

Enfin, si les résultats de l'Offre le permettent, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre un Retrait Obligatoire sur les actions de la Société. En effet, dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SQLI, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions SQLI non apportées à l'Offre (le « Retrait Obligatoire »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SQLI non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 54,00€ par action. Dans le cas où l'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des actions SQLI du marché réglementé d'Euronext Paris.

1.2.2 - Termes de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé à titre volontaire en application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF. L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivant du Règlement Général de l'AMF.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détenait 3.968.872 actions SQLI représentant 85,03% du capital de la Société.

A notre connaissance, le capital social de la Société était réparti comme suit à la date du Projet de Note d'Information :

SQLI - Détail de l'actionnariat				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
DBAY Advisors Limited*	3 968 872	85,0%	3 968 872	82,4%
Autocontrôle	5 377	0,1%	5 377	0,1%
Public	693 607	14,9%	843 526	17,5%
Total	4 667 856	100,0%	4 817 775	100,0%

*Post acquisition des titres détenus par Amiral Gestion

Source : Projet de Note d'Information

A notre connaissance, depuis la date du Projet de Note d'Information et à la date du 11 octobre inclus, l'Initiateur a acquis sur le marché 156.506 actions, soit un total de 4.125.378 actions d'ores et déjà détenues par l'Initiateur.

Dans la mesure où l'Offre porte sur la totalité des actions SQLI en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, à l'exclusion :

- des 5.377 actions détenues par la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur ; et
- des 50.105 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022¹³ (les « AGA 2022 ») en période de conservation dont les bénéficiaires ont d'ores et déjà, à la date du Projet de Note d'Information, conclu un mécanisme de liquidité.

Compte tenu de ces éléments, l'Offre porterait donc sur 643.502 actions SQLI.

Il est par ailleurs précisé que ne seront pas visées par l'Offre, les actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition expirera après la date estimée de clôture de l'Offre, ce qui concerne :

- les 4.500 actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'attributions gratuites d'actions de 2021 ; et
- les 107.231 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022 dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre.

Les titulaires d'AGA 2022 bénéficieront d'un mécanisme de liquidité dont les caractéristiques sont présentées dans la section 5.1.3 -, étant rappelé que les titulaires d'AGA 2021 (tel que ce terme est défini ci-après) bénéficient d'un mécanisme similaire de liquidité conclu dans le cadre de l'OPA 2021.

À l'exception des actions gratuites susmentionnées, il n'existe, à la date du Projet de Note d'Information, aucun titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des actions SQLI apportées à l'Offre au prix de 54,00€ par action.

En cas de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions SQLI non détenues par l'Initiateur seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 54,00€ par action.

¹³ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 23 juin 2022.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009. Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » dont la sortie chez DALLOZ est prévue fin octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Maxime Hazim, Associé, a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2 et auprès de clients et organismes de formation (CCEF, etc.)

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et participe activement aux groupes de travail de ces associations.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim, signataires de la présente expertise indépendante, ont été assistés dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Yassine Chennaoui, Manager, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 5 ans d'expérience (dont l'essentiel passé sur des missions d'évaluation) au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Guillaume Rigaud, Analyste Senior, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Arnaud Delacour, Analyste, diplômé du Msc Corporate Finance de Kedge Business School. Il a rejoint Crowe HAF en août 2023 où il effectue des missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Cinq missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Galimmo par la société Carmila (Septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Osmozis par la société Passman Corp (Mai 2024, Etablissement présentateur : CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Avril 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Keyrus par la société K Eagle Investment (Juin 2023, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ; et

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement présentateur : Banque ODDO BHF).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société SQLI au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 80.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 350 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de SQLI, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de SQLI et le comité ad hoc ;
- analyse du plan d'affaires de SQLI ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse de l'OPA 2021 ;
- analyse des acquisitions de titres sur le marché et hors marché et dans le cadre du mécanisme de liquidité postérieurement à l'OPA 2021 ;
- analyse de l'acquisition d'un bloc d'actions auprès d'Amiral Gestion ;
- analyse des engagements d'apport à l'Offre.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action SQLI ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à SQLI ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de SQLI (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de SQLI par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre principal)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère SQLI ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Référence aux objectifs de cours des analystes (référence écartée)

- analyse de la note du seul analyste suivant la valeur de la Société.

Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (références écartées)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour SQLI ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Analyse des accords connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de SQLI sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires (pas d'observations reçues)

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de SQLI

2.6.2 - Calendrier de l'étude

La proposition d'intervention de Crowe HAF a été présentée le 31 juillet 2024 au comité ad hoc, incluant notamment le programme de travail, le calendrier indicatif d'intervention et les modalités et méthodologies de conduite des travaux.

Le Conseil d'Administration de SQLI a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant, le 29 août 2024.

Notre mission s'est déroulée du 29 août 2024 au 16 octobre 2024. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 29 août au 6 septembre 2024 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la société SQLI et ses conseils.
 - o Réunion de kick-off avec le comité ad hoc le 2 septembre 2024.
 - o Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles. Echanges avec la direction de SQLI sur les états financiers et les données prévisionnelles.
- Du 9 septembre au 18 septembre 2024 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse de la note d'analyste, analyse des transactions récentes sur le capital, travaux de valorisation.
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
 - o Echanges avec l'établissement présentateur et le conseil juridique de l'Initiateur et de la Société.
 - o Réunion intermédiaire de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration (18 septembre 2024).
- Du 19 septembre au 16 octobre 2024 :
 - o Analyse des accords connexes à l'Offre.
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante.
 - o Présentation des travaux et 3^{ème} échange avec le comité ad hoc (14 octobre 2024).

- Présentation du rapport au comité ad hoc (14 octobre 2024) et au Conseil d'Administration de SQLI (16 octobre 2024).

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

SQLI (Société objet de l'Offre)

- M. Philippe Donche-Gay, Président Directeur Général du groupe SQLI et membre du comité ad hoc
- M. Olivier Stephan, Directeur Général Adjoint Finances
- Mme. Nathalie Mesny, Administratrice indépendante et présidente du comité ad hoc
- Mme. Ariel Steinmann, Administratrice indépendante et membre du comité ad hoc

Squire Patton Boggs (Conseil juridique du comité ad hoc)

- M. Arnaud Lafarge, Associé
- Mme. Inès Khanfir, Avocate

Bredin Prat (Conseil juridique de l'Initiateur)

- M. Jean-Benoît Demaret, Associé
- M. Charles Sahel, Avocat

Degroof Petercam (Etablissement présentateur)

- M. Franck Ceddaha, Managing Partner
- M. Cyril Temin, Managing Director
- M. Laurent Durieux, Managing Director
- M. Franck Fournier, Vice-President
- M. Alexandre Finet, Analyste

2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN) réalisée par Xerfi et publiée en juillet 2024, ainsi que les « Tendances et perspectives numériques » publiée par Numeum en juin 2024,
- la présentation des axes stratégiques de développement de la Société,
- les informations publiques sur la société SQLI, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels du groupe SQLI intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2022 et 2023,
- les rapports financiers semestriels du groupe SQLI du 30 juin 2022 au 30 juin 2024,
- les informations fournies par la Société et notamment le plan d'affaires 2024-2029 de la Société établi par la direction générale de SQLI et approuvé par le Conseil d'Administration le 29 août 2024,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote au 11 septembre 2024,

- les procès-verbaux des Assemblées Générales Ordinaires et Extraordinaires des exercices 2022, 2023 et 2024,
- les procès-verbaux des Conseils d'Administration des exercices 2022, 2023 et 2024,
- les procès-verbaux des décisions du Président Directeur Général de la Société établis en 2022, 2023 et 2024, notamment relatifs aux plans d'attribution gratuite d'actions,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- la note de l'analyste Oddo BHF suivant la valeur de la société SQLI,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de SQLI,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur Degroof Petercam,
- le projet de contrat de cession (*Share Purchase Agreement*) conclu avec Amiral Gestion,
- la lettre d'engagement d'apport à l'Offre de Moneta Asset Management,
- les lettres d'engagement d'apport à l'Offre concernant des actionnaires personnes physiques de SQLI,
- les informations relatives à la cession d'Aston (acte réitératif de cession) et à l'acquisition de Levana (contrat de cession de titres - « *Share Purchase Agreement* »),
- la documentation relative au mécanisme de liquidité mis en place pour les titulaires d'actions gratuites indisponibles dans le cadre de l'Offre,
- la documentation relative aux nouvelles obligations émises par Synsion Bidco (l'Initiateur) dans le cadre de l'Offre (notamment les termes et conditions).

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

A la date du Projet de Note d'Information, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 4.667.856 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation de SQLI correspond au nombre d'actions émises à la date du dépôt du projet d'Offre diminué de l'auto-détention (1.250 actions auto-détenues par la Société¹⁴) et augmenté des actions gratuites attribuées et en cours d'acquisition par leurs bénéficiaires.

En effet, le nombre d'actions en circulation a été ajusté de 111.731 titres résultant de :

- 4.500 actions attribuées gratuitement dans le cadre des plans d'attributions gratuites d'actions de 2021¹⁵ (les « AGA 2021 ») et faisant encore à ce jour l'objet du mécanisme de liquidité établi dans le cadre de l'OPA 2021, dont la période d'acquisition expirera le 12 janvier 2025,
- 107.231 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022¹⁶, en cours d'acquisition.

Ces titres ne seront pas visés par l'Offre car indisponibles à la date de celle-ci.

SQLI - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	4 667 856
- Autodétention	-1 250
Nombre d'actions en circulation	4 666 606
+ Plan d'AGAs 2021	4 500
+ Plan d'AGAs 2022 - acquisition	107 231
Nombre d'actions pleinement dilué	4 778 337

Source : Projet de note d'information

A notre connaissance et à la date du présent rapport, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action SQLI autres que ceux évoqués ci-dessus.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 4.778.337 actions.

¹⁴ Acquisition définitive par certains bénéficiaires de plans d'AGA 2022 de 4.127 actions le 12 octobre 2024 par attribution de titres auto-détenus par la Société (1.250 = 5.377 – 4.127).

¹⁵ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 25 juin 2020.

¹⁶ Au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 23 juin 2022.

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La dette financière nette de SQLI au 30 juin 2024 se compose d'emprunts obligataires pour 36,0m€, du complément de prix minimum à payer en 2025/2026 au titre de l'acquisition de Levana pour un montant de 3,3m€, d'obligations locatives pour 24,9m€ et d'autres dettes financières (autres passifs non courants correspondant à des concours bancaires courants et des intérêts courus non échus) pour 0,8m€ ainsi que de trésorerie et équivalents de trésorerie pour 24,7m€ . La dette financière nette de SQLI s'élève ainsi à 40,3m€ au 30 juin 2024.

SQLI - Dette financière nette ajustée	
En m€	30/06/2024
Emprunts obligataires	36,0
Earn-out Levana	3,3
Obligations locatives	24,9
Autres dettes financières	0,8
= Dette financière	65,0
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-24,7
= Dette financière nette	40,3

Source : Comptes consolidés au 30 juin 2024 de SQLI

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette financière nette des éléments encaissables et décaissables au 30 juin 2024 et des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon les différentes méthodes d'évaluation retenues.

Nous avons neutralisé la dette relative aux obligations locatives (IFRS 16) pour un montant de 24,9m€ en cohérence avec notre méthodologie d'application de nos approches d'évaluation.

Il a ainsi été considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, l'instrument dérivé souscrit en 2022 auprès de la banque Palatine pour couvrir le risque de taux lié à la dette unitranche pour un montant de 0,4m€ au 30 juin 2024.

La créance de CIR d'un montant de 4,9m€ au 30 juin 2024 pour tenir compte de l'encaissement des créances à horizon 2024/2025. Nous n'avons pas actualisé la créance de CIR devant être perçue postérieurement à 2024, cette approche étant maximisatrice de valeur.

Nous avons par ailleurs considéré la partie des engagements pour indemnités de départ à la retraite ainsi que la provision relative au contrat de prévoyance suisse, comme décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur ces engagements (impôt différé actif relatif aux avantages du personnel). Au 30 juin 2024, ces engagements (nets d'IDA) s'élevaient à 2,3m€.

Suivant la même logique, nous avons également retraité la dette financière nette des provisions pour risques et charges dont le montant s'élève à 0,2m€ au 30 juin 2024, principalement relatives à un litige prud'homal.

Nous avons également retenu en ajustement de la dette financière nette les frais d'émission d'emprunt dont le montant s'élève à 1,7m€ ainsi que les autres dettes diverses pour 0,5m€ au 30 juin 2024, se rapportant principalement à des jetons de présence et des indemnités à verser au personnel.

Nous avons également neutralisé le complément de prix minimum relatif à l'acquisition de Levana au bilan pour un montant de 3,3m€ au 30 juin 2024, afin d'ajuster la dette financière nette du montant total du complément de prix, lequel s'élève à 6,7m€ après actualisation (4,0m€ en 2025 et en 2026, avant actualisation).

La dette financière nette n'intègre pas en revanche les autres actifs financiers non courants constitués de dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 1,7m€ au 30 juin 2024, correspondant essentiellement à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation.

La dette financière nette ajustée de SQLI s'élève ainsi à 18,2m€ au 30 juin 2024 et se présente comme suit :

SQLI - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En m€	30/06/2024
Dette financière nette	40,3
- Neutralisation des obligations locatives (IFRS 16)	-24,9
- Autres immobilisations financières	-0,4
- Créance de CIR	-4,9
+ Engagements pour IDR* et contrats de prévoyance Suisses**	2,3
+ Provisions pour risques et charges***	0,2
+ Dividendes mis en paiement	0,0
+ Autres dettes diverses	0,5
+ Réintégration des frais d'émission d'emprunt	1,7
- Neutralisation de l'earn-out comptabilisé en autres passifs non courants	-3,3
+ Earn-out lié à l'acquisition de Levana	6,7
= Dette financière nette ajustée	18,2

Source : Comptes semestriels au 30 juin 2024 de SQLI

*Indemnités de Départ à la Retraite

**Nets des IDA relatifs aux avantages au personnel

***Nets d'IS (25%)

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 18,2m€.

Pour la mise en œuvre des méthodes des transactions comparables, nous retiendrons la dette financière nette ajustée au 31 décembre 2023 par cohérence avec l'agrégat retenu (EBIT 2023) lequel n'intègre pas les variations de périmètre impactant la dette financière nette ajustée calculée au 30 juin 2024.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2023 s'élève à 16,0m€ et se présente comme suit :

SQLI - Dette financière nette ajustée	
En m€	31/12/2023
Emprunts obligataires	27,0
Obligations locatives	26,3
Autres dettes financières	0,8
= Dette financière	54,0
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-16,1
= Dette financière nette	38,0
- Neutralisation des obligations locatives (IFRS 16)	-26,3
- Autres immobilisations financières	-0,5
- Créance de CIR	-3,1
+ Engagements pour IDR* et contrats de prévoyance Suisses**	2,5
+ Provisions pour risques et charges***	0,3
+ Dividendes mis en paiement	3,0
+ Autres dettes diverses	0,4
+ Réintégration des frais d'émission d'emprunt	1,7
= Dette financière nette ajustée	16,0

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2023 de SQLI

*Indemnités de Départ à la Retraite

**Nets des IDA relatifs aux avantages au personnel

***Nets d'IS (25%)

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2023 intègre les mêmes ajustements qu'au 30 juin 2024 à l'exception des dividendes mis en paiement d'un montant de 3,0m€, lesquels ont été distribués le 26 juin 2024, et du complément de prix relatif à l'acquisition de Levana, l'objectif étant d'extérioriser une dette financière nette ajustée avant variation de périmètre (l'acquisition étant réalisée en 2024).

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de SQLI a été élaboré par le management de SQLI dans le cadre de l'Opération.

Ce plan d'affaires a été approuvé à l'unanimité par le Conseil d'Administration de la Société en date du 29 août 2024.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le business plan de SQLI est un business plan consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 6 ans (exercice clos au 31 décembre 2024 jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2029) et tient compte de l'évolution du périmètre du Groupe (cession de l'activité Education et acquisition de Levana). Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution attendue du niveau d'activité, des effectifs productifs (internes et sous-traitants) et des principaux indicateurs de performance (TJM¹⁷ / TACE¹⁸),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des charges de personnel mais également des charges externes (sous-traitance et frais commerciaux et généraux),
- aux investissements, amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également des crédits d'impôts recherche (CIR), au titre des frais de recherche et développement (R&D) engagés par la Société, ainsi que des frais de restructuration, la Société faisant notamment face à ces natures de charges de façon récurrente.

Pour 2024 et 2025, les prévisions ont été établies suivant un processus *top-down* afin de définir l'orientation globale, puis *bottom up* avec l'identification de plans d'actions par pays pour l'international et par ligne de service pour la France. Les estimations sur la période 2026-2029 ont ensuite été inférées de façon plus tendancielle sur la base des prévisions 2025.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des années historiques de l'activité, des résultats réalisés au 30 juin 2024 ainsi que de la croissance du marché dans lequel la Société opère et des taux de marge opérationnelle des sociétés comparables.

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)

Un test de dépréciation (« impairment test ») a été effectué au 30 juin 2024 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) France et International, étant précisé que les prévisions propres à ces UGT ont été extraites du même plan d'affaires que celui qui a été utilisé dans le cadre de nos travaux. Par ailleurs, le taux d'actualisation retenu dans le cadre des tests de dépréciation (11,5%) est légèrement supérieur à celui retenu dans nos travaux d'évaluation (11,15%).

¹⁷ Taux Journalier Moyen

¹⁸ Taux d'Activité Congé Exclus

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de SQLI. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la Société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres) au 30 juin 2024 s'élève à 133,7m€, soit une valeur de 28,64€ par action. Le prix d'Offre proposé de 54,00€ offre une prime de 88,5% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette référence.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de SQLI dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur SQLI ne faisant l'objet d'un suivi régulier que par un seul analyste financier (Oddo BHF) ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de l'action SQLI.

Par ailleurs, la dernière note d'analyse d'Oddo BHF date du 15 mars 2024 (avant annonce de l'opération au marché), lendemain de l'annonce des résultats annuels 2023. L'analyste d'Oddo BHF affichait un cours cible à 44,30€, supérieur au dernier cours de clôture du 14 mars 2024 (41,80€), et une recommandation sur le titre (« neutre ») en phase avec son objectif de cours.

A titre indicatif, le prix d'Offre de 54,00€ fait ressortir une prime de 21,9% sur le cours cible affiché le 15 mars 2024 par Oddo BHF, seul analyste suivant le titre SQLI.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Au cours des cinq derniers exercices, SQLI n'a versé des dividendes qu'en 2024 au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2023. L'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est donc pas pertinente dans le cas de la société SQLI.

Par ailleurs, cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la Société à générer des flux.

Nous avons donc écarté cette méthode.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- La référence aux transactions récentes sur le capital de la Société,
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- La méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,
- La méthode des transactions comparables,
- La référence au cours de bourse.

3.3.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société

Cette approche consiste à analyser la valeur de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes et/ou en cours de réalisation sur le capital de la Société.

Les transactions sur le capital de la Société auxquelles il est fait référence sont les suivantes :

- Transfert à l'Initiateur par voie d'apport en nature de 1.319.004 titres en novembre 2021 suivi de l'acquisition de 1.754.076 titres entre décembre 2021 et février 2022 dans le cadre de l'OPA 2021 ;
- Acquisition de 789.019 titres sur le marché et hors marché entre mars 2022 et octobre 2023 ;
- Acquisition de 34.270 titres au titre du mécanisme de liquidité mis en place dans le cadre de l'OPA 2021 entre janvier 2023 et mai 2024 ;
- Acquisition d'un bloc de titres auprès d'Amiral Gestion en septembre 2024.

Les opérations d'acquisitions de titres ont permis à l'Initiateur de détenir à la date du dépôt du projet d'Offre, 3.968.872 actions SQLI représentant 85,03% du capital et 82,38% des droits de vote théoriques de la Société.

Il n'existe à notre connaissance aucune autre transaction récente significative sur le capital de la Société.

3.3.1.1 - Référence à l'OPA 2021

Préalablement au dépôt de l'OPA 2021, le 22 novembre 2021, Surible TopCo (société contrôlée par un fonds d'investissement géré par des entités elles-mêmes contrôlées par DBAY Advisors), alors actionnaire de référence de la Société suite à une prise de participation substantielle en 2019, a transféré par voie d'apport en nature à l'Initiateur l'ensemble de ses actions SQLI, soit 1.319.004 actions représentant alors 28,6% du capital et 26,8% des droits de vote théoriques de la Société. Cette opération a été réalisée sur la base d'un prix par action SQLI de 31,0€.

A la suite de cette opération, le 23 novembre 2021, Synsion BidCo a déposé un projet d'offre publique d'achat déclaré conforme par l'AMF le 21 décembre 2021 visant l'intégralité des titres SQLI non encore détenus, pour un prix d'offre de 31,00€.

A l'issue de l'OPA 2021, Synsion BidCo détenait 66,63% du capital et au moins 63,75% des droits de vote de SQLI.

Le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 74,2% par rapport au prix d'offre retenu dans le cadre de l'OPA 2021 (31,00€).

3.3.1.2 - Transactions historiques sur le capital de la Société

Postérieurement à l'OPA 2021, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 789.019 titres sur le marché et hors marché entre mars 2022 et octobre 2023, dont le détail est présenté dans le tableau ci-après :

Analyse des acquisitions de la société SynsionBidco dans SQLI		
Date d'acquisition	Nombre d'actions SQLI acquises	Prix unitaire d'acquisition
mars-22	127	30,60 €
mars-22	177	30,30 €
mars-22	203	29,70 €
mars-22	114	30,20 €
mars-22	144	29,25 €
juin-22	260 168	38,50 €
juil-22	994	35,88 €
juil-22	325	35,91 €
juil-22	312	36,00 €
juil-22	34	36,00 €
juil-22	130	35,88 €
déc-22	416 485	44,25 €
mars-23	14 406	42,60 €
mars-23	10 400	43,00 €
oct.-23	42 500	47,00 €
oct.-23	42 500	47,00 €
Moyenne pondérée		42,57 €
<i>Prix d'Offre</i>		<i>54,00 €</i>
<i>Prime extériorisée</i>		<i>26,8%</i>

Source : *Projet de Note d'information, AMF*

Le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 26,8% par rapport au prix par action moyen ressortant des acquisitions effectuées sur le marché et hors marché postérieurement à l'OPA 2021, lequel s'établit à 42,57€.

Par ailleurs, le prix d'Offre proposé reste plus élevé et offre une prime sur le prix d'acquisition le plus important observé (47,00€) de 14,9%.

3.3.1.3 - Acquisition dans le cadre du mécanisme de liquidité mis en place dans le cadre de l'OPA 2021

Dans le cadre de l'OPA 2021, l'Initiateur a notamment offert aux titulaires d'AGA le bénéfice d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses croisées d'achat et de vente entre ces bénéficiaires et l'Initiateur.

De manière synthétique, le prix fixé au titre de ce mécanisme de liquidité correspond à l'application du multiple d'EBITDA induit par le prix d'offre de l'OPA 2021, à l'EBITDA consolidé du groupe SQLI des 12 derniers mois, minoré de la dette financière nette.

Dans ce cadre, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 34.270 titres entre janvier 2023 et mai 2024, dont le détail est présenté dans le tableau suivant :

Analyse des acquisitions de la société SynsionBidco dans SQLI		
Date d'acquisition	Nombre d'actions SQLI acquises	Prix unitaire d'acquisition
janv.-23	1 025	41,88 €
mai-23	18 480	50,64 €
juil.-23	1 538	50,64 €
juil.-23	1 025	50,64 €
déc.-23	1 025	42,79 €
janv.-24	1 025	50,64 €
févr.-24	4 616	42,79 €
mai-24	5 536	44,29 €
Moyenne pondérée		48,06 €
<i>Prix d'Offre</i>		<i>54,00 €</i>
<i>Prime extériorisée</i>		<i>12,4%</i>

Source : *Projet de Note d'information, AMF*

Le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 12,4% par rapport au prix par action moyen ressortant des acquisitions effectuées dans le cadre de ce mécanisme de liquidité, lequel s'établit à 48,06€.

A titre informatif, le prix d'Offre de 54,00€ induit une prime de 6,6% sur le prix le plus élevé ayant été payé au cours des 12 derniers mois (50,64€).

3.3.1.4 - Référence à l'acquisition d'un bloc par l'Initiateur

L'Initiateur a conclu, le 19 septembre 2024, un contrat d'acquisition (« *Share Purchase Agreement* ») avec Amiral Gestion portant sur l'acquisition d'un bloc de 72.503 actions SQLI (l'« Acquisition de Bloc »), correspondant à l'intégralité de la participation d'Amiral Gestion dans la Société, représentant 1,55% du capital et 1,50% des droits de vote théoriques de la Société.

Les termes et conditions relatifs à l'Acquisition de Bloc prévoient que celle-ci soit effectuée à un prix unitaire égal au prix d'Offre, soit 54,00€, assorti d'un complément de prix à la hausse au bénéfice d'Amiral Gestion, dans l'hypothèse où l'Initiateur vient à déposer une offre publique d'achat (l'« Offre Publique ») déclarée conforme par l'AMF et qui ne devient pas caduque ultérieurement, à un prix en numéraire par action de la Société supérieur au prix initial par action de SQLI, dans les 6 mois suivant l'Acquisition de Bloc.

Le complément est fixé au montant de la différence positive entre le prix d'une telle Offre Publique par action de la Société et le prix initial par action de SQLI (54,00€), multiplié par le nombre d'actions de la Société constituant le bloc d'actions, de telle manière que Amiral Gestion perçoive in fine un prix total égal à celui qu'il aurait perçu s'il avait apporté ses actions de la Société à l'Offre Publique. Ce complément constitue donc un droit de suite hypothétique applicable uniquement en cas de réalisation d'une offre publique subséquente par l'Initiateur à un prix plus élevé.

Ce complément de prix ne trouvera donc pas à s'appliquer compte tenu de l'assurance de l'Initiateur, en cas de mise en œuvre des engagements d'apport à l'Offre conformément à leurs termes, de franchir les seuils en capital et en droits de vote lui permettant la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire, de sorte qu'aucune offre subséquente à un prix supérieur ne sera déposée.

Le prix de cession retenu pour ces actions effectivement cédées le 23 septembre 2024 est égal au prix d'Offre (54,00€). Le prix d'Offre ne fait donc ressortir ni prime ni décote par référence à cette transaction.

Par ailleurs, l'analyse du contrat d'acquisition ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.5 - Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital de SQLI consistent d'une part, en l'apport de 1.319.004 actions représentant alors 28,6% du capital et une offre publique d'achat en 2021 sur la base d'un prix par action SQLI de 31,00€, portant la participation de l'Initiateur au capital de la Société à 66,63%, et d'autre part en l'acquisition de 789.019 titres sur le marché et hors marché à un prix moyen de 42,57€ par action SQLI entre mars 2022 et octobre 2023, et de 34.270 titres dans le cadre d'un mécanisme de liquidité à un prix moyen de 48,06€ par action SQLI entre janvier 2023 et mai 2024.

Nous considérons les prix extériorisés dans le cadre de ces transactions comme des références car ils résultent d'opérations relativement récentes et portent sur une part significative du capital, l'ensemble de ces transactions ayant porté la détention de l'Initiateur à 83,47% du capital de SQLI.

Par ailleurs, nous considérons également comme référence l'Acquisition de Bloc auprès d'Amiral Gestion par l'Initiateur, soit l'acquisition de 72.503 actions SQLI représentant 1,55% du capital de SQLI à un prix de 54,00€, comme une référence car cette opération est récente et concomitante à l'Offre et intègre donc le même niveau d'information sur la société SQLI. Par ailleurs, bien qu'elle ne porte pas sur une part très significative du capital (< 5%), elle résulte néanmoins de négociations menées avec un investisseur institutionnel.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation de flux futurs dits « normatifs » croissant constamment à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en décembre 2029 d'après le plan d'affaires construit par la Société.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de SQLI

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

En France, SQLI anticipe un chiffre d'affaires en légère diminution en 2024 en lien avec le ralentissement du marché, suivie d'une reprise de l'ordre de +4,5% en 2025 alimentée par un portefeuille clients important.

A l'international, le chiffre d'affaires devrait afficher une croissance de +3,5% en moyenne en 2024/2025, soit un niveau de croissance en-deçà de ceux réalisés historiquement (5,6% en moyenne entre 2021 et 2023) traduisant un fléchissement du marché international jusqu'alors très dynamique, la phase d'acquisition clients étant progressivement remplacée par une phase de renouvellement.

A partir de 2026 et jusqu'à la fin du plan d'affaires, le Management prévoit une croissance de 4,0% par an.

À l'échelle du Groupe, une croissance annuelle moyenne de 3,6% sur la période 2023-2029 est ainsi attendue, traduisant la poursuite de la stratégie de développement de SQLI portée par un effet volume au travers d'*up-sell* sur l'ensemble des zones géographiques combinée à l'amélioration du taux d'activité grâce à une dynamique de recrutement réussie et à la mise en place d'outils permettant aux effectifs de gagner en pluridisciplinarité.

Les croissances décrites ci-dessus sont cohérentes avec (i) le secteur tel qu'expliqué dans la section 1.1.2.4.3 - et l'étude Numeum, qui met en exergue une croissance organique des entreprises françaises de services numériques de 4,1% en 2023 et de 2,1% en 2024, et (ii) avec les comparables boursiers sur la période prévisionnelle (cf. section 3.3.3.2 -).

Analyse de la marge de ROC

Le ROC prévisionnel de SQLI correspond à son chiffre d'affaires diminué de l'ensemble des charges d'exploitation (coûts directs et indirects) et des dotations aux amortissements (hors impact de la norme IFRS 16).

Le plan d'affaires repose sur l'hypothèse d'un fort redressement de la marge de ROC qui devrait augmenter en 2025 et ensuite se stabiliser sur le reste de la durée du plan d'affaires pour atteindre 11,0% en 2029.

L'évolution à la hausse de la marge de ROC de SQLI sur la période 2024-2025 s'explique d'une part, par la rationalisation des coûts directs en lien avec la volonté d'internaliser certaines ressources, combinée à l'amélioration du taux de marge des sous-traitants à compter de 2025, à l'augmentation du TACE et à l'optimisation du *delivery management*¹⁹.

D'autre part, le management de SQLI prévoit de réduire ses coûts indirects grâce à la réduction de l'inactivité et des frais qui y sont liés, ainsi que ses coûts de support au travers d'un plan des frais généraux dont les effets devraient être progressivement visibles à partir de 2024, permettant à la Société de voir sa marge de ROC progresser d'environ 2% à horizon 2025.

Un CIR de 3,6m€ est anticipé en 2024-2025, globalement cohérent avec les niveaux de CIR historiques (en moyenne 1,2% sur la période 2021-2023), soit 1,4% du chiffre d'affaires. Nous comprenons que la Société devrait continuer à percevoir le CIR dans les années futures dans la

¹⁹ Animation de la relation client, des équipes et pilotage global de la prestation

mesure où elle poursuivra ses activités de recherche et développement en cohérence avec sa stratégie d'innovation. A partir de 2026, le CIR devrait s'établir à 1,4% du chiffre d'affaires.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT prévisionnel de SQLI correspond au ROC diminué des charges non courantes récurrentes.

Le plan d'affaires prévoit des coûts de restructuration ainsi que d'autres charges non courantes récurrentes représentant 1,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires.

Ainsi, porté par l'amélioration du taux de marge de ROC, le taux de marge d'EBIT devrait augmenter progressivement sur la durée du plan d'affaires pour atteindre 10% à l'horizon du plan d'affaires (supérieur au taux de marge d'EBIT médian des sociétés comparables).

Analyse du résultat opérationnel

Le résultat opérationnel correspond à l'EBIT diminué des autres charges et produits opérationnels non courants non récurrents. Le plan d'affaires prévoit des charges non courantes non récurrentes uniquement en 2024 et en 2025 pour respectivement 2,0m€ et 1,0m€. Au-delà, le taux de marge opérationnelle de SQLI devrait progresser corrélativement au taux de marge d'EBIT.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur d'entreprise, d'une économie d'impôt de 5,9m€ liée aux déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2023 (35,3m€), qui a été calculée en actualisant au coût du capital l'économie d'impôt générée par l'apurement des déficits sur la base des prévisions du plan d'affaires.

CVAE, CIR et impôt retenu

La Société anticipe un niveau de CVAE représentant environ 0,1% du chiffre d'affaires sur la période 2024-2027, cette cotisation étant supprimée au-delà. Cette prévision apparaît cohérente au regard du niveau de CVAE observé en 2023 pour SQLI (0,1%).

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), d'un niveau estimé s'établissant en moyenne 1,4% du chiffre d'affaires, a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires, en le déduisant de la base imposable (produit non imposable fiscalement), tout en prenant en compte le flux de trésorerie qu'il représente (dans le ROC).

SQLI opérant dans plusieurs zones géographiques, une estimation de l'impôt sur la période du plan d'affaires a été réalisée pour chaque périmètre (France / International). Le calcul de l'impôt repose sur le taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2023 et la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices²⁰ (25,83%), et sur le taux d'impôt du périmètre International²¹ estimé par moyenne pondérée en fonction de la contribution de chaque pays qui le composent (22,83%), respectivement appliqués à l'EBIT prévisionnel du périmètre France et International.

²⁰ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€ après déduction du CIR.

²¹ En considérant une contribution au ROC par pays identique à celle observée en 2023

Le taux d'impôt effectif à l'échelle du Groupe s'élève ainsi à 23,3% en 2024 pour atteindre 23,8% à l'horizon du plan.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique constatée dans le marché des ESN. Historiquement, sur les 4 dernières années (2020-2023), les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles se sont élevées en moyenne à moins de 1,2% du chiffre d'affaires.

Les investissements sont principalement destinés à financer du matériel de bureau ainsi que l'aménagement et l'agencement des locaux et les projets de R&D. Le niveau d'investissements devrait rester relativement stable à environ 1,1% du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires. Les données historiques apparaissent ainsi en cohérence avec les niveaux d'investissements projetés.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en 1.1.2.7 - de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux empiriques observés, considérés par le management comme normatifs et hors impacts de saisonnalité. A ce titre, les prévisions de BFR de la Société reposent sur le niveau observé au 31 décembre 2023 (37 jours de chiffre d'affaires) à l'échelle du Groupe, et tendent à augmenter progressivement afin de s'établir à 48 jours de chiffre d'affaires en 2029.

Cette augmentation est liée à l'allongement des délais de paiement due à des processus de paiement à la fois complexes et individualisés auprès des clients grands comptes, tel qu'observé sur l'historique récent (27 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 à 37 jours au 31 décembre 2023).

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et des résultats semestriels 2024, les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes en termes de croissance du chiffre d'affaires mais également volontaristes en termes de niveaux de marge.

Dans un premier temps, ces hypothèses reposent sur un ralentissement de la croissance en 2024, qui est conforté d'une part par le chiffre d'affaires réalisé à fin juin 2024 (cf. section 1.1.2.6 -) et d'autre part par les prévisions de croissance du marché des ESN (cf. section 1.1.2.4.3 -). Quand bien même un ralentissement de la croissance est attendu en 2024, les hypothèses de croissance du plan d'affaires restent cohérentes sur la période 2025-2029, le déterminant principal de la croissance résidant dans la capacité de la Société à générer un volume d'activité élevé combiné à une amélioration du TACE²². Elles sont, par ailleurs, plus élevées au regard de la croissance moyenne que SQLI a pu réaliser historiquement entre 2017 et 2023 (environ +2,9%, incluant des croissances externes²³ et des périodes fortement affectées par la Covid-19).

Dans un second temps, le plan d'affaires apparaît également volontariste sur les hypothèses de rentabilité, lesquelles reposent, d'une part sur la rationalisation des coûts directs dans un contexte inflationniste (notamment concernant les coûts de sous-traitance) au sein d'un marché particulièrement compétitif, et d'autre part, sur une hypothèse forte de réduction des coûts indirects (frais d'inactivité) et des coûts de support conduisant à un fort redressement de la

²² Taux d'Activité Congé Exclus

²³ Acquisitions réalisées en 2017 (#2), 2018 (#1) et 2020 (#1)

rentabilité notamment en France, portant ainsi la progression de l'EBIT consolidé. Le taux de marge opérationnelle s'établissant à 10% à l'horizon 2029, reste par ailleurs ambitieux au regard des marges opérationnelles observées sur la période historique 2017-2023 (entre 2,1% et 6,3% de taux de marge opérationnelle hors IFRS 16). De surcroit, ce taux de marge est légèrement supérieur à celui observé sur les consensus d'analystes suivant les comparables boursiers.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du Groupe sur la période 2024 – 2029, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

SQLI - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
ROC retraité d'IFRS 16	Résultat Opérationnel Courant pré IFRS 16
- Charges non courantes récurrentes	
= EBIT retraité d'IFRS 16	
- Autres charges et produits opérationnels non courants	
= Résultat Opérationnel retraité d'IFRS 16	
- CVAE	
= Résultat Opérationnel retraité d'IFRS 16 post CVAE	
- Impôt effectif sur résultat opérationnel (hors CIR)	
- Impôt sur plus-value de cession (Aston)	
+ Neutralisation des charges liées aux plans d'AGA	
+ Amortissements	Hors amortissements liés à IFRS 16
- Investissements	
+/- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} octobre 2024.

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		SQLI
Taux sans risque	(1)	3,02%
Prime de risque du marché	(2)	5,98%
Beta désendetté	(3)	0,95
Gearing	(4)	6,8%
Beta endetté	(5)	1,00
Prime de taille	(6)	2,44%
Coût des capitaux propres	(7)	11,46%
Coût de la dette	(8)	8,9%
Taux d'IS	(9)	23,8%
Coût de la dette après impôts		6,7%
D/(D+CP)	(10)	6,4%
CP/(D+CP)		93,6%
Coût moyen pondéré du capital		11,15%

(1) OAT 10 ans - Moy. 3 mois au 13/09/2024

(2) Fairness Finance - Moy. 3 mois au 30/08/2024

(3) Médiane 1 an des comparables

(4) Gearing de la Société - g = D/CP

(5) Formule de Hamada

(6) Ibbotson

(7) Formule du MEDAF

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(10) $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d’actualisation résultant de notre approche court terme s’élève à 11,15%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,02% correspondant à la moyenne 3 mois au 13 septembre 2024 du taux de rendement des OAT françaises d’échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,98% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en août 2024 ;
- un gearing de 6,8%, correspondant au gearing de la Société au moment de l’opération basé sur une valeur des capitaux propres induite du prix d’Offre ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d’une action et les fluctuations du marché. Il s’obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l’ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,95 retenu correspond à la médiane des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à SQLI affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 15%. Il regroupe les sociétés Digia Oyj, Aubay, Infotel SA et Sopra Steria Group SA ;
- la prime de taille retenue (2,44%), fondée sur l’étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (Ex Duff & Phelps) en décembre 2022, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l’écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 8,9% correspondant au dernier taux d’intérêt connu de la dette obligataire levée auprès de Tikehau (EURIBOR 3 mois + 5% de marge) ;
- un taux d’imposition normatif de 23,8% en lien avec le taux d’imposition effectif retenu sur l’horizon normatif du plan d’affaires.

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l’horizon du plan d’affaires (décembre 2029) à partir d’un flux de trésorerie disponible normatif et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l’infini estimé à 2,0%, déterminé d’après le taux de croissance anticipé de l’économie sur le long terme ;
- Un niveau de marge de ROC pré IFRS 16 de 11,0% du chiffre d’affaires correspondant au niveau de marge constaté sur la dernière année de la période prévisionnelle (2029) ;
- Un taux d’impôt normatif de 23,8% équivalent à celui retenu à l’horizon explicite du plan d’affaires (2029) ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l’infini, soit 1,1% du chiffre d’affaires ;
- Un besoin en fonds de roulement calculé à hauteur de 13,2% du chiffre d’affaires (48 jours de chiffre d’affaires), et une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l’infini.

3.3.2.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	En m€
Flux de trésorerie actualisés cumulés	83,2
Valeur terminale actualisée	153,1
Valeur d'entreprise	236,3
Dette financière nette ajustée	-18,2
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportable	5,9
Valeur des capitaux propres	224,0
Nombre d'actions (en milliers)	4 778
Valeur par action (€)	46,87 €
Prix d'Offre (€)	54,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	15,2 %

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 224,0m€.

La valeur unitaire de l'action SQLI s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 46,87€.

Le prix d'Offre de 54,00€ induit une prime de 15,2% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.2.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
CMPC	10,65%	47,94 €	49,74 €	51,76 €
	11,15%	45,30 €	46,87 €	48,63 €
	11,65%	42,93 €	44,31 €	45,84 €

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 44,31€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 11,65%) et 49,74€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,65%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 46,87€.

3.3.3 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats de la société SQLI les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celles de SQLI.

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses que nous avons effectuées, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité de SQLI.

Sur le marché des Entreprises de Services du Numérique (ESN), nous avons identifié dans un premier temps des sociétés telles que Micropole et Visiativ. Néanmoins, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en matière de modèle économique et d'activité avec SQLI, ces sociétés n'ont pu être retenues dans l'échantillon car elles font l'objet d'offres publiques d'achat, respectivement annoncées en février et mai 2024, entraînant un ajustement de leurs cours de bourse à un niveau proche du prix d'offre depuis ces dates. Nous les avons toutefois retenues dans notre échantillon de transactions comparables dans la mesure où les offres publiques visant leurs titres ont été effectuées récemment.

Nous avons également identifié les sociétés SII, Umanis ou encore Groupe Open parmi les ESN françaises de taille intermédiaire. Ces sociétés ayant fait l'objet d'offres publiques d'achat suivies de retraits de la cote, nous ne les avons pas retenues dans notre échantillon de sociétés cotées comparables. Nous les avons en revanche également intégrées à notre échantillon de transactions comparables.

Enfin, nous avons aussi identifié la société Keyrus qui n'a pas été retenue en raison de l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés évoluant dans le secteur des ESN et réalisant comme SQLI des prestations de conseil en transformation IT et digitale.

Afin de tenir compte des spécificités de SQLI (activité, taille, etc.) et appliquer des multiples pertinents, nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés dont :

- la capitalisation boursière est inférieure à 5,0 milliards d'euros ;
- le cours de bourse est suivi par au moins deux analystes (brokers) ;
- la cotation est en Europe ;
- le chiffre d'affaires est réalisé en France et à l'international afin d'obtenir une exposition géographique globale de notre échantillon proche de celle de SQLI (53% du chiffre d'affaires en France et 47% à l'international au 31 décembre 2023) ; et
- l'activité s'adresse à une pluralité de marchés (automobile, assurance, santé, banque, télécoms etc.).

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés suivantes :

- Capgemini et Accenture car celles-ci présentent des tailles significativement supérieures à SQLI (respectivement 32,2 milliards d'euros et 189,1 milliards d'euros de capitalisation boursière au 20 septembre 2024) ;
- Neurones et Nextedia car ces sociétés sont suivies par un seul analyste, ce qui remet en cause la fiabilité des prévisions financières ;
- Assystem et Alten lesquelles se distinguent par des modèles d'affaires principalement axés sur l'ingénierie (70 % du chiffre d'affaires d'Alten est dédié à l'ingénierie en 2023, notamment dans les secteurs de l'aérospatial et de la défense / Assystem est davantage orientée vers les secteurs de l'énergie et du nucléaire) ;
- Wavestone car cette société a des activités relativement différentes de SQLI en proposant notamment des prestations de conseil en management et stratégie. Par ailleurs, les niveaux de croissance et de marges sont également sensiblement différents à ceux de SQLI et des autres sociétés comparables identifiées ;
- Linedata et Sword Group, ces deux sociétés ont été écartées en raison de leur modèle d'affaires orienté sur l'édition de logiciels ;
- Sogclair et Cegedim car elles se positionnent comme des spécialistes sectoriels. Sogclair est particulièrement axée sur les industries de l'aérospatial, de la défense et de l'aéronautique, tandis que Cegedim se concentre sur le secteur du médical ; et
- Atos, la société étant actuellement en difficulté financière et faisant l'objet d'une procédure de conciliation amiable. Les difficultés du Groupe ont entraîné un effondrement du cours se traduisant par des prévisions d'analystes et une valeur d'entreprise inexploitable.

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc les sociétés européennes présentes dans le secteur des ESN suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Digia Oyj	Finlande	155	192
Aubay Société Anonyme	France	481	534
Infotel SA	France	266	308
Sopra Steria Group SA	France	3 581	5 805
Médiane		374	421

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 20/09/2024

Nous avons retenu quatre sociétés comparables à SQLI opérant dans le marché des ESN :

- Digia Oyj est une société finlandaise qui fournit des prestations aux entreprises (e-commerce, systèmes internes, CRM, progiciels de gestion, etc.), propose une offre data, et des prestations de conseils pour améliorer l'expérience clients, optimiser les données et mieux gérer les systèmes informatiques. Digia Oyj s'adresse principalement à des professionnels de l'industrie, des services financiers, du secteur public, ainsi que d'autres secteurs. Digia Oyj opère quasiment exclusivement en Finlande (plus de 91% du chiffre d'affaires 2023). La société est cotée à la bourse de Helsinki et a réalisé 192m€ de chiffre d'affaires en 2023.
- Aubay est une société de services informatiques française proposant des prestations de conseil technologique, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance majoritairement auprès d'acteurs de la banque (39% du chiffre d'affaires) et de l'assurance (20% du chiffre d'affaires). Les prestations couvrent l'ensemble du cycle des projets IT (du conseil métier et technique à la prise en charge d'applications dans des centres de services dédiés). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 534m€ en 2023 dont 50% en France.
- Infotel est une société de services informatiques française intervenant majoritairement auprès de grands comptes du secteur bancaire (39% du chiffre d'affaires) et de l'industrie (28% du chiffre d'affaires) dans le cadre de prestations de services informatiques (conseil, études et audit de systèmes d'informations, infogérance, maintenance etc.). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 308m€ en 2023 dont 90% en France.
- Sopra Steria est une société française qui offre des prestations de conseil et d'intégration de systèmes, des services d'édition de solutions métiers, d'infrastructures, de Cloud et de services métiers. Sopra Steria s'adresse principalement à des professionnels de l'industrie (30% du chiffre d'affaires), du service (25% du chiffre d'affaires) et du secteur public (19% du chiffre d'affaires). La société a réalisé 47% de son chiffre d'affaires en France et 53% à l'international en 2023. Sopra Steria est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 5,8mds€ en 2023.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2020 et 2026 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables						
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires					
	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26
Digia Oyj	12,1%	9,5%	12,5%	6,4%	3,1%	4,4%
Aubay Société Anonyme	10,4%	9,1%	4,0%	1,4%	3,7%	4,5%
Infotel SA	12,0%	14,0%	2,4%	-1,0%	5,6%	4,8%
Sopra Steria Group SA	9,9%	8,9%	13,8%	0,3%	3,4%	4,3%
Médiane	11,2%	9,3%	8,2%	0,9%	3,6%	4,4%
SQLI	5,5%	9,1%	2,2%		3,1%*	

Source : Société, Capital IQ au 20/09/2024
*Taux de croissance annuel moyen sur la période 2023-2026

Entre 2020 et 2023, la croissance du chiffre d'affaires de SQLI est inférieure à celle des comparables boursiers, à l'exception de l'année 2022 pour laquelle la croissance de SQLI est proche de celle des sociétés comparables (9,1% contre 9,3% pour les comparables), le Groupe ayant également bénéficié d'un effet de rattrapage post crise de la Covid-19. Néanmoins, les niveaux de croissance observés pour SQLI sur la période historique restent globalement en-deçà de ceux des sociétés comparables.

Sur la période prévisionnelle (2024-2026), les taux de croissance médians prévus par les sociétés comparables s'afficheraient en augmentation progressive (de 0,9% à 4,4%) en lien avec des prévisions de marché plus optimistes à partir de 2025. La croissance moyenne sur cette période s'établit ainsi à 3,0% et s'avère être en ligne avec celle projetée pour SQLI.

Les taux de marge d'EBIT de 2021 à 2026 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables						
Comparables boursiers	Marge d'EBIT*					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Digia Oyj	9,6%	7,4%	7,2%	7,8%	8,3%	9,2%
Aubay Société Anonyme	10,4%	10,1%	8,2%	8,6%	9,1%	9,3%
Infotel SA	9,3%	9,9%	8,9%	7,5%	8,6%	9,3%
Sopra Steria Group SA	7,2%	8,2%	8,5%	9,1%	9,4%	9,8%
Médiane	9,4%	9,1%	8,3%	8,2%	8,9%	9,3%
SQLI	5,2%	7,7%	6,8%		9,5%**	

Source : Société, Capital IQ au 20/09/2024
*Marge d'EBIT = Marge de ROC ajustée des coûts récurrents
** Moyenne arithmétique des marges d'EBIT sur la période 2024-2026

Les taux de marge d'EBIT générés par SQLI sont inférieurs aux taux de marge médians de l'échantillon sur la période 2021-2023 et ressortent respectivement à 5,2%, 7,7% et 6,8%, contre 8,9% en moyenne pour les sociétés comparables.

Sur la période prévisionnelle, SQLI devrait fortement augmenter son taux de marge d'EBIT et surperformer légèrement les sociétés comparables en affichant un taux de marge moyen de 9,5% sur la période 2024-2026, contre 8,8% pour les sociétés comparables, traduisant les hypothèses volontaristes du plan d'affaires en termes de rentabilité.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le résultat opérationnel courant ajusté des charges non courantes mais récurrentes comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Afin d'homogénéiser les agrégats utilisés, nous avons retraité les résultats opérationnels courants des sociétés comparables des charges récurrentes, comme pour SQLI.

Par ailleurs, nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats de la Société que nous avons retraités sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, SQLI présente des marges opérationnelles différentes des marges des sociétés de notre échantillon sur les années observées ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	VE/EBIT*		
	2024	2025	2026
Digia Oyj	10,5x	9,6x	8,3x
Aubay Société Anonyme	8,3x	7,6x	7,0x
Infotel SA	7,6x	6,2x	5,5x
Sopra Steria Group SA	9,1x	8,5x	7,8x
Médiane	8,7x	8,0x	7,4x
Source : Société, Capital IQ au 20/09/2024			
*EBIT = ROC ajusté des coûts non courants récurrents			

3.3.3.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2024, 2025 et 2026, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées que nous avons appliqués aux EBIT prévisionnels de SQLI sur les mêmes années.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon, l'écart entre la capitalisation boursière médiane des comparables boursiers et la capitalisation boursière de la Société n'étant pas significatif.

3.3.3.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de SQLI obtenues par la méthode des comparables boursiers.

SQLI - Evaluation par la méthode des comparables boursiers				
En m€	VE / EBIT			Moyenne 24-26
	2024	2025	2026	
Valeur des fonds propres (en m€)	172,5	192,1	184,3	183,0
Nombre d'actions (en milliers)	4 778	4 778	4 778	4 778
Valeur par action (€)	36,11 €	40,20 €	38,56 €	38,29 €
Prix d'Offre				54,00 €
Prime extériorisée				41,0%

La valeur de l'action SQLI ressort en synthèse, selon la méthode des comparables boursiers à 38,29€.

Le prix d'Offre de 54,00€ fait ressortir une prime de 41,0% sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.3.4 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société SQLI la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes et en cours portant sur les cibles les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues depuis 2022 relatives à des sociétés comparables à SQLI, situées exclusivement en France.

3.3.4.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des entreprises de services du numérique (ESN).

Dans notre approche, nous avons identifié quatre transactions intervenues entre 2022 et 2023 et trois transactions intervenues en 2024 dont deux annoncées et toujours en cours, sur des sociétés ayant des activités comparables à SQLI.

3.3.4.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon de sept transactions. Ces transactions sont présentées ci-après. Nous avons mis en exergue dans notre analyse le multiple d'EBIT.

Les transactions se synthétisent comme suit :

SQLI - Transactions comparables						
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Prix payé (m€)	% acquis	VE pré IFRS 16 (m€)
En cours	Talan SAS	Micropole S.A.	France	91	n.a*	88
En cours	Alliativ SAS	Visiativ SA	France	90	n.a*	282
23-févr.-24	Blackstone	SII S.A.	France	607	91%	1 546
3-août-23	K Eagle Investment	Keyrus S.A.	France	37	30%	188
20-juil.-22	Bain Capital Private Equity, LP	Inetum SA	France	1 050	99%	1 433
31-mai-22	CGI France SAS	Umanis SA	France	224	71%	343
14-avr.-22	Montefiore Investment, SA	Groupe Open	France	34	13%	259

**non applicable, ces transactions étant toujours en cours à la date du présent rapport*

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des sept transactions qui sont présentées ci-après :

- Le 29 mai 2024, Micropole, une société française spécialisée dans l'accompagnement d'une clientèle principalement européenne, dans le cadre de prestations de services client dans la mise en place de stratégies Data et de transformation digitale, a annoncé être la cible d'une offre publique d'achat lancée par Talan visant 100% de ses titres pour un montant de 91m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 88m€). Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 142m€. La transaction est en cours à la date du présent rapport.

- Le 27 février 2024, la société Visiativ a annoncé être la cible d'une offre publique d'achat lancée par Alliativ SAS visant 52,26% de ses titres pour un montant de 90m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 282m€). Visiativ est une entreprise française spécialisée dans la transformation numérique des entreprises proposant des services de conseil en innovation et de gestion des systèmes d'information. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 278m€. La transaction est en cours à la date du présent rapport.
- Le 23 février 2024, Blackstone a déposé une offre publique d'achat visant 91% du capital de la société SII S.A pour un montant de 607m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 1.546m€). SII SA est une société française spécialisée dans les services d'ingénierie et de conseil en technologies. L'entreprise propose une large gamme de services, incluant le développement logiciel, l'ingénierie des systèmes embarqués, la cybersécurité, et l'infrastructure IT. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 1.023m€.
- Le 3 août 2023, Keyrus a annoncé être la cible d'une offre publique d'achat lancée par K Eagle Investment visant 30% de son capital pour un montant de 37m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 188m€). Keyrus est une ESN spécialisée dans la transformation IT et digitale, qui accompagne ses clients dans la mise en place de solutions technologiques et de gestion des données. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 352m€.
- Le 20 juillet 2022, Bain Capital Private Equity, LP et NB Renaissance Partners ont annoncé l'acquisition de 99% du capital de Inetum SA pour un montant de 1.050m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 1.433m€). Inetum est une entreprise spécialisée dans les services et solutions numériques. Elle accompagne les entreprises et institutions dans leur transformation digitale en leur proposant des services variés. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 2.219m€.
- Le 31 mai 2022, Umanis a annoncé être la cible d'une offre publique d'achat lancée par CGI France SAS visant 71% de son capital pour un montant de 224m€ (valeur d'entreprise pré IFRS 16 de 343m€). Umanis est une ESN spécialisée dans la transformation digitale et la gestion des données. Elle propose des services de conseil et d'ingénierie, principalement autour de la data, l'intelligence artificielle et la transformation numérique. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 246m€.
- Le 14 avril 2022, l'actionnaire majoritaire de Groupe Open, New Go, agissant pour le compte des fondateurs et d'un fonds géré par Montefiore Investment, a déposé une offre publique d'achat visant les actions qui n'étaient pas détenues par New Go, représentant 13% du capital pour un montant de 34m€ (valeur d'entreprise pré IFRS de 259m€). Groupe Open est une ESN spécialisée dans la transformation IT et digitale opérant majoritairement en France. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 336m€.

3.3.4.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT pré IFRS 16, correspondant au résultat opérationnel courant retraité des coûts récurrents et exclu les multiples de VE/CA, VE/EBITDA et PER pour les mêmes raisons présentées en section 3.3.3.3 - pour la méthode des comparables boursiers.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

SQLI - Transactions comparables				
Date de clôture	Cible	VE pré IFRS 16 (m€)	EBIT* (m€)	VE/EBIT*
En cours	Micropole S.A.	88	4	24,2x
En cours	Visiativ SA	282	17	16,7x
23-févr.-24	SII S.A.	1 546	101	15,3x
3-août-23	Keyrus S.A.	188	14	13,7x
20-juil.-22	Inetum SA	1 433	135	10,6x
31-mai-22	Umanis SA	343	20	17,5x
14-avr.-22	Groupe Open	259	17	14,9x
Médiane		282	17	15,3x

*L'EBIT affiché correspond au ROC pré IFRS 16 net des coûts récurrents

Source : Capital IQ / Notes en réponse aux projets d'OPA / DEU des sociétés

3.3.4.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant net des charges récurrentes, comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Par ailleurs, la majeure partie des multiples de transactions identifiés ont été retraités des effets de la norme comptable IFRS 16. La dette financière nette retenue au 31 décembre 2023 n'incluant pas la dette de loyers IFRS 16, nous avons par cohérence appliqué l'EBIT 2023 (correspondant au ROC net des frais récurrents) de SQLI retraité des effets de cette norme.

Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base du dernier EBIT connu à la date de la transaction, à savoir l'EBIT du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la transaction. Les EBIT des sociétés cibles ont été uniformisés selon la méthodologie de calcul de l'EBIT de SQLI tel que déterminée en 1.1.2.6 -.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée au 31 décembre 2023 telle qu'elle est présentée dans la section 1.1.2.7 - de ce rapport.

3.3.4.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de SQLI obtenue par la méthode des transactions comparables :

SQLI - Evaluation par la méthode des transactions comparables	
En m€	EBIT*
	2023
Agrégat financier	17,0
Multiple médian	15,3x
Valeur d'entreprise	260,1
Dette financière nette ajustée	-16,0
Valeur des capitaux propres	244,1
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	4 778
Valeur par action (€)	51,08 €
Prix d'Offre (€)	54,00 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	5,7%

*L'EBIT affiché correspond au ROC pré IFRS 16 net des coûts récurrents

La valeur par action de SQLI ressort en synthèse à 51,08€ par la méthode des transactions comparables.

Le prix d'Offre de 54,00€ fait ressortir de prime de 5,7% sur cette valeur.

Par ailleurs, les multiples obtenus par cette méthode intègrent des primes de contrôle qui peuvent varier suivant les opérations, le multiple médian qui ressort de l'application de cette méthode (15,3x) étant substantiellement plus élevé que celui des sociétés cotées comparables. La prime offerte par le prix d'Offre sur cette valeur nous amène à conclure que le prix proposé aujourd'hui aux actionnaires de SQLI est supérieur au prix moyen observé sur des transactions récentes similaires relatives à des opérations de type *public to private*.

3.3.5 - Référence au cours de bourse

SQLI a été introduit en bourse sur le marché Euronext Paris en 2000. Les actions SQLI sont cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0011289040 et ont pour code mnémonique SQL.

La capitalisation boursière à la veille de la suspension du cours de bourse (17 septembre 2024) précédant l'annonce de l'Offre s'élevait à environ 183,7m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *small caps* ».

A notre connaissance, SQLI fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier : Oddo BHF. Il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Postérieurement à l'Acquisition de Bloc auprès de Amiral Gestion représentant 1,55% du capital, l'actionnariat de SQLI se répartit comme suit :

SQLI - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
DBAY Advisors Limited	3 968 872	85,0%	3 968 872	82,4%
<i>Dont issues de l'acquisition de Bloc*</i>	72 503	1,6%	72 503	1,5%
Moneta Asset Management	115 673	2,5%	115 673	2,4%
Total fonds d'investissement	4 084 545	87,5%	4 084 545	84,8%
Salariés / anciens managers	106 210	2,3%	126 881	2,6%
Autocontrôle	5 377	0,1%	5 377	0,1%
Flottant	471 724	10,1%	600 972	12,5%
Total Flottant / Salariés / Autodétention	583 311	12,5%	733 230	15,2%
Total des actions	4 667 856	100,0%	4 817 775	100,0%

Source : *Projet de Note d'information*

**Acquisition de titres auprès de Amiral Gestion*

L'Initiateur détient, à la date du Projet de Note d'Information et tenant compte de l'Acquisition de Bloc, 85,03%²⁴ du capital de la Société.

Le capital flottant représente 10,1% du capital de la Société, soit 471.724 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

²⁴ Tenant compte de l'acquisition d'un bloc de 72.503 actions auprès de Amiral Gestion au prix d'Offre (54,00€), représentant 1,55% du capital de la Société.

SQLI - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	111	2 437	0,1%	0,5%
Moyenne 3 mois	154	10 180	0,2%	2,2%
Moyenne 6 mois	421	54 342	1,2%	11,5%
Moyenne 9 mois	395	75 355	1,6%	16,0%
Moyenne 12 mois	404	103 375	2,2%	21,9%

Source : Capital IQ, Euronext au 17 septembre 2024

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés du fait de la faible part du flottant dans le capital de la Société. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 111 titres (moyenne 1 mois) et 421 titres (moyenne 6 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 103.375, soit 2,2% du nombre total de titres et 21,9% du flottant.

Sur le dernier mois de bourse avant la suspension du cours (17 septembre 2024) et l'annonce de l'Offre, le nombre total de titres échangés représente 0,1% du nombre total de titres et 0,5% du flottant.

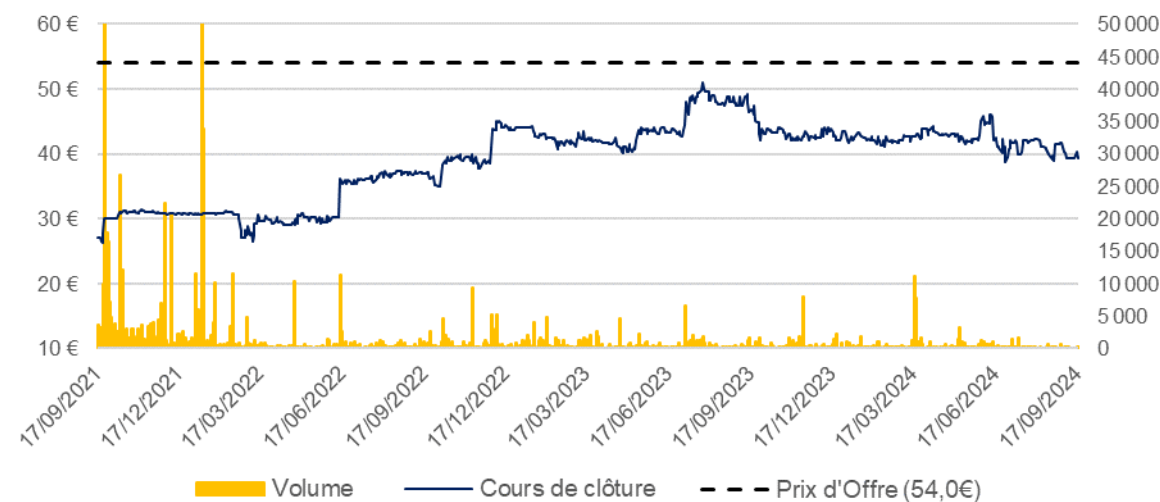
Au regard de ces données, le titre SQLI, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité réduite. D'autre part, la société SQLI n'est suivie que par un seul analyste financier.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre principal, cette valeur demeurant une référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de SQLI sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action SQLI



En septembre 2021, l'actionnaire de référence DBay Advisors, via sa holding Synsion BidCo, a annoncé une offre publique d'achat sur les titres de SQLI à un prix de 30,0€, ce dernier ayant été porté à 31,0€ à la suite de la conclusion d'un engagement d'apport à l'OPA 2021 par un des actionnaires minoritaires. Les volumes échangés le 24 septembre 2021, jour de l'annonce de l'OPA 2021, se sont élevés à 210.060 titres.

Après cette annonce, le cours s'est maintenu aux alentours de 31,0€ jusqu'à mi-juin 2022, malgré un décrochage intervenu entre fin février et début mars 2022, portant le cours à un minimum de 26,5€ par action. Lors de cette période, un nombre d'échanges important est également constaté entre le 11 et 12 janvier 2022 (108.800 titres) au lendemain de la publication du rapport annuel 2021 accompagnée de la communication d'une croissance du chiffre d'affaires consolidé de +6% et la confirmation de l'atteinte des objectifs de profitabilité du Groupe (+2 points par rapport à 2020).

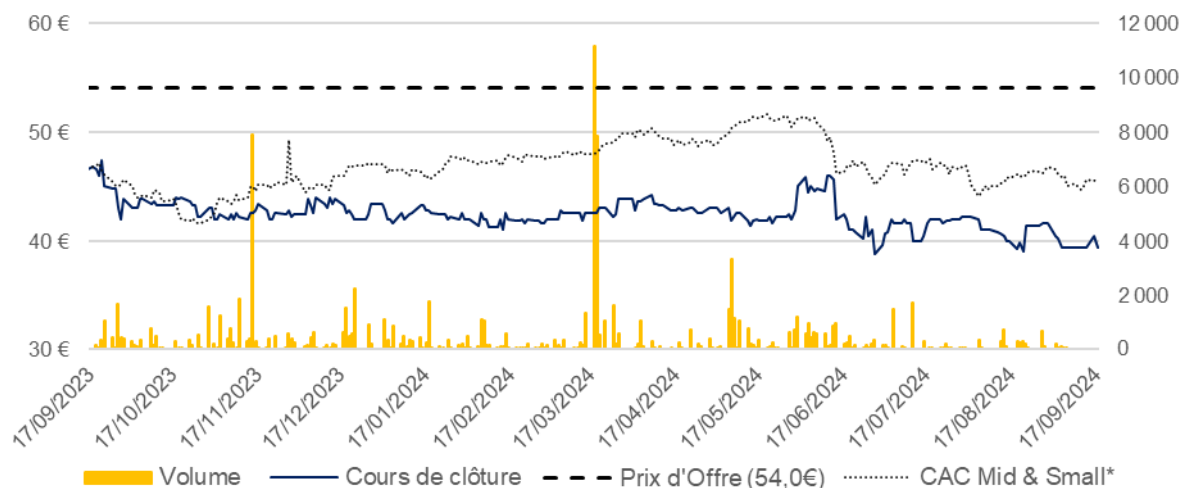
Mi-juin 2022, Synsion BidCo a renforcé sa participation dans SQLI par l'acquisition d'un bloc détenu par le fonds Nobel à un prix de 38,5€ par action. A l'ouverture, et suite à cette annonce, le 15 juin 2022, le cours de bourse a augmenté d'environ 20% pour s'élever à 36,2€ avant d'osciller légèrement autour de ce prix (entre 35,0€ et 37,3€) jusqu'à fin septembre 2022.

Début octobre 2022, le cours de bourse augmente à nouveau pour atteindre 39,0€ suite à la publication des résultats semestriels du Groupe (S1 2022). L'augmentation du cours du titre SQLI intervient également peu après la revue à la hausse de l'objectif de cours par l'analyste Oddo BHF fin septembre 2022 (38,5€ contre 31,0€ auparavant).

Le 2 décembre 2022, Otus Capital Management Limited a procédé à une cession d'actions hors marché des titres SQLI, portant le cours de SQLI à 43,9€ par action (+7,3%). S'en est suivi une oscillation du cours entre 40,3€ et 43,8€ jusqu'à fin juin 2023, l'annonce de l'acquisition par Synsion BidCo de 9% du capital de la Société en février 2023 et la publication du rapport annuel 2022 en avril 2023, n'ayant pas eu d'effet notable sur l'évolution du cours de bourse.

En revanche, l'annonce de l'acquisition par Synsion BidCo d'actions à un prix de 50,6€ (dans le cadre du mécanisme de liquidité relatif à l'OPA 2021, dont la formule de prix était préétablie dès l'OPA 2021) a entraîné une forte augmentation du cours, lequel atteint son record historique en s'établissant à 51,0€, le 25 juillet 2023, avant d'entamer une phase descendante pour retrouver les 43,0€ en septembre 2023.

Cours de bourse sur 1 an de l'action SQLI



*Rebasé au 17 septembre 2024

Entre fin septembre 2023 et mai 2024, le cours a fluctué entre 41,0€ et 44,0€. Durant cette période, nous notons l'annonce, au titre du Conseil d'Administration du Groupe du 12 mars 2024, de l'acquisition de la société Levana et la cession de Aston Institute ainsi que la publication des résultats annuels, lesquelles n'ont pas eu d'effet significatif sur l'évolution du cours de bourse malgré un fort volume d'échanges.

Le cours atteindra par la suite 45,8€ le 3 juin 2024, suite à l'annonce d'un projet de distribution de dividendes pour un montant de 0,64€ par action. Le cours a ensuite fortement baissé en passant sous la barre des 40,0€ fin juin 2024 (38,8€ le 28 juin 2024). Cette forte baisse constatée est concomitante avec les performances observées sur le CAC Mid & Small, et s'explique notamment par les différentes annonces politiques en France (dissolution de l'Assemblée Nationale), impactant notamment les petites et moyennes capitalisations globalement plus exposées à l'économie nationale.

Le cours a ensuite fluctué entre 39,0 € et 42,4 € sur la période allant de juillet à septembre 2024, en ligne avec les performances du marché, reflétées par l'indice CAC Mid & Small.

Le dernier cours de clôture au 17 septembre 2024, soit la dernière journée d'échanges avant la suspension du cours et l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (le 20 septembre 2024) à 54,0€, s'élève à 39,4€.

Les niveaux de cours de bourse historiques à court terme (moins d'un an) et actuels semblent relativement corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières du Groupe et aux annonces récentes.

3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 17 septembre 2024, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 54,00€.

SQLI - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en % ¹
Cours de clôture (le 17 septembre 2024)	39,40	37,1%
CMPV* 20 jours	40,63	32,9%
CMPV* 60 jours	40,56	33,1%
CMPV* 120 jours	41,37	30,5%
CMPV* 180 jours	41,90	28,9%
CMPV* 250 jours	42,05	28,4%
Maximum cours de clôture - 1 an	47,40	13,9%
Minimum cours de clôture - 1 an	38,80	39,2%

¹ Pour un prix d'offre de 54,00€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ le 17 septembre 2024

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 40,56€ (moyenne 60 jours) et 42,05€ (moyenne 250 jours).

Le prix proposé de 54,00€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 28,4% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours) et 33,1% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours). Il offre également une prime de 37,1% sur le cours de clôture au 17 septembre 2024 ainsi qu'une prime de 13,9% par rapport au niveau maximum observé au cours de la dernière année (47,40€ le 21 septembre 2023).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue.

Le cours spot en date du 17 septembre 2024 et les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées en synthèse.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans le projet de note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de la société SQLI :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches, ainsi que la référence à l'actif net comptable et aux objectifs de cours des analystes pour les raisons évoquées en section 3.2.1 - à 3.2.3 - du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Référence au cours de bourse ;
- Référence à l'actif net comptable (retenue à titre indicatif) ;
- Référence aux objectifs de cours (retenue à titre indicatif).

Nous avons également retenu la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de SQLI, la référence au cours de bourse, la méthode des flux de trésorerie actualisés, la méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables à titre principal.

L'établissement présentateur a retenu la référence aux objectifs de cours et à l'actif net comptable à titre indicatif dans le cadre de l'évaluation de la Société. Nous avons pour notre part écarté ces références tel qu'indiqué ci-dessus.

Notre approche est décrite dans la section 3.3 - du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital

L'établissement présentateur a fait référence à l'acquisition de 6 blocs d'actions au cours des 12 derniers mois précédant l'Offre en retenant le prix le plus faible (42,79€) et le plus élevé (50,64€) ayant été payé dans le cadre de ces opérations, à l'Acquisition de Bloc auprès de Amiral Gestion ainsi qu'aux engagements d'apport à l'Offre conclu avec Moneta Asset Management et certains actionnaires personnes physiques de la Société.

Notre avons pour notre part fait référence :

- au prix d'offre retenu dans le cadre de l'OPA 2021 (31,00€),
- à l'apport de titres hors marché l'ayant précédé, lequel a été effectué au même prix,
- aux acquisitions sur le marché l'ayant suivi extériorisant un prix moyen de 42,78€,

- aux acquisitions réalisées au titre du mécanisme de liquidité lesquelles extériorisent un prix moyen de 44,13€,
- à l'acquisition du bloc d'actions détenues par Amiral Gestion au prix d'Offre (54,00€).

Nous n'avons pour notre part pas retenu les engagements d'apports à l'Offre dans la mesure où ces engagements n'ont pas encore donné lieu à une transaction. Toutefois, nous y faisons référence dans la partie concernant les accords connexes à l'offre (cf. section 5.1.1 -).

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 1^{er} janvier 2024 au 31 décembre 2029 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices clos le 31 décembre 2029 jusqu'au 31 décembre 2032 ;
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2032 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé les flux au taux de 11,2%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la Société et intègre un taux sans risque (1,2%), une prime de risque du marché (8,8%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,95 et une prime de taille de 2,29% ainsi qu'un gearing de 10,00%, un coût de la dette de 5,0% et un taux d'impôt de 25,00%, et
- retranché de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2024 (-16,1m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur globale de l'action SQLI de 43,1€, le prix d'Offre offrant une prime de 25,3% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et à la croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 40,8€ (taux d'actualisation de 11,7% et taux de croissance à l'infini de 1,50%) et 45,6€ (taux d'actualisation de 10,7% et taux de croissance à l'infini de 1,50%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2029, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'établissement présentateur, à l'exclusion des points cités ci-dessous :

- la prise en compte du premier flux de trésorerie ;
- l'horizon et les hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires ainsi que la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - Prévisions du plan d'affaires et hypothèses retenues sur la période d'explicite

Les prévisions sur la période 2024-2029 du plan d'affaires que nous avons sont globalement identiques à celles utilisées par l'établissement présentateur. Néanmoins les divergences observées concernent :

(i) Le calcul et l'application du taux d'impôt sur les sociétés :

En effet, l'établissement présentateur a retenu un taux d'impôt théorique de 25%. Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt théorique intégrant la contribution sociale représentant 3,3% de l'impôt sur les sociétés sur le périmètre France, et un taux moyen pondéré par la contribution des différents pays au ROC (observée sur l'exercice 2023) sur le périmètre international de 22,8% induisant un taux d'impôt théorique de 23,8% sur la durée du plan d'affaires.

Par ailleurs, l'établissement présentateur applique le taux d'impôt de 25% à l'EBIT, tandis que nous recalculons la base imposable de chaque périmètre en tenant notamment compte du montant du CIR et de la CVAE projetés dans le plan d'affaires.

(ii) La variation de BFR :

L'établissement présentateur a retenu les estimations communiquées par le management afin de déterminer le premier flux prévisionnel (second semestre de l'année 2024).

Nous avons, pour notre part, calculé le premier flux prévisionnel en s'appuyant sur les flux de trésorerie réellement générés par la Société au cours des 6 premiers mois de 2024, générant une variation de BFR positive plus faible que celle retenue par l'établissement présentateur.

(iii) Impact global :

Ces différences de prévisions entre le plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur et le plan d'affaires que nous avons utilisé se compensent, l'écart total sur les flux de trésorerie disponible sur la période 2024-2029 s'élevant à 1,6m€ en cumul.

4.2.2.2 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2032, en prenant en compte une période d'extrapolation et un niveau de marge d'EBIT (EBIT / chiffre d'affaires) se situant à 10,0% à l'horizon du plan d'affaires (2032).

Pour notre part, nous n'avons pas effectué d'extrapolation et avons retenu l'exercice 2029 comme horizon explicite du plan d'affaires, considérant la période de prévisions de 5 ans comme suffisamment longue au regard de la croissance extériorisée et une progression de la marge d'EBIT atteignant également 10,0% à l'horizon normatif.

Par ailleurs, le niveau de flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur diffère par :

- le taux de croissance à l'infini : l'établissement présentateur retient un taux de croissance à l'infini de 1,5%, tandis que nous avons considéré un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- le niveau d'investissement et de dotations aux amortissements : l'établissement présentateur retient un niveau d'investissements et de dotations aux amortissements de 1,0% du chiffre d'affaires, tandis que nous avons considéré un niveau d'investissements et de dotations aux amortissements de 1,1% du chiffre d'affaires ;
- le taux d'impôt sur les sociétés : l'établissement présentateur retient un taux d'impôt sur les sociétés de 25%, tandis que nous avons considéré un taux d'impôt sur les sociétés de 23,8%.

Ces différences méthodologiques impactent les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

4.2.2.3 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

SQLI - Calcul du CMPC			
		Etablissement présentateur	Crowe HAF
Taux sans risque	(1)	1,20%	3,02%
Prime de risque du marché	(2)	8,80%	5,98%
Beta désendetté	(3)	0,88	0,95
Gearing	(4)	10,0%	6,8%
Beta endetté	(5)	0,95	1,00
Prime de taille	(6)	2,29%	2,4%
Coût des capitaux propres	(7)	11,8%	11,5%
Coût de la dette	(8)	5,0%	8,9%
Taux d'IS	(9)	25,0%	23,8%
Coût de la dette après impôts		3,8%	6,7%
D/(D+CP)		9,1%	6,4%
CP/(D+CP)		90,9%	93,6%
Coût moyen pondéré du capital		11,2%	11,15%
(1) OAT 10 ans - Moyenne 5 ans (Bloomberg)			
(2) Moyenne 5 ans (Bloomberg)			
(3) Bêta Damodaran (Computer Services)			
(4) Gearing historique SQLI			
(5) Formule de Hamada			
(6) Prime de taille Duff & Phelps (2020)			
(7) Formule du MEDAF			
(8) Coût de la dette (marché)			
(9) Taux d'impôt normatif			

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (11,2%) est très légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (11,15%).

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées (notamment pour le calcul du Bêta) et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (taux sans risque et prime de risque) comme le montre le tableau ci-dessus.

L'approche de l'établissement présentateur reste toutefois cohérente et apparaît justifiée.

4.2.2.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 16,1m€ au 30 juin 2024 intégrant la dette financière nette pré-IFRS 16 au 30 juin 2024 (12,2m€) ajustée de l'économie d'impôt actualisée (5,1m€), des provisions pour indemnités de départ à la retraite (France et Suisse) nettes d'impôts (2,3m€) et de l'earn out d'acquisition de Levana actualisé (6,7m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette ajustée de 18,2m€, sur la base du calcul détaillé dans la section 3.1.2 - du présent rapport, diminuée de l'économie d'impôts liée aux déficits fiscaux reportables de 5,9m€.

L'écart porte principalement sur la créance de CIR comptabilisée en autres actifs non courants (4,9m€) et les frais d'émission d'emprunt que nous avons réintégré à la dette financière nette pour les raisons explicitées en 3.1.2 - du présent rapport (1,7m€).

Ces divergences conduisent à un écart de 3,8m€ de trésorerie supplémentaire par rapport à l'établissement présentateur.

4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort en synthèse à 43,1€ et se situe en-deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (46,87€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de quatre sociétés du secteur des ESN (Aubay, Infotel, Neurones, Digia) évoluant principalement en Europe.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de quatre sociétés (Digia, Aubay, Infotel et Sopra Steria), trois d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu la société Neurones car elle n'est suivie que par un seul analyste financier. Nous avons toutefois retenu la société Sopra Steria.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur correspondent à la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA et l'EBIT.

Nous avons pour notre part privilégié le multiple d'EBIT pour les raisons exposées en 3.3.3.3 -.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 17 septembre 2024²⁵, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière au 17 septembre 2024 et la dette nette publiée la plus récemment. Nous avons pour notre part également retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, soit une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 20 septembre 2024 et la dette nette publiée la plus récemment.

Les multiples moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux EBITDA et EBIT 2024 et 2025 pré IFRS 16 ajustés des coûts exceptionnels récurrents en s'appuyant sur les agrégats issus du plan d'affaires. Nous avons pour notre part, appliqué les multiples médians obtenus aux EBIT 2024, 2025 et 2026.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 16,1m€ au 30 juin 2024 alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette financière nette ajustée de 18,2m€. Les principaux écarts étant expliqués en 4.2.2.4 - du présent rapport. De surcroît, l'établissement présentateur prend également en compte l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits reportables dans la dette financière nette ajustée utilisée (pour 5,1m€). Pour notre part, elle est uniquement prise en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres dans la méthode des flux de trésorerie actualisés. Les sociétés comparables détenant également des déficits reportables, nous considérons que les multiples calculés intègrent déjà ces éléments.

²⁵ Dernière cotation avant la suspension du cours de l'action SQLI préalablement à l'annonce du dépôt du projet d'Offre

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action SQLI obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 39,0€ et 44,5€ pour une valeur centrale de 41,7€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action SQLI par la méthode des comparables boursiers de 38,29€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT médians pour les années 2024, 2025 et 2026.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de l'utilisation de multiples moyens par l'établissement présentateur, de l'intégration de l'année 2026 pour notre part ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres comme explicité ci-avant.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de treize transactions ayant eu lieu entre 2020 et 2024 sur le secteur des ESN principalement en Europe.

Nous avons pour notre part identifié un échantillon de sept transactions advenues entre 2022 et 2024 (période plus récente limitée à début 2022) dans le cadre de cette méthode.

Cinq de ces transactions ont également été retenues par l'établissement présentateur dans leur échantillon. Il s'agit des transactions impliquant Micropole, SII, Keyrus, Umanis et Groupe Open.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'établissement présentateur sont les multiples moyens et médians appliqués à l'EBITDA et à l'EBIT pré IFRS 16 ajustés des coûts exceptionnels récurrents (coûts de restructuration et de croissance externe) de SQLI.

Nous avons pour notre part retenu uniquement le multiple médian d'EBIT.

Les multiples médians et moyens d'EBITDA et d'EBIT ont été appliqués aux agrégats 2023 de SQLI mettant en exergue une fourchette basse et une fourchette haute.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette financière nette ajustée de 12,5m€ au 31 décembre 2023. Nous avons pour notre part retenu une dette financière nette ajustée de 16,0m€ au 31 décembre 2023.

Les principaux écarts constatés sont de même nature que ceux observés sur la dette financière nette ajustée au 30 juin 2024 et portent ainsi sur la créance de CIR comptabilisée en autres actifs non courants (3,1m€) et les frais d'émission d'emprunt que nous avons réintégrés à la dette financière nette pour les raisons explicitées en 3.1.2 - du présent rapport (1,7m€).

Par ailleurs, l'établissement présentateur prend également en compte l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits reportables dans la dette financière nette ajustée utilisée (pour 5,1m€). Pour notre part, elle est uniquement prise en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres dans la méthode des flux de trésorerie actualisés pour les mêmes raisons évoquées en 4.2.3.2 - 4.2.2.4 -.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action SQLI obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 38,5€ et 46,4€ pour une valeur centrale de 42,5€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action SQLI par la méthode des transactions comparables de 51,08€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBIT médian pour l'année 2023.

L'écart observé provient essentiellement :

- des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents ;
- de l'écart existant sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres explicité ci-avant.

4.2.5 - Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60, 120, 180 et 250 dernières séances boursières précédant le 17 septembre 2024 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération le 20 septembre 2024.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.

Nous retenons au même titre que l'établissement présentateur la méthode du cours de bourse comme expliqué en section 3.3.5 -.

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation du prix de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de ce dernier.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- les termes et conditions des nouvelles obligations qui seraient émises par Synsion BidCo dans le cadre de l'Offre ;
- les termes et conditions des obligations émises par SQLI dans le cadre de l'OPA 2021 ;
- le projet de contrat conclu dans le cadre du mécanisme de liquidité relatif aux actions gratuites indisponibles 2022 ; et
- l'engagement d'apport à l'Offre signé par Moneta Asset Management le 12 septembre 2024.

5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

5.1.1 - Référence aux engagements d'apport à l'Offre

Préalablement à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a conclu des engagements d'apport avec Moneta Asset Management, qui s'est engagée à apporter à l'Offre ses 115.673 actions SQLI, représentant environ 2,5% du capital et 2,4% des droits de vote théoriques de la Société, et certains actionnaires personnes physiques de la Société, qui se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 48.172 actions SQLI, représentant environ 1,0% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. De surcroît et postérieurement à la date du dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a conclu un engagement d'apport à l'Offre complémentaire de 2.334 actions.

Ces engagements d'apport seront nuls en cas de dépôt par un tiers d'une offre publique concurrente déclarée conforme par l'AMF et à défaut d'offre de surenchère déposée par l'Initiateur. Ils s'appliqueront de plein droit à une éventuelle offre en surenchère déposée par l'Initiateur et déclarée conforme par l'AMF.

Ces engagements d'apport ne contiennent aucune disposition susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

5.1.2 - Financement de l'Offre

Dans le cadre du financement de l'Offre, un financement obligataire d'un montant total maximal de 48,2m€ a été mis en place entre l'Initiateur et Tikehau Investment Management SAS, en qualité d'agent des souscripteurs qu'elle gère (ci-après les « Entités Tikehau²⁶ »). Ce financement a été mis en place par le biais de l'émission par l'Initiateur :

²⁶ MACSF Invest, Tikehau Direct Lending V, SC TKH EU PD S.à.r.l, Tikehau Cardif Loan Europe, Tikehau Direct Lending V – EI et Tikehau Direct Lending 5L Finance

- d'obligations à bons de souscriptions d'actions (ci-après les « OBSA ») d'un montant maximal en principal de 28,2m€ ; et
- d'obligations sèches (ci-après les « OS ») pour un montant maximal en principal de 20,0m€, étant rappelé que, concomitamment, SQLI a procédé au remboursement anticipé partiel des obligations émises en février 2022 au profit de certaines Entités Tikehau, pour un montant en principal de 20,0m€.

Ainsi, l'acquisition de l'intégralité des actions SQLI visées dans le cadre de l'Offre par l'Initiateur sera financée d'une part (i) par les émissions obligataires (ci-après l'« Emprunt Obligataire ») souscrites par les Entités Tikehau et d'autre part (ii) par des fonds propres de Synsion Bidco.

Dans le cadre de l'Emprunt Obligataire, l'Initiateur a procédé à l'émission de 282 OBSA d'une valeur unitaire de 100.000 euros et de 200 OS d'une valeur unitaire de 100.000 euros.

Les termes et conditions émises dans le cadre de l'Emprunt Obligataire de l'Initiateur présentent les principales caractéristiques suivantes :

- une maturité au 4 février 2029 ;
- un remboursement *in fine* à la date de maturité ; et
- un taux d'intérêt applicable égal (i) au taux Euribor pour la période considérée (3 mois ou 6 mois), étant précisé que le taux Euribor retenu ne pourra pas être inférieur à 0, (ii) majoré d'une marge comprise entre 5% et 6,5% en fonction du niveau de levier (entre 3,75x et 4,5x).

En revanche, les termes relatifs à ce nouvel Emprunt Obligataire prévoient (i) le rachat immédiat et total des nouvelles obligations en cas de défaut, et (i) le remboursement partiel si le Retrait Obligatoire ne peut être mis en œuvre après l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, en commençant par le rachat total des OBSA avant celui des OS.

Il est par ailleurs précisé qu'un bon de souscription d'actions (BSA), permettant aux Entités Tikehau d'acquérir une participation au capital de l'Initiateur, est attaché à chaque obligations (hors OS). Ces bons de souscription d'actions peuvent être exercés en cas de sortie initiée par DBAY Advisors ou des entités ou fonds affiliés. Les OBSA peuvent donner lieu à l'émission d'actions de l'Initiateur d'un nombre maximum correspondant à 1,5% de la valeur des fonds propres de l'Initiateur (net du montant du prix d'exercice des bons de souscription d'actions) au moment de cette sortie.

Comme précisé précédemment, ce financement s'inscrit dans le prolongement du financement de l'OPA 2021, au titre duquel un pacte avait été établi entre Synsion MidCo, les Entités Tikehau et Tikehau Investment Management, lequel : (i) n'est pas concertant à l'égard de SQLI, (ii) ne comprend aucune promesse de cession ni prix garanti au profit des prêteurs, et (iii) ne contient aucune obligation de déclencher la sortie dont l'initiative est à la main de l'Initiateur.

Ainsi, dans ces conditions, les modalités de financement de l'Offre ne sont pas susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

5.1.3 - Mécanisme de liquidité

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles 2022 un mécanisme de liquidité basé sur des promesses de vente et d'achat entre les titulaires de ces actions et l'Initiateur.

Les Actions Gratuites Indisponibles 2022 se définissent comme suit :

- 59.991 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan gratuite d'actions de 2022 et émises à ce jour, dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre et qui ont déjà fait l'objet d'un accord (contrat) de liquidité à la date du Projet de Note en Réponse ; et

- 107.231 actions attribuées gratuitement dans le cadre du plan d'attribution gratuite d'actions de 2022 dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre.

Ce contrat conclu dans le cadre du mécanisme de liquidité stipule que chaque bénéficiaire accorde à l'Initiateur une promesse de vente sur ses actions, exerçable dès le début de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente (définies ci-après). Parallèlement, l'Initiateur accorde aux bénéficiaires une promesse d'achat sur les Actions Gratuites Indisponibles 2022, cette promesse devenant active à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente, et uniquement si cette dernière n'a pas été exercée.

La « Période d'Exercice de la Promesse de Vente » commencera à la fin de la période d'incessibilité des Actions Gratuites Indisponibles 2022, conformément aux plans d'actions gratuites et à la réglementation en vigueur.

L'exercice des promesses de vente et d'achat est soumis à des conditions liées à un défaut de liquidité, défini par la survenance de l'un des cas suivants :

- Les actions de SQLI ne sont plus admises aux négociations sur un marché réglementé ;
ou
- Le volume moyen quotidien d'actions SQLI échangées sur une période d'un mois est inférieur ou égal à 0,2 % du capital social de SQLI.

En cas d'exercice, le prix par action sera déterminé en cohérence avec le Prix d'Offre, selon une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre, appliqué soit à (i) l'EBITDA consolidé des 12 mois précédant le 30 juin de l'année concernée, et la dette financière nette au 30 juin (si l'exercice des promesses intervient après l'arrêté des comptes consolidés semestriels audités de SQLI pour l'exercice en cours), soit à (ii) l'EBITDA consolidé des derniers comptes annuels consolidés audités de SQLI (si l'exercice intervient avant l'arrêté des comptes semestriels audités), et la dette nette au 31 décembre.

Par ailleurs, un mécanisme de liquidité similaire avait été mis en place dans le cadre de l'OPA 2021, et ce dernier est toujours en vigueur s'agissant de 4.500 Actions Indisponibles 2021, toujours en période d'acquisition.

Les bénéficiaires du mécanisme de liquidité ne disposent pas d'un accès immédiat à la liquidité. En revanche, dépendamment de l'évolution de la performance financière de la Société, mesurée au niveau de l'EBITDA consolidé et de la dette financière nette, ils pourraient bénéficier d'une amélioration ou d'une diminution du prix de cession de leurs actions. A ce titre, nous observons que :

- L'augmentation et/ou la réduction du prix de cession est directement corrélée à la performance financière de SQLI ; et
- La révision du prix pouvant fluctuer à la hausse comme à la baisse, expose les bénéficiaires du mécanisme de liquidité à recevoir un montant pouvant être inférieur au prix de l'Offre.

Les termes du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles 2022 de SQLI sont standards et ne nécessitent pas de commentaire particulier de notre part.

L'examen de ce mécanisme, incluant l'application de la formule, ne révèle aucune clause susceptible de remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.2 - Conclusion sur les accords connexes

En conclusion et dans ces conditions, les accords qui ont été portés à notre connaissance fixant en particulier les engagements d'apport, les modalités de financement, ainsi que le mécanisme de liquidité dans le cadre de l'Offre, ne font pas apparaître de clause de complément de prix et ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 54,00€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	40,8 €	43,1 €	45,6 €	46,87 €	15,2%
Méthode des comparables boursiers	39,0 €	41,7 €	44,5 €	38,29 €	41,0%
Méthode des transactions comparables	38,5 €	42,5 €	46,4 €	51,08 €	5,7%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 17 septembre 2024)		39,4 €		39,40 €	37,1%
Cours moyen pondéré 20 jours*		40,6 €		40,63 €	32,9%
Cours moyen pondéré 60 jours*		40,6 €		40,56 €	33,1%
Cours moyen pondéré 120 jours*		41,4 €		41,37 €	30,5%
Cours moyen pondéré 180 jours*		41,9 €		41,90 €	28,9%
Cours moyen pondéré 250 jours*		42,1 €		42,05 €	28,4%
Référence aux transactions récentes sur le capital					
Référence aux transactions significatives des 12 derniers mois	42,8 €	n.a	54,0 €	n.a	n.a
Référence à l'OPA de 2021		n.a		31,00 €	74,2%
Référence aux transactions post-OPA		n.a		42,57 €	26,8%
Référence au mécanisme de liquidité		n.a		48,06 €	12,4%
Référence à l'acquisition d'un bloc par l'initiateur		n.a		54,00 €	0,0%
Méthodes écartées :					
Référence aux objectifs de cours des analystes		44,3 €		n.a	n.a
Référence à l'actif net comptable		28,6 €		n.a	n.a

n.a. : non applicable

*calcul des cours moyens pondérés au 17/09/2024

Il est rappelé que Synsion BidCo a constitué et augmenté sa détention au capital de la Société depuis 2021. Cette détention fait suite à l'apport de 1.319.004 actions représentant alors 28,6% du capital, suivi d'une part, de l'offre publique d'achat 2021 sur la base d'un prix par action SQLI de 31,00€, et d'autre part de l'acquisition de 789.019 titres sur le marché et hors marché à un prix moyen de 42,57€ par action SQLI entre mars 2022 et octobre 2023, et de 34.270 titres SQLI dans le cadre d'un mécanisme de liquidité à un prix moyen de 48,06€ par action SQLI entre janvier 2023 et mai 2024.

Par ailleurs, concomitamment à l'Offre, l'Initiateur a également conclu un accord relatif à l'acquisition d'un bloc d'actions SQLI au prix d'Offre (54,00€) auprès d'Amiral Gestion portant sur 72.503 actions de la Société représentant 1,55% du capital de SQLI. A l'issue de cette opération, la participation de l'Initiateur au capital de SQLI s'élève à 3.968.872 actions de la société SQLI, représentant 85,03% de son capital.

Entre la date du dépôt du projet d'Offre et le 11 octobre 2024 inclus, l'Initiateur a réalisé des acquisitions sur le marché en période d'Offre pour un total de 156.506 actions (soit 3,4% du capital).

De surcroît, l'Initiateur a conclu des engagements d'apport à l'Offre avec Moneta Asset Management en date du 12 septembre 2024 portant sur l'intégralité des 115.673 actions SQLI détenues par Moneta Asset Management (2,5% du capital), et certains actionnaires personnes physiques de la Société, qui se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 50.506 actions SQLI (1,1% du capital).

Compte tenu des différentes acquisitions réalisées, des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité et/ou assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, et des engagements d'apport à l'Offre, l'Initiateur serait ainsi assuré, en cas de mise en œuvre des engagements d'apport à l'Offre conformément à leurs termes, de franchir les seuils en capital et en droits de vote (respectivement 93,25% du capital et 90,35% des droits de vote de la Société au 11 octobre 2024) lui permettant la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire.

L'Offre est volontaire et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 54,00€ par action, égale au prix d'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix offert aux actionnaires.

Notre analyse de la valeur de l'action SQLI fait ressortir des valeurs :

- de 46,87€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 38,29€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 51,08€ pour la méthode des transactions comparables ;
- comprises entre 31,00€ et 54,00€ pour la référence aux transactions récentes sur le capital SQLI ;
- de 40,56€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 40,63€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse.

Le prix offert de 54,00€ par action dans le cadre de l'Offre présente :

- une prime de 15,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- une prime de 41,0% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- une prime de 5,7% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- une prime comprise entre 0,0% et 74,2% sur le prix des transactions intervenues récemment sur le capital de SQLI ;
- des primes de 32,9% (cours moyen pondéré 20 jours) et 33,1% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix égal au prix le plus élevé constaté sur les opérations récentes d'acquisition de blocs par l'Initiateur et présentant des primes sur les différentes références et méthodes d'évaluation mises en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire et proposant un prix de 54,00€ par action SQLI est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société SQLI.

Fait à Levallois-Perret, le 15 octobre 2024

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

DocuSigned by:

1BE261BC0E384A6...
Olivier Grivillers

DocuSigned by:

226D698C84274DA...
Maxime Hazim

8 - Annexe – Lettre de mission



CROWE HAF

A l'attention de :

**Messieurs Olivier GRIVILLERS et Maxime HAZIM
16 rue Camille Pelletan
92300 LEVALLOIS PERRET**

Levallois Perret, le 2 septembre 2024

Messieurs,

Groupe européen de services digitaux qui accompagne les grandes marques internationales dans la création de valeur par le Digital, SQLI est classé dans le Top 50 des entreprises de services du numérique (ESN) en 2024.

Le Groupe, qui a développé son offre pour « construire et développer la valeur du digital » avec une proposition de valeur sur le socle d'une technologie solide, des offres phares autour de l'expérience client, partenaire, employé, et des expertises de pointe au service des solutions les plus efficaces.

Le Groupe dispose d'un réseau d'agences locales lui permettant de couvrir 13 pays (dont 10 pays en Europe) et emploie plus de 2.200 employés et entend accélérer l'intégration à l'international autour de sa marque.

SYNSION BIDCO, qui détient à date 83,5 % du capital et 80,9 % des droits de vote de SQLI a informé la direction de SQLI qu'elle étudiait la faisabilité et la possibilité de lancer une offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») sur les actions de SQLI, qui pourrait être suivie d'un retrait obligatoire et de la radiation des actions de SQLI de la cote d'Euronext, sous réserve que SYNSION BIDCO détienne plus de 90% du capital et des droits de vote à l'issue de l'Offre.

L'Offre n'est à ce stade que potentielle et aucun prix d'Offre n'a été déterminé à ce jour.

Sous réserve de ce qui précède, les modalités complètes de l'Offre pourraient être arrêtées mi-septembre en vue d'une annonce publique et d'un dépôt auprès de l'AMF en même temps que la publication des résultats du premier semestre 2024 de SQLI.

Si l'Offre est effectivement décidée et atteint le seuil de 90 %, le retrait des actions de la cote devrait intervenir avant la fin de l'année.

Dans ce cadre, un comité ad hoc a été constitué par le conseil d'administration de SQLI (le « Comité ad hoc ») avec pour mission, notamment, de faire des recommandations sur le choix d'un expert

Siège social : 2-10 rue Thierry Le Luron - 92300 Levallois-Perret - France - +33 (0)1 85 64 20 20
Société anonyme au capital de 3.734.284,80 € - RCS Nanterre 353 861 909
APE : 6202A - N° TVA Intracommunautaire : FR 85353861909



www.sqli.com

SQI DIGITAL EXPERIENCE

indépendant et de suivre ses travaux. Celui-ci vous a recommandé au conseil d'administration qui vous a nommé le 29 août 2024.

C'est dans ces conditions 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 consisterait en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendrait 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 viserait à apprécier le prix des titres SQI qui serait proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre. Elle devra permettre au conseil d'administration de SQI d'apprécier les conditions financières de l'Offre 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 1° lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'Offre ;
- 231-1 I 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 ;
- 261-1 II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3.

Calendrier indicatif de l'opération

Dans le calendrier indicatif de l'opération, il est envisagé le dépôt de la note d'information de SYNSION BIDCO le 20 septembre 2024 et la remise de votre rapport au cours de la semaine du 14 octobre 2024, préalablement à la réunion du conseil d'administration de SQI devant émettre son avis sur le projet d'Offre.

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

Siège social : 2-10 rue Thierry Le Luron - 92300 Levallois-Perret - France - +33 (0)1 85 64 20 20
Société anonyme au capital de 3.734.284,80 € - RCS Nanterre 353 861 909
APE : 6202A - N° TVA intracommunautaire : FR 85353861909



www.sqi.com



s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Crowe HAF 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 n°2006-15 de l'AMF :

- 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 SQLI (analyse du cours de bourse, 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 l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'alinéa 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- 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 Crowe HAF, 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.

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

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Philippe Donché-Gay".

Philippe DONCHÉ-GAY
Président Directeur Général
Groupe SQLI

Siège social : 2-10 rue Thierry Le Luron - 92300 Levallois-Perret - France - +33 (0)1 85 64 20 20
Société anonyme au capital de 3,734,264,80 € - RCS Nanterre 353 861 909
APE : 6202A - N° TVA intracommunautaire : FR 85353861909



www.sqli.com