

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



Esker SA

EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ESKER INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Boréal Bidco SAS



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité relative à l'offre publique d'achat en date du 22 novembre 2024, apposé le visa n° 24-496 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La Note en Réponse a été établie par Esker SA conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, et engage la responsabilité de ses signataires.

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 rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

Des exemplaires de la Note en Réponse sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.fr). Ils peuvent être obtenus sans frais sur simple demande auprès d'Esker (113, Boulevard de la Bataille de Stalingrad – 69100 Villeurbanne).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Esker seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.3	Rappels des principaux termes de l'Offre	8
1.3.1	Termes de l'Offre	8
1.3.2	Ajustement des termes de l'Offre.....	8
1.3.3	Nombre et nature des actions visées par l'Offre	9
1.3.4	Situation des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions	9
1.3.5	Situation des titulaires d'options de souscription.....	11
1.3.6	Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire	12
1.4	Conditions de l'Offre.....	13
1.4.1	Seuil de caducité.....	13
1.4.2	Seuil de renonciation.....	13
1.4.3	Autorisations réglementaires	14
1.5	Modalités de l'Offre	14
1.5.1	Modalités de dépôt de l'Offre	14
1.5.2	Procédure d'apport à l'Offre	15
1.5.3	Réouverture de l'Offre	16
1.6	Calendrier indicatif de l'Offre	16
1.7	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	18
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ	20
2.1	Composition du conseil de surveillance de la Société.....	20
2.2	Rappel des décisions préalables du conseil de surveillance de la Société.....	20
2.3	Avis motivé du conseil de surveillance de la Société.....	21
3.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	28
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ	28
5.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	28
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	28
6.1	L'Accord de Soutien conclu avec la Société	28
6.2	L'Accord d'Investissement conclu par Bridgepoint, General Atlantic et les Managers Ré-Investisseurs et les traités d'apport conclus avec les Managers Ré-Investisseurs.....	30
6.3	Mécanismes d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés.....	32
6.4	Pacte d'Associés.....	32
6.5	Le Contrat de Liquidité	35
6.6	Autres accords dont la Société a connaissance.....	36

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	36
7.1 Structure du capital de la Société	36
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions.....	37
7.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils	37
7.2.2 Transferts d'actions	38
7.3 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce	38
7.4 Participations directes et 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	38
7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	38
7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	38
7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	39
7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	39
7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire	39
7.8.2 Modification des statuts de la Société	39
7.9 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	39
7.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	41
7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	41
7.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	41
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	41
9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	42
10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	42
ANNEXE 1 : Avis du comité social et économique	43
ANNEXE 2 : Rapport de l'expert indépendant	44

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Boréal Bidco SAS, une société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est sis 21 avenue Kléber, 75116 Paris, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 931 131 338 RCS Paris (« **Boréal Bidco** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Esker SA, une société anonyme de droit français, dont le siège social est sis 113 Boulevard de la Bataille de Stalingrad, 69100 Villeurbanne, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 331 518 498 RCS Lyon (« **Esker** » ou la « **Société** », avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0000035818 d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions Esker (les « **Actions** ») au prix de 262 euros par action par le biais d'une offre publique d'achat, dont les termes sont décrits ci-dessous (l'« **Offre** »). Les termes et conditions de l'Offre sont stipulés dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur et déposé le 25 octobre 2024 auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** »), dont la version visée a été déclarée conforme par l'AMF le 22 novembre 2024 (la « **Note d'Information** »). La Société a également établi un projet de note en réponse déposé auprès de l'AMF en date du 25 octobre 2024 (le « **Projet de Note en Réponse** »), dont la version visée a été déclarée conforme par l'AMF le 22 novembre 2024.

L'Initiateur, de première part, Monsieur Jean-Michel Bérard, président du directoire de la Société, Monsieur Emmanuel Olivier, membre du directoire de la Société, et Monsieur Jean-Jacques Bérard, vice-président recherche et développement de la Société (ensemble les « **Dirigeants Ré-Investisseurs** »), de deuxième part, et Boréal Topco, une société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 21, avenue Kléber, 75116 Paris, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 931 125 686 RCS Paris (« **Boréal Topco** »), de troisième part, se sont constitués en concert au sens de l'article L. 233-10, I du code de commerce (ensemble, le « **Concert** »), en vue de la prise de contrôle de la Société par l'Initiateur en cas de réussite de l'Offre conformément au traité d'apport conclu le 24 octobre 2024 présenté à la section 6.2 de la Note en Réponse.

A la date de la Note en Réponse, les membres du Concert¹ détiennent ensemble 644.449 Actions, représentant 10,6% du capital et 17,2% des droits de vote théoriques de la Société étant précisé que les Dirigeants Ré-Investisseurs se sont par ailleurs vu attribuer 6.400 actions gratuites en période d'acquisition, qui ne sont pas visées par l'Offre, et que les Dirigeants Ré-Investisseurs se sont engagés à céder à l'Initiateur conformément au Contrat de Liquidité décrit à la section 6.5 de la Note en Réponse.

Les Actions visées par l'Offre sont détaillées à la section 1.3.3 de la Note en Réponse. Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur (i) les actions que les Dirigeants Ré-Investisseurs (tel que ce terme est défini ci-dessus), membres du Concert se sont engagés, dans le cadre de l'Accord d'Investissement (tel que ce terme est défini ci-après) à apporter en nature à Boréal Topco, une société détenant indirectement l'Initiateur, soit 280.400 Actions, (ii) les Actions auto-détenues par la Société que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre aux termes de l'Accord de Soutien (tel que ce terme est défini ci-après), soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 143.474 Actions et (iii)

¹ En ce compris les actions détenues par B&S, un véhicule d'investissement dont le capital est majoritairement détenu par Monsieur Jean-Michel Bérard

les actions gratuites et les actions résultant de l'exercice d'options de souscription émises au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux du Groupe qui sont encore soumises à une période de conservation à la date de l'Offre et qui sont couvertes par le Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après), soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 71.366 Actions ((i), (ii) et (iii) ensemble, les « **Actions Exclues** »).

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les actions qui sont susceptibles d'être émises après la clôture de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre Réouverte) à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur et compte tenu de la renonciation des Dirigeants Ré-Investisseurs mentionnée à la section 1.3.4 de la Note en Réponse, un nombre maximum de 168.300 actions.

L'Offre revêt un caractère volontaire et est mise en œuvre selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au Seuil de Caducité et au Seuil de Renonciation décrits aux sections 1.4.1 et 1.4.2 de la Note en Réponse.

L'Offre sera suivie, si les conditions requises sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Morgan Stanley et Société Générale (les « **Banques Présentatrices** ») ont déposé le projet d'Offre le 25 octobre 2024 auprès de l'AMF.

Il est précisé que seule Société Générale garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Esker est un leader mondial des solutions d'automatisation des cycles de gestion *Source-to-Pay* et *Order-to-Cash* qui valorise les départements financiers et services clients des entreprises en renforçant la coopération interentreprises.

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Offre, dont l'intégralité du capital social et des droits de vote est indirectement détenue par Bridgepoint Europe VII Investments (2) S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social sis 6B, rue du Fort Niedergrünwald, 2226 Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B276872 (« **Bridgepoint** »).

Bridgepoint est un affilié de Bridgepoint Group plc, un gestionnaire d'actifs alternatifs international et coté, spécialisé dans le *Private Equity*, les infrastructures et la dette privée. Avec plus de 67 milliards d'euros d'actifs sous gestion et plus de 200 professionnels de l'investissement répartis en Europe, en Amérique du Nord et en Asie, Bridgepoint conjugue l'échelle mondiale et la connaissance des marchés

locaux et l'expertise sectorielle.

Bridgepoint dispose d'un site internet accessible notamment en langues française et anglaise : www.bridgepoint.eu.

L'Initiateur, qui est indirectement détenu par Bridgepoint à la date de la Note en Réponse, a approché la Société et, après une période de discussion, de diligences et de négociations, a fait une offre à la Société aux termes de laquelle l'Initiateur s'est engagé à déposer une offre publique d'achat sur les Actions de la Société à un prix de 262 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

Le conseil de surveillance de la Société, réuni le 18 septembre 2024, a, à l'unanimité, accueilli favorablement l'Offre, sans préjuger de l'avis motivé qui sera émis par le conseil de surveillance après réception de l'attestation d'équité de l'expert indépendant et de l'avis du comité social et économique (« **CSE** ») de la Société et a autorisé la conclusion d'un accord de soutien à l'Offre entre la Société et l'Initiateur (l'« **Accord de Soutien** »). L'Accord de Soutien, qui a été conclu le 19 septembre 2024, prévoit notamment un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre, et un engagement de la Société de coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Les principaux termes de l'Accord de Soutien sont décrits à la section 6.1 de la Note en Réponse.

Le conseil de surveillance de la Société a mis en place un comité *ad hoc*, composé de trois membres indépendants, chargé de la supervision des travaux de l'expert indépendant. Sur recommandation du comité *ad hoc*, le conseil de surveillance a désigné le 16 septembre 2024 Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en tant qu'expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre en application de l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

A la suite de la signature de l'Accord de Soutien, le processus d'information-consultation du CSE a été initié le 20 septembre 2024 et s'est achevé le 18 octobre 2024. Le CSE a émis un avis neutre sur l'Offre le 18 octobre 2024. L'avis du CSE de la Société est reproduit à la section 3 de la Note en Réponse.

General Atlantic, investisseur spécialisé dans la fourniture de capitaux et de soutien stratégique à des entreprises de croissance, entend s'associer au financement de l'Offre aux côtés de Bridgepoint, en cas de succès de l'Offre. Son investissement sera réalisé par la souscription d'actions ordinaires de Boréal Topco par General Atlantic Cp B.V., une société de droit néerlandais, ayant son siège social sis Prinsengracht 769 A, 1017 JZ Amsterdam, Pays-Bas (« **General Atlantic B.V.** ») et par la souscription d'obligations convertibles en actions ordinaires de Boréal Topco par General Atlantic Coöperatief U.A, une société de droit néerlandais, ayant son siège social sis Prinsengracht 769 A, 1017 JZ Amsterdam, Pays-Bas (« **General Atlantic Coop** » et, avec General Atlantic B.V., « **General Atlantic** »).

Le 19 septembre 2024, Bridgepoint, General Atlantic B.V., Boréal Topco, Boréal Midco, une société par actions simplifiée, ayant son siège social sis 21, avenue Kléber 75116 Paris, France et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 931 131 387 RCS Paris (« **Boréal Midco** »), l'Initiateur, et les Dirigeants Ré-Investisseurs ont conclu un accord d'investissement (l'« **Accord d'Investissement** ») dont les principaux termes sont décrits à la section 6.2 de la Note en Réponse. 21 autres cadres dirigeants du Groupe ont ensuite adhéré à l'Accord d'Investissement entre le 23 octobre 2024 et le 24 octobre 2024 (les « **Autres Managers Ré-Investisseurs** », et ensemble avec les Dirigeants Ré-Investisseurs, les « **Managers Ré-Investisseurs** »).

Les Managers Ré-Investisseurs, qui détiennent au total 723.681 Actions représentant environ 11,9% du capital, dont 652.515 Actions disponibles, se sont engagés au titre de l'Accord d'Investissement à procéder à un apport en nature d'une partie de leurs Actions disponibles au bénéfice de Boréal Topco (303.819 Actions représentant 5,0% du capital) et à apporter le solde de leurs Actions disponibles à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (348.696 Actions représentant 5,7% du capital). L'apport en nature interviendra postérieurement à la clôture de l'Offre initiale, sous réserve du succès de celle-ci.

En cas de succès de l'Offre, l'Initiateur prendra le contrôle de la Société. En outre, en cas de succès de l'Offre et à l'issue de la réalisation des apports en nature et des transactions connexes décrites à la section 6 de la Note en Réponse, l'Initiateur restera contrôlé indirectement par Bridgepoint. General Atlantic et les Managers Ré-Investisseurs deviendront des actionnaires minoritaires indirects de l'Initiateur.

1.3 Rappels des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé, le 25 octobre 2024, le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire portant sur la totalité des Actions de la Société à l'exception des Actions Exclues.

Dans le cadre de l'Offre, qui se déroulera selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, au prix de 262 euros par Action, la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre.

Société Générale 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 règlement général de l'AMF.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date de la Note en Réponse et la date du règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou de l'Offre Réouverte (incluse), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à une distribution de dividendes ou d'acomptes sur dividendes, de réserves, de primes ou procéderait à un remboursement ou une réduction de son capital social et dans tous les cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit serait fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou de l'Offre Réouverte (incluse), le Prix de l'Offre par Action serait réduit en conséquence, pour tenir compte de cette opération, étant précisé que dans l'hypothèse où l'opération aurait lieu entre la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Réouverte serait ajusté.

Tout ajustement du Prix de l'Offre sera réalisé dans le respect des règles du règlement général de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

1.3.3 Nombre et nature des actions visées par l'Offre

À la date de la présente Note en Réponse, les membres du Concert détiennent ensemble 644.449 Actions de la Société, représentant 10,6% du capital et 17,2% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions qui sont déjà émises, autres que les Actions Exclues, c'est-à-dire au 31 octobre 2024 et à la connaissance de la Société, un nombre de 5.588.071 Actions ; et
- les actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou la clôture de l'Offre Réouverte du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions, soit au 31 octobre 2024 et à la connaissance de la Société, un maximum de 27.672 nouvelles Actions.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions Exclues, à savoir :

- les actions que les Dirigeants Ré-Investisseurs, membres du Concert, se sont engagés à apporter en nature à Boréal Topco, dans le cadre de l'Accord d'Investissement tel que détaillé à la section 6.2 de la Note en Réponse, soit 280.400 Actions ;
- les Actions auto-détenues par la Société, soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 143.474 Actions ; et
- les actions gratuites et actions résultant de l'exercice d'options de souscription émises au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux du Groupe qui sont encore soumises à une période de conservation à la date de l'Offre et qui sont couvertes par le Contrat de Liquidité, soit à la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse 71.366 Actions.

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les actions qui sont susceptibles d'être émises après la clôture de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre Réouverte) à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur et compte tenu de la renonciation des Dirigeants Ré-Investisseurs mentionnée à la section 1.3.4 de la Note en Réponse, un nombre maximum de 168.300 actions.

Il n'existe pas, à la date de la Note en Réponse, d'autres titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits accordés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société en dehors des actions gratuites en période d'acquisition décrites à la section 1.3.4 de la Note en Réponse.

1.3.4 Situation des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions au bénéfice des salariés et/ou mandataires sociaux du Groupe. Le tableau ci-dessous résume, à la connaissance de la Société, les principales caractéristiques des plans d'attributions gratuites d'actions en vigueur à la date de la Note en Réponse.

L'intégralité des actions gratuites attribuées par la Société ne peuvent être définitivement acquises qu'à condition que leur bénéficiaire respecte une condition de présence jusqu'à la fin de la période d'acquisition, étant précisé qu'aucune acquisition définitive n'est assujettie à une condition de

performance.

Plans	Date de l'assemblée générale	Date d'attribution par le directoire	Nombre total d'actions gratuites attribuées gratuitement	Date de l'acquisition définitive	Fin de la période de conservation	Nombre total d'actions en période d'acquisition	Nombre total d'actions en période de conservation
Plan mars 2021	18/06/2020	05/03/2021	49.200	05/03/2023	05/03/2025	0	38.580
Plan mars 2021	18/06/2020	05/03/2021	2.100	05/03/2025	N/A	1.957	0
Plan mars 2021	18/06/2020	05/03/2021	2.100	05/03/2026	N/A	1.957	0
Plan mars 2021	18/06/2020	05/03/2021	2.100	05/03/2027	N/A	2.024	0
Plan avril 2021	18/06/2020	01/04/2024	200	01/04/2023	01/04/2025	0	200
Plan avril 2021	18/06/2020	01/04/2024	466	01/04/2025	N/A	443	0
Plan avril 2021	18/06/2020	01/04/2024	466	01/04/2026	N/A	443	0
Plan avril 2021	18/06/2020	01/04/2024	468	01/04/2027	N/A	464	0
Plan juin 2022	18/06/2020	01/06/2022	12.960	01/06/2024	01/06/2026	0	12.960
Plan juin 2022	18/06/2020	01/06/2022	12.960	01/06/2025	01/06/2027	12.960	0
Plan juin 2022	18/06/2020	01/06/2022	12.960	01/06/2026	01/06/2028	12.960	0
Plan juin 2022	18/06/2020	01/06/2022	12.960	01/06/2027	01/06/2029	12.960	0
Plan octobre 2022	15/06/2022	01/10/2022	59.100	01/10/2025	N/A	55.580	0
Plan novembre 2023	21/06/2023	06/11/2023	56.932	06/11/2026	N/A	55.957	0
Plan septembre 2024	19/06/2024	02/09/2024	60.479	02/09/2027	N/A	60.419	0
TOTAL	-	-	285.451	-	N/A	218.124	51.740

Sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les actions gratuites encore soumises à une période d'acquisition ou de conservation à la date de l'Offre ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf si les périodes d'acquisition ou de conservation, le cas échéant, expirent avant la date estimée de clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte le cas échéant.

En application de l'Accord d'Investissement, les Dirigeants Ré-Investisseurs se sont engagés à renoncer dans les 10 jours de bourse suivant la date de règlement-livraison de l'Offre initiale à leurs actions gratuites actuellement en période d'acquisition et qui ne seraient transférables que postérieurement au 1^{er} juillet 2026, soit un total de 49.824 actions pour l'ensemble des Dirigeants Ré-Investisseurs.

Compte tenu de cette renonciation et à la connaissance de la Société :

- un nombre maximum de 168.300 actions gratuites issues des plans de mars 2021, avril 2021, juin 2022, octobre 2022, novembre 2023 et septembre 2024, seront encore en période d'acquisition à la date de clôture estimée de l'Offre Réouverte ; et
- 54.169 actions gratuites issues des plans de mars 2021, avril 2021 et juin 2022 (ainsi que de plans plus anciens s'agissant d'obligations de conservation applicables aux mandataires sociaux de la Société) seront encore en période de conservation à la date de clôture estimée de l'Offre Réouverte.

Les actions gratuites qui sont encore soumises à une période d'acquisition ou de conservation à la date de l'Offre seront couvertes par le mécanisme de liquidité prévu par le Contrat de Liquidité décrit à la section 6.5 de la Note en Réponse, sous réserve de l'adhésion des bénéficiaires d'actions gratuites indisponibles au Contrat de Liquidité.

A la date de la Note en Réponse, les actions gratuites indisponibles détenues par les bénéficiaires qui ont déjà adhéré au Contrat de Liquidité représentent un total de 66.755 actions gratuites en période d'acquisition et 48.166 actions gratuites en période de conservation.

1.3.5 Situation des titulaires d'options de souscription

À la date de la Note en Réponse, la Société a attribué à certains salariés et/ou mandataires sociaux du Groupe des options de souscription d'actions qui sont encore susceptibles d'être exercées et qui donnent chacune droit à une action ordinaire de la Société. L'intégralité des options de souscription d'actions sont exerçables à la date de la Note en Réponse, étant précisé que leur prix de souscription est inférieur au Prix de l'Offre.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans en vigueur relatifs aux options de souscription d'actions en circulation non exercées au 31 octobre 2024.

Les titulaires d'options de souscription attribuées par la Société pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à raison de l'exercice de ces options de souscription pour autant que les Actions résultant de leur exercice soient cessibles en application des plans d'options de souscription sous-jacents.

Ainsi, au 31 octobre 2024 :

Plan	Date de l'assemblée générale	Date d'attribution par le directoire	Nombre d'options de souscription en circulation	Prix d'exercice	Date limite d'exercice	Exerçables	Non exerçables
Plan avril 2015	14/06/2012	01/04/2015	1.500	19,62	31/03/2025	1.500	0
Plan juillet 2016	16/06/2015	01/07/2016	2.500	32,92	30/06/2026	2.500	0
Plan mai 2017	16/06/2015	04/05/2017	2.939	46,55	03/05/2027	2.939	0
Plan juin 2018	16/06/2015	01/06/2018	4.866	57,49	31/05/2028	4.866	0
Plan juin 2019	21/06/2018	24/06/2019	7.060	79,75	23/06/2029	7.060	0
Plan mai 2020	21/06/2018	04/05/2020	8.807	99,60	30/04/2030	8.807	0

- 27.672 options de souscription d'actions attribuées par la Société restent exerçables et leurs titulaires pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à raison de l'exercice de ces options de souscription ; et
- 25.200 actions résultent notamment de l'exercice d'options de souscription d'actions détenues dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE) et sont soumises à une période de conservation qui n'expirera pas avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas).

Les Actions résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions qui sont encore soumises à une période de conservation à la date de l'Offre seront couvertes par le mécanisme de liquidité prévu par le Contrat de Liquidité décrit à la section 6.5 de la Note en Réponse, sous réserve de l'adhésion des titulaires d'Actions résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions soumises à une période de conservation à la date de l'Offre au Contrat de Liquidité.

A la date de la Note en Réponse, les Actions résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions soumises à une période de conservation détenues par les bénéficiaires qui ont déjà adhéré au Contrat de Liquidité représentent un total de 23.200 Actions.

1.3.6 Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire

Conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, le cas échéant, en cas de réouverture de l'Offre, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire des Actions moyennant une indemnité unitaire égale au Prix de l'Offre, si le nombre d'Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur ou toute personne agissant de concert avec l'Initiateur) ne représente pas, à l'issue de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre

Réouverte, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure de procéder au Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve le droit de déposer, dans le cadre de la réglementation applicable, une offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire portant sur les Actions qu'il ne détient pas directement ou indirectement, seul ou de concert, à cette date. Dans ce cas, l'offre sera soumise à l'examen de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci, notamment au vu du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

La mise en œuvre d'un retrait obligatoire entraînera la radiation automatique des Actions du marché Euronext Growth Paris.

1.4 Conditions de l'Offre

1.4.1 Seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de clôture de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, directement ou indirectement, un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (ce seuil étant ci-après dénommé le « **Seuil de Caducité** »).

La détermination du Seuil de Caducité suit les règles énoncées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat final de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires après la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû à ces propriétaires.

1.4.2 Seuil de renonciation

En sus du Seuil de Caducité, l'Offre sera caduque en application des dispositions de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF si, à la date de clôture de l'Offre initiale, l'Initiateur ne détient pas, directement ou indirectement, un nombre d'Actions représentant une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 60% sur une base pleinement diluée (ce seuil étant ci-après dénommé le « **Seuil de Renonciation** »).

Le Seuil de Renonciation sera calculé comme suit :

- au numérateur, seront incluses (i) toutes les Actions de la Société apportées à l'Offre Initiale, (ii) 303.819 Actions qui seront apportées en nature à Boréal Topco par les Managers Ré-Investisseurs en application de l'Accord d'Investissement (dont 280.400 détenues par les Dirigeants Ré-Investisseurs, membres du Concert), (iii) les Actions auto-détenues par la Société et (iv) les Actions Indisponibles détenues par des bénéficiaires ayant adhéré au Contrat de Liquidité avant la clôture de l'Offre ; et

- au dénominateur, seront incluses (i) toutes les Actions existantes de la Société émises à la date de clôture de l'Offre initiale et (ii) toutes les Actions susceptibles d'être émises au titre d'actions gratuites en période d'acquisition ou au résultat de l'exercice d'options de souscription non exercées à la date de clôture de l'Offre initiale.

L'atteinte du Seuil de Renonciation ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui interviendra à l'issue de cette dernière.

Conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, si le Seuil de Renonciation n'est pas atteint, et à moins que l'Initiateur n'ait décidé de renoncer au Seuil de Renonciation, les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement, de quelque nature que ce soit, ne soit dû auxdits propriétaires.

Toutefois, l'Initiateur se réserve le droit de renoncer au Seuil de Renonciation jusqu'à la date de publication par l'AMF des résultats de l'Offre.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve également le droit de supprimer ou d'abaisser le Seuil de Renonciation en déposant une surenchère au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 232-6 et 232-7 du règlement général de l'AMF.

1.4.3 Autorisations réglementaires

Autorisation réglementaire au titre du contrôle des investissements étrangers italien

L'Initiateur a déposé une demande d'autorisation auprès des autorités italiennes du contrôle des investissements étrangers le 25 septembre 2024. L'autorisation des autorités italiennes du contrôle des investissements étrangers a été obtenue le 22 octobre 2024.

Autorisations réglementaires au titre du contrôle des concentrations

L'Initiateur a déposé une demande d'autorisation au titre du contrôle des concentrations auprès de l'autorité de la concurrence française le 27 septembre 2024. L'autorisation de l'autorité de la concurrence française a été obtenue le 15 octobre 2024.

L'Initiateur a également déposé une demande d'autorisation au titre du contrôle des concentrations auprès des autorités américaines compétentes en matière de contrôle des concentrations le 1^{er} octobre 2024. L'autorisation a été obtenue le 1^{er} novembre 2024 à la suite de l'expiration du délai d'examen des autorités compétentes.

1.5 Modalités de l'Offre

1.5.1 Modalités de dépôt de l'Offre

Conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.fr).

L'AMF a publié le 22 novembre 2024 une déclaration de conformité concernant 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.

La Note d'Information et la Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF, sont, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, mises en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.fr).

Le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.fr).

Avant l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis annonçant l'ouverture de l'Offre et le calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant le contenu de l'Offre et précisant les modalités de sa réalisation.

1.5.2 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de rejeter, à sa seule discrétion, les Actions apportées à l'Offre qui ne remplissent pas cette condition.

Le projet d'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Toute différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rapportant à ce projet d'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Offre initiale sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation, étant précisé que l'Offre pourrait faire l'objet d'une réouverture dans les conditions de la section 1.5.3 de la présente Note en Réponse.

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront, en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté, délivrer un ordre d'apport à l'Offre de leurs Actions à leur intermédiaire financier. Les actionnaires détenant leurs actions au nominatif pur pourront délivrer un ordre d'apport à l'Offre à Uptevia, l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions de la Société. Les actionnaires de la Société peuvent se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour s'assurer des modalités d'apport et des délais pour participer à l'Offre.

En application de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport des Actions à l'Offre peuvent être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre (inclusive). Après cette date, ces ordres d'apport deviendront irrévocables.

Aucun intérêt ne sera versé par l'Initiateur pour la période comprise entre la date à laquelle les Actions sont apportées à l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre. Cette date de règlement sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement-livraison interviendra après les opérations de centralisation.

1.5.3 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, en cas de succès de l'Offre, l'Offre sera automatiquement réouverte au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, aux mêmes conditions que l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »). Dans ce cas, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera au moins dix jours de négociation.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

Toutefois, l'Initiateur se réserve le droit, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un Retrait Obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions prévues par les articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel Retrait Obligatoire dans un délai de 10 jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans ce cas, l'Offre ne serait pas réouverte.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

Date	Principales étapes de l'Offre
25 octobre 2024	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Bridgepoint (www.bridgepoint.eu/shareholders/Sep-2024-microsite) et de la Société (www.esker.com). - Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
25 octobre 2024	- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du conseil de surveillance de la Société et le rapport de l'expert indépendant. - Mise à disposition du public du Projet de Note en Réponse de la Société et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.com). - Publication par la Société d'un communiqué de presse annonçant la disponibilité du Projet de Note en Réponse de la Société.
22 novembre 2024	- Publication de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF.
25 novembre 2024	- Mise à disposition du public de la Note d'Information et de la Note en Réponse sur les sites internet de la Société (www.esker.com), de Bridgepoint (www.bridgepoint.eu/shareholders/Sep-2024-microsite) et de l'AMF (www.amf-france.org). - Publication par l'Initiateur du communiqué de presse de mise à disposition de la Note d'Information - Publication par la Société du communiqué de presse de mise à disposition de la Note en Réponse
28 novembre 2024	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de Bridgepoint (www.bridgepoint.eu/shareholders/Sep-2024-microsite) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.esker.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société.
29 novembre 2024	- Publication par l'Initiateur du communiqué de presse de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Publication par la Société du communiqué de presse de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société.
2 décembre 2024	- Ouverture de l'Offre.
9 janvier 2025	- Clôture de l'Offre.
14 janvier 2025	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
15 janvier 2025	- En cas de succès de l'Offre, publication de l'avis de réouverture de l'Offre par Euronext, ou mise en œuvre du Retrait Obligatoire si les conditions sont remplies.
17 janvier 2025	- En cas de succès de l'Offre, ouverture de l'Offre Réouverte.
24 janvier 2025	- En cas de succès de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre.
30 janvier 2025	- Clôture de l'Offre Réouverte.
4 février 2025	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte.

14 février 2025	- Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.
3 mars 2025	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire, si les conditions sont remplies.

1.7 **Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

En conséquence, l'Offre est faite aux porteurs d'Actions de la Société situés en France et hors de France, sous réserve que les lois locales auxquelles ils sont soumis leur permettent de participer à l'Offre sans que l'Initiateur n'ait à accomplir de formalités supplémentaires.

La diffusion de la Note d'Information, de la Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni la Note d'Information, ni la Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constitue une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers ou une sollicitation d'offre dans un pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale, ne pourrait être légalement effectuée ou nécessiterait la publication d'un prospectus ou toute autre formalité conformément aux lois financières locales. Les détenteurs d'Actions situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où cette participation est autorisée par les lois locales auxquelles ils sont soumis.

En conséquence, les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information, 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 pays.

L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E après application des exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « Tier II ») et aux exigences du droit français. En raison de ces dernières, l'Offre sera soumise à certaines règles procédurales, notamment relatives à la notification de la réouverture de l'Offre, au règlement-livraison, à l'achat d'Actions en dehors de l'Offre aux dates de paiement, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques.

Sous réserve de certaines exceptions, la règle 14e-5 de la Loi de 1934 interdit toute « personne couverte » (« *covered person* »), directement ou indirectement, d'acquérir ou de prendre des dispositions afin d'acquérir des actions de la société visée en dehors de l'Offre ou toutes valeurs

mobilières immédiatement convertibles, échangeables ou exerçables en actions de la société visée, sauf dans le cadre de l'Offre. Cette interdiction s'applique de la date d'annonce de l'Offre jusqu'à l'expiration de l'Offre Réouverte. « Personne couverte » est définie comme étant (i) l'initiateur et ses sociétés affiliées, (ii) le gérant de l'initiateur et ses sociétés affiliées, (iii) tout conseiller de l'une des personnes susmentionnées, dont la rémunération dépend de la réalisation de l'Offre et (iv) toute personne agissant, directement ou indirectement, de concert avec l'une des personnes spécifiées ci-dessus.

Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France conformément à la réglementation en vigueur, elles seraient également rendues publiques sur le site internet de la Société (www.esker.fr). Cette publication sera également mise à la disposition des actionnaires américains dans une traduction en anglais sur le site internet de la Société (www.esker.fr). Aucun achat ou aucune disposition en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de l'Initiateur et de la Société peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres de la Société, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

Le paiement du prix de l'Offre aux actionnaires américains de la Société pourrait être une opération imposable y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de la Société consulte un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de la Société de faire valoir leurs droits en vertu de la législation boursière fédérale américaine, étant donné que l'Initiateur et la Société ont leurs sièges sociaux respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et que certains ou la totalité de leurs dirigeants et administrateurs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de la Société pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis d'Amérique à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

La Note d'Information et la Note en Réponse n'ont été ni déposées ni examinées par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique (en ce compris la Securities and Exchange Commission des États-Unis d'Amérique), et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans la Note d'Information et la Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

L'Offre est faite aux actionnaires de la Société résidant aux États-Unis d'Amérique dans les mêmes conditions que celles faites à l'ensemble des actionnaires de la Société auxquels l'Offre est faite.

Aux fins des deux paragraphes précédents, les États-Unis désignent les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le district de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ

2.1 Composition du conseil de surveillance de la Société

Le conseil de surveillance de la Société est actuellement composé de 5 membres, tous indépendants :

- Madame Marie-Claude Bernal, présidente ;
- Madame Nicole Pelletier-Perez, vice-présidente ;
- Monsieur Jean-Pierre Lac ;
- Monsieur Steve Vandenberg ; et
- Madame Ameeta Soni.

2.2 Rappel des décisions préalables du conseil de surveillance de la Société

Le conseil de surveillance de la Société, réuni le 5 septembre 2024, a mis en place un comité *ad hoc* composé de Madame Marie-Claude Bernal, présidente du comité *ad hoc*, Monsieur Jean-Pierre Lac et Madame Nicole Pelletier-Perez, conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (comité *ad hoc* composé de membres indépendants) et à la recommandation R7 du code Middlenext, à l'effet de (i) recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil de surveillance de la Société, (ii) déterminer l'étendue de sa mission et (iii) assurer le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du conseil de surveillance de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le conseil de surveillance de la Société, réuni le 16 septembre 2024, a, sur la base de la recommandation du Comité *ad hoc*, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

L'Investisseur a adressé au conseil de surveillance, le 16 septembre 2024, une lettre d'offre ferme (l'« **Offre Ferme** ») confirmant l'intention de l'Investisseur de déposer une Offre.

L'Offre Ferme a fait l'objet d'une discussion au sein du conseil de surveillance lors de sa réunion du 16 septembre 2024, lequel a décidé d'autoriser la finalisation des négociations sur la documentation contractuelle relative à l'opération envisagée, notamment l'Accord de Soutien régissant les droits et obligations de la Société et de l'Initiateur en lien avec l'Offre qui serait lancée par ce dernier, et a prévu de se réunir à nouveau pour prendre une décision au regard de la version finale de cette documentation et des termes de l'opération envisagée.

Ainsi, le conseil de surveillance, réuni le 18 septembre 2024, a accueilli favorablement le dépôt envisagé du projet d'Offre sur les actions de la Société par l'Initiateur, sans préjudice de l'avis motivé qui devra être rendu ultérieurement par le conseil de surveillance après remise du rapport de l'expert indépendant et de l'avis du comité social et économique (CSE) de la Société, a approuvé la signature de l'Accord de Soutien, ainsi que le projet de communiqué de presse relatif à l'opération envisagée, et a donné tous pouvoirs au président du directoire à cet effet.

L'Accord de Soutien, qui a été conclu le 19 septembre 2024, prévoit notamment un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre, et un engagement de la Société de coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'accueil favorable du principe de l'Offre par le conseil de surveillance de la Société et la nomination du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant, ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 19 septembre 2024.

A la suite de la signature de l'Accord de Soutien, le processus d'information-consultation du CSE a été initié le 20 septembre 2024 et s'est achevé le 18 octobre 2024.

2.3 Avis motivé du conseil de surveillance de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance se sont réunis, le 22 octobre 2024, sur convocation du président du conseil de surveillance, conformément aux statuts de la Société, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil de surveillance était alors composé de la façon suivante :

- Madame Marie-Claude Bernal, présidente ;
- Madame Nicole Pelletier-Perez, vice-présidente ;
- Monsieur Jean-Pierre Lac ;
- Monsieur Steve Vandenberg ;
- Madame Ameeta Soni.

Tous les membres du conseil de surveillance de la Société étaient présents ou représentés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Madame Marie-Claude Bernal, en sa qualité de présidente du conseil de surveillance.

L'avis motivé du conseil de surveillance de la Société a été adopté à l'unanimité de ses membres le 22 octobre 2024. Cet avis motivé a ensuite été réitéré à l'unanimité des membres du conseil de surveillance de la Société le 28 octobre 2024, connaissance prise de la version définitive de l'attestation d'équité remise par le cabinet Finexsi en date du 25 octobre 2024.

La délibération du conseil de surveillance de la Société contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous *in extenso* :

« Le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat volontaire visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 262 euros par action (l'« Offre »), initié par Boréal Bidco

(l'« **Initiateur** »), une société française constituée pour les besoins de l'Offre, indirectement détenue par Bridgepoint Europe VII Investments (2) S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social sis 6B, rue du Fort Niedergrünwald, 2226 Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B276872 (l'« **Investisseur** »).

La Présidente rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur, dont une copie a été remise aux membres du Conseil de Surveillance avant la présente réunion.

Elle rappelle également que dans le cadre du projet d'Offre, le Conseil de Surveillance a constitué, le 5 septembre 2024, un comité ad hoc comportant trois membres, tous indépendants, afin de (i) proposer au Conseil de Surveillance la désignation d'un expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre (le « **Comité ad hoc** »), lequel est composé comme suit :

- Madame Marie-Claude Bernal, présidente du Comité ad hoc,
- Madame Nicole Pelletier Perez,
- Monsieur Jean-Pierre Lac.

La Présidente rappelle ensuite que le Conseil de Surveillance, réuni le 16 septembre 2024, a décidé, sur proposition du Comité ad hoc, de désigner Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant aux fins de rendre un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat initiée par l'Initiateur sur les actions de la Société, en application des articles 261-I-1, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

La Présidente rappelle par ailleurs que l'Initiateur a adressé au Conseil de Surveillance, le 16 septembre 2024, une lettre d'offre ferme (l'« **Offre Ferme** ») confirmant l'intention de l'Investisseur de déposer une Offre.

L'Offre Ferme a fait l'objet d'une discussion au sein du Conseil de Surveillance lors de sa réunion du 16 septembre 2024, lequel a décidé d'autoriser la finalisation des négociations sur la documentation contractuelle relative à l'opération envisagée, notamment l'accord de soutien rédigé en langue anglaise (l'« **Accord de Soutien** ») qui régirait les droits et obligations de la Société et de l'Initiateur en lien avec l'Offre qui serait lancée par ce dernier, et a prévu de se réunir à nouveau pour prendre une décision au regard de la version finale de cette documentation et des termes de l'opération envisagée.

Ainsi, le Conseil de Surveillance, réuni le 18 septembre 2024, a accueilli favorablement le dépôt envisagé du projet d'Offre sur les actions de la Société par l'Initiateur, sans préjudice de l'avis motivé qui devra être rendu ultérieurement par le Conseil de Surveillance après remise du rapport de l'expert indépendant et de l'avis du comité social et économique (CSE) de la Société, a approuvé la signature de l'Accord de Soutien, ainsi que le projet de communiqué de presse relatif à l'opération envisagée, et a donné tous pouvoirs au Président du Directoire à cet effet.

Par ailleurs, à la suite de la signature de l'Accord de Soutien, le processus d'information-consultation du CSE de la Société a été initié le 20 septembre 2024 et s'est achevé le 18 octobre 2024.

La Présidente rappelle enfin que si les conditions réglementaires sont satisfaites à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions Esker en circulation à l'issue de l'Offre aux mêmes conditions financières que l'Offre, en vue de la radiation des actions Esker du marché Euronext Growth Paris (le « **Retrait Obligatoire** »).

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du conseil de surveillance ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé concernant le projet d'Offre :

- *le communiqué de presse de la Société publié le 19 septembre 2024 relatif à l'annonce du projet d'Offre ;*
- *le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera en principe déposé auprès de l'AMF le 24 ou le 25 octobre 2024, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Morgan Stanley et Société Générale (les « **Banques Présentatrices** ») ;*
- *l'avis sur le projet d'Offre rendu par le CSE de la Société le 18 octobre 2024 ;*
- *l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 262 euros par action de la Société ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société devant en principe être déposé auprès de l'AMF le 24 ou le 25 octobre 2024, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Finexsi et de l'avis motivé du Conseil de Surveillance.*

Travaux de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 16 septembre 2024, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-I-I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre. Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés par le Comité ad hoc lors de la présentation de ses diligences.

La Présidente indique que le Comité ad hoc a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

La Présidente résume les conclusions des travaux du cabinet Finexsi au Conseil de Surveillance :

- *En ce qui concerne l'actionnaire de la Société, le rapport de l'expert indépendant conclut ce qui suit :*
 - *Le prix d'Offre extériorise une prime de 19,1 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, que l'expert indépendant considère comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur le plan d'affaires du management, communiqué au Conseil de Surveillance de la Société, et extrapolé sur 4 années supplémentaires afin de tendre vers une performance normative. Ce plan, qui reflète les ambitions du management, repose sur une croissance soutenue de l'activité et une amélioration de la profitabilité opérationnelle à un niveau encore jamais atteint historiquement. En cela, l'actionnaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Esker.*
 - *L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de la Société qui le souhaitent, avec une prime de 11,5 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Opération, et une prime de 21,9 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours. Si l'on se place avant la parution des rumeurs sur l'Opération, intervenues le 9 août 2024, la prime s'établit à 30,1 % sur le dernier cours de bourse et à 37,0 % sur le cours de bourse moyen pondéré 60 jours. Il est rappelé que le cours de bourse d'Esker a été perturbé par ces rumeurs, qui ont conduit à des volumes d'échanges inhabituels et une hausse spéculative du cours de 9,2 % sur cette journée.*

- Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire par l'expert indépendant, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 43,1 % et 50,7 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.
 - Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 7,2 % et 13,3 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire par l'expert indépendant.
 - La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Opération fait pour sa part ressortir des primes de 0,8% à 87,1 %.
- En ce qui concerne les accords connexes : l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon l'expert indépendant, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, le cabinet Finexsi est d'avis que le prix d'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Travaux et recommandation du Comité ad hoc

Madame Marie-Claude Bernal, en sa qualité de présidente du Comité ad hoc, rend ensuite compte de la mission du Comité ad hoc et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

Le Comité ad hoc indique que trois cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces trois experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) leur proposition tarifaire, (v) l'absence de conflit d'intérêts et (vi) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité ad hoc sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle de Finexsi.

Le cabinet Finexsi a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le Conseil de Surveillance s'est réuni le 16 septembre 2024 et a désigné, à l'unanimité de ses membres, et conformément à la recommandation du Comité ad hoc, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant.

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

Le Comité ad hoc s'est notamment assuré que 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.

Il est rappelé que le Comité ad hoc a pu en particulier s'entretenir avec l'expert indépendant lors d'une réunion en visioconférence qui s'est tenue le 16 octobre 2024, en présence de l'intégralité des membres du Comité ad hoc et de l'équipe Finexsi.

A cette occasion, l'expert indépendant a pu présenter au Comité ad hoc le détail de ses conclusions et le contenu de son projet de rapport ; et le Comité ad hoc a pu poser à l'expert indépendant toutes questions qu'il a jugé utiles concernant les travaux de l'expert indépendant et notamment leur cohérence avec les éléments d'appréciation du prix qui seront présentés dans le projet de note d'information qui sera déposée auprès de l'AMF, le cas échéant. L'expert indépendant a également présenté au Comité ad hoc les principaux termes des accords connexes.

Le Comité ad hoc s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant correspondait au dernier plan d'affaires communiqué au Conseil de Surveillance.

Le Comité ad hoc a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant, ou que la direction de la Société aurait fait remonter au Conseil de Surveillance ou à l'expert indépendant.

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Le Comité ad hoc a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information. Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, il recommande au Conseil de Surveillance de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du Conseil de Surveillance

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

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, eu égard notamment aux intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois (telles que détaillées dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur), le Conseil de Surveillance relève que :

- l'Initiateur a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de l'accompagner dans le développement de ses logiciels d'automatisation des cycles de gestion Order to Cash et Source to Pay à travers le monde et compte donner à la Société des moyens accrus pour financer des acquisitions afin de contribuer au développement de la Société ; néanmoins, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société ;*
- en cas de succès de l'Offre, la composition des organes sociaux de la Société a vocation à évoluer consécutivement à la clôture de l'Offre pour refléter la nouvelle structure d'actionnariat, de sorte qu'au moins la majorité des membres du conseil de surveillance de la Société soit nommée sur proposition de l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition du Directoire de la Société ;*
- si l'Offre est suivie d'un Retrait Obligatoire entraînant la radiation des actions Esker du marché Euronext Growth Paris, de nouvelles évolutions concernant la gouvernance pourraient être envisagées par l'Initiateur et la Société a vocation à être transformée en société par actions simplifiée ; la gouvernance du Groupe serait alors centralisée au niveau du conseil d'administration de Boréal Topco ;*

- l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, au plan financier, le Conseil de Surveillance relève que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;
- les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime de 30,1% par rapport au cours non affecté de l'action Esker de 201,4 euros au 8 août 2024 (soit la date précédant les premières rumeurs de marché sur une éventuelle opération) et une prime de 36,9%, 43,4% et 62,0%, respectivement, sur les cours moyens de l'action pondérés en fonction du volume sur 3, 6 et 12 mois avant cette date ; ainsi que d'une prime de 11,5 % par rapport au cours du 19 septembre ;
- l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 262 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre. Le Comité ad hoc partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières proposées dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;
- en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il « n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société. Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution à l'issue de l'Offre, qui continuera d'être déterminée par les organes sociaux de la Société conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, au regard notamment des résultats de la Société, de sa capacité financière et de ses besoins de financement. »

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

- l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit « dans une politique de poursuite et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique suivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. Au contraire, l'Offre a vocation à donner plus de moyens au fondateur et à l'équipe de management pour attirer les meilleurs talents. »

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. La Présidente demande notamment aux membres du Conseil de Surveillance de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent. Les membres du Conseil de Surveillance font état des intentions suivantes :

- Madame Marie-Claude Bernal, qui détient 9.500 actions Esker à la date de la présente réunion, a l'intention de les apporter intégralement à l'Offre ;
- Monsieur Jean-Pierre Lac, qui détient 1.010 actions Esker à la date de la présente réunion, a l'intention de les apporter intégralement à l'Offre ;
- Madame Nicole Pelletier-Perez, qui détient 504 actions Esker à la date de la présente réunion, a l'intention de les apporter intégralement à l'Offre ; et

- *Monsieur Steve Vandenberg et Madame Ameeta Soni ne détiennent aucune action Esker à la date des présentes, et ne font donc pas part d'intentions particulières à cet égard.*

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les Banques Présentatrices, (iii) des travaux du Comité ad hoc, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (v) du rapport de l'expert-comptable désigné par le CSE de la Société, (vi) de l'avis du CSE de la Société, et (vii) plus généralement des éléments figurant ci-dessus, le Conseil de Surveillance de la Société, après en avoir délibéré, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité de ses membres présents et représentés :

- *d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du Comité ad hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- *de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société (au nombre de 143.474 au 30 septembre 2024) ;*
- *d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;*
- *d'autoriser, en tant que de besoin, le Président du Directoire à l'effet de :*
 - i. *finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
 - ii. *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
 - iii. *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
 - iv. *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »*

3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du code du travail, le comité social et économique d'Esmer a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société et a rendu, le 18 octobre 2024, un avis motivé sur le projet d'Offre.

Cet avis est reproduit dans son intégralité en Annexe 1, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du code du travail.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil de surveillance ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'actions de la Société détenues à la date de la présente Note en Réponse	% du capital social de la Société	Intention
Madame Marie-Claude Bernal	Présidente du conseil de surveillance	9.500	0,2%	Apport à l'Offre
Madame Nicole Pelletier-Perez	Vice-présidente du conseil de surveillance	504	0,01%	Apport à l'Offre
Monsieur Jean-Pierre Lac	Membre du conseil de surveillance	1.010	0,02%	Apport à l'Offre
Monsieur Steve Vandenberg	Membre du conseil de surveillance	0	0%	N/A
Madame Ameeta Soni	Membre du conseil de surveillance	0	0%	N/A

5. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Au 31 octobre 2024, la Société détient 143.474 de ses propres actions, dont 2.875 dans le cadre d'un contrat de liquidité confié à Portzamparc – Groupe BNP Paribas, lequel a été suspendu le 19 septembre 2024.

La Société a fait part de son intention de n'apporter à l'Offre aucune de ses Actions auto-détenues.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

6.1 L'Accord de Soutien conclu avec la Société

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

En particulier, l'Accord de Soutien prévoit :

- (i) un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre et de procéder aux dépôts nécessaires auprès des autorités compétentes afin d'obtenir l'approbation des autorités françaises et américaines au titre du contrôle des concentrations et l'autorisation relative au contrôle des

investissements étrangers en Italie ;

- (ii) un engagement de la Société de ne pas solliciter, initier ou encourager une offre concurrente émanant d'une personne autre que l'Initiateur relative à la vente ou l'émission des Actions de la Société, étant précisé qu'un tel engagement n'empêchera pas les membres du conseil de surveillance de la Société de remplir leurs obligations fiduciaires envers la Société et ses actionnaires en cas d'offre concurrente ;
- (iii) un engagement de la Société de ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues par la Société ;
- (iv) un engagement de la Société de recommander, après le dépôt de l'Offre, aux porteurs d'options de souscription d'actions de la Société d'exercer leurs options et d'apporter les actions résultant de l'exercice de leurs options à l'Offre ;
- (v) un engagement de la Société de recommander, après le dépôt de l'Offre, aux bénéficiaires d'actions gratuites disponibles de les apporter à l'Offre ;
- (vi) un engagement de la Société de recommander aux bénéficiaires d'actions gratuites encore en période d'acquisition ou de conservation et d'Actions résultant de l'exercice d'options de souscription détenues dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE) et dont la période de conservation n'expirera pas avant la date de l'Offre, de conclure un Contrat de Liquidité afin de transférer à l'Initiateur ces Actions lorsque ces dernières deviendront disponibles ;
- (vii) un engagement de la Société de verser un montant de 30 millions d'euros, représentant environ 1,9% de la valeur des fonds propres de la Société de 1.619 millions d'euros induite par le Prix de l'Offre, à l'Initiateur dans les cas suivants :
 - (A) le conseil de surveillance de la Société n'émet pas son avis motivé en faveur de l'Offre après réception d'un rapport de l'expert indépendant qui conclut au caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires de la Société dans les délais prévus par l'Accord de Soutien, sauf en cas de soutien d'une offre concurrente supérieure et non-sollicitée ;
 - (B) le conseil de surveillance retire ou modifie son avis motivé en faveur de l'Offre ;
 - (C) le conseil de surveillance, après avoir reçu une offre concurrente supérieure et non-sollicitée, approuve, recommande ou reste neutre vis-à-vis de cette offre concurrente ;
 - (D) l'Initiateur renonce à l'Offre dans les conditions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF à la suite du dépôt d'une offre concurrente et cette offre est un succès ;
 - (E) un tiers annonce publiquement un projet d'acquisition concernant le Groupe avant la clôture de l'Offre initiale et celle-ci n'atteint pas le Seuil de Caducité, à condition que ce projet d'acquisition soit réalisé ;

- (viii) un engagement de l'Initiateur de verser un montant de 10 millions d'euros à la Société si les Banques Présentatrices ne déposent pas l'Offre dans les cinq jours de bourse suivant l'émission de l'avis motivé du conseil de surveillance malgré la levée de l'ensemble des conditions suspensives au dépôt de l'Offre prévues par l'Accord de Soutien ;
- (ix) un engagement de la Société de mener les activités du Groupe dans le cours normal des affaires ; et
- (x) plus généralement, des engagements de coopération réciproques et usuels dans le cadre de l'Offre.

6.2 L'Accord d'Investissement conclu par Bridgepoint, General Atlantic et les Managers Ré-Investisseurs et les traités d'apport conclus avec les Managers Ré-Investisseurs

Le 19 septembre 2024, Bridgepoint, General Atlantic B.V., Boréal Topco, Boréal Midco, l'Initiateur et les Dirigeants Ré-Investisseurs ont conclu l'Accord d'Investissement, définissant les termes et conditions de l'investissement de Bridgepoint, General Atlantic et des Dirigeants Ré-Investisseurs dans le cadre de l'Offre, qui sont résumés ci-dessous. General Atlantic Coop et les Autres Managers Ré-Investisseurs ont ensuite adhéré à l'Accord d'Investissement entre le 23 octobre 2024 et le 24 octobre 2024.

Investissement de Bridgepoint et de General Atlantic dans Boréal Topco

Sous réserve du succès de l'Offre, Bridgepoint et General Atlantic se sont engagés à souscrire à des actions ordinaires de Boréal Topco et à des obligations convertibles en actions ordinaires de Boréal Topco afin de permettre de financer les paiements devant être réalisés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

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

Les Managers Ré-Investisseurs se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 348.696 Actions, représentant 5,7% du capital de la Société, dans les cinq jours de bourse suivant l'ouverture de l'Offre initiale.

Les Managers Ré-Investisseurs se sont également engagés à apporter à l'Offre toute Action qui deviendrait disponible avant la clôture de l'Offre à la suite de l'exercice d'options de souscription d'actions ou de l'expiration de la période de conservation d'actions gratuites ou d'actions acquises par l'exercice d'options de souscription d'actions.

En sus des Managers Ré-Investisseurs, d'autres cadres dirigeants du Groupe qui ne sont pas signataires

de l'Accord d'Investissement, se sont également engagés à apporter à l'Offre un total de 2.347 Actions, représentant 0,04% du capital de la Société, dans les cinq jours de bourse suivant l'ouverture de l'Offre initiale.

Il est précisé que, s'agissant d'un engagement d'apport, les Actions apportées à l'Offre par les Managers Ré-Investisseurs et les autres cadres dirigeants du Groupe seront acquises au Prix de l'Offre et que cet engagement d'apport n'intègre donc aucun complément de prix à la charge de l'Initiateur.

Engagements d'apport en nature à Boréal Topco des Managers Ré-Investisseurs

Sous réserve du succès de l'Offre, les Managers Ré-Investisseurs se sont engagés à apporter en nature à Boréal Topco un total de 303.819 Actions, représentant 5,0% du capital de la Société, au plus tard à la date du règlement-livraison de l'Offre initiale. À cette fin, deux traités d'apport en nature ont été conclus le 24 octobre 2024 entre Boréal Topco et les Dirigeants Ré-Investisseurs d'une part et entre Boréal Topco et les Autres Managers Ré-Investisseurs d'autre part, la réalisation des apports étant conditionnée au succès de l'Offre.

En rémunération de ces apports en nature, Boréal Topco procèdera à l'émission au bénéfice des Managers Ré-Investisseurs d'un nombre d'actions ordinaires et d'obligations convertibles en actions ordinaires calculé en application des règles suivantes :

- (i) une valeur de l'Action égale au Prix de l'Offre ;
- (ii) une valeur par action ordinaire de Boréal Topco égale au prix unitaire de souscription en numéraire payé par Bridgepoint et General Atlantic pour leurs actions ordinaires de Boréal Topco dans le cadre du financement de l'Offre ;
- (iii) une valeur par obligation convertible égale à leur valeur nominale, soit un euro ; et
- (iv) une répartition entre actions ordinaires et obligations convertibles identique à Bridgepoint et General Atlantic.

Boréal Topco apportera ensuite ces 303.819 Actions à Boréal Midco en nature, en échange de titres de Boréal Midco, qui les apportera à l'Initiateur en nature, en échange de titres de l'Initiateur, de sorte que toutes les Actions apportées à l'Offre et apportées en nature à Boréal Topco soient *in fine* détenues par l'Initiateur.

Le tableau ci-après résume le nombre d'Actions qui seront apportées à l'Offre et à Boréal Topco par les Managers Ré-Investisseurs :

Actionnaires	Nombre d'Actions apportées en nature à Boréal Topco	Pourcentage du capital apporté en nature à Boréal Topco	Nombre d'Actions apportées à l'Offre	Pourcentage du capital apporté à l'Offre	Total	Total en % du capital
Jean-Michel Bérard	233.815	3,8%	105.380	1,7%	339.195	5,6%
B&S ²	0	0%	30.000	0,5%	30.000	0,5%
Jean-Jacques Bérard	34.425	0,6%	147.599	2,4%	182.024	3,0%
Emmanuel Olivier	12.160	0,2%	21.954	0,4%	34.114	0,6%
Autres Managers Ré-Investisseurs	23.419	0,4%	43.763	0,7%	67.182	1,1%
Autres Cadres Dirigeants	0	0	2.347	0,04%	2.347	0,04%
Total	303.819	5,0%	351.043	5,8%	654.862	10,8%

6.3 Mécanismes d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés

Mécanisme d'intéressement de l'équipe de direction du Groupe

Dans le cadre de l'Accord d'Investissement, Boréal Topco s'est engagée à mettre en œuvre un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence de Boréal Topco, suivant le régime légal prévu aux articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce, au bénéfice des membres de l'équipe de direction présente et future du Groupe (dont les Managers Ré-Investisseurs). Le rendement financier de ces actions de préférence sera fonction du prix de cession retenu en cas de changement de contrôle ou d'introduction en bourse de Boréal Topco (la « **Sortie** »).

Mécanisme d'intéressement des autres cadres et des salariés du Groupe

Dans la continuité des pratiques actuelles du Groupe, la Société, tant que ses Actions seront admises aux négociations sur Euronext Growth Paris, procèdera à des attributions gratuites d'actions ordinaires au profit des autres cadres et salariés du Groupe comme outil d'incitation et de fidélisation. Dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire serait mis en œuvre et les Actions radiées d'Euronext Growth Paris, il est envisagé de procéder à des attributions gratuites d'actions ordinaires de Boréal Topco, étant précisé que ces actions gratuites ordinaires seraient soumises aux mêmes périodes d'acquisition que celles en vigueur au titre des derniers plans d'attributions gratuites d'actions adoptés par la Société (à savoir trois ans à compter de la date d'attribution).

Il est par ailleurs précisé que les Managers Ré-Investisseurs ne seront pas éligibles à ces attributions gratuites d'actions ordinaires au niveau de la Société ou de Boréal Topco.

6.4 Pacte d'Associés

En vertu de l'Accord d'Investissement, les Managers Ré-Investisseurs, Bridgepoint et General Atlantic sont convenus de conclure un pacte d'associés (le « **Pacte d'Associés** ») afin de définir les principes

² B&S est un véhicule d'investissement dont le capital est majoritairement détenu par Monsieur Jean-Michel Bérard.

devant organiser leurs rapports comme associés de Boréal Topco ainsi que les conditions qu'ils entendent respecter lors de la cession de tout ou partie de leur participation dans le capital de Boréal Topco, conformément aux termes et conditions figurant en annexe de l'Accord d'Investissement résumés ci-dessous.

Gouvernance de Boréal Topco

Boréal Topco sera dirigée par un président et un directeur général sous le contrôle d'un conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** »). Le président et le directeur général disposeront des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom et pour le compte de Boréal Topco, sous réserve de certaines décisions qui seront soumises à l'autorisation préalable du Conseil d'Administration et des décisions relevant de la compétence de la collectivité des associés de Boréal Topco en application de la loi ou des statuts de Boréal Topco.

Le président et le directeur général seront nommés par les membres du Conseil d'Administration, étant précisé que la nomination du directeur général nécessitera également l'approbation préalable du président. A l'issue de l'Offre, il est prévu que Monsieur Jean-Michel Bérard et Monsieur Emmanuel Olivier soient respectivement nommés président et directeur général de Boréal Topco.

Le président et le directeur général seront révocables à tout moment, sans préavis et sans motif (*ad nutum*) par le Conseil d'Administration, étant précisé que la révocation du directeur général nécessitera la consultation préalable du président. Leur mandat respectif pourra également prendre fin par leur démission.

Les mandataires sociaux de Boréal Topco ne seront pas rémunérés au titre de leurs mandats sociaux respectifs au sein de Boréal Topco tant que les Actions de la Société seront admises aux négociations sur Euronext Growth Paris, les dirigeants continuant alors de percevoir l'intégralité de leur rémunération de la part de la Société.

Le Conseil d'Administration sera notamment composé de membres nommés par Bridgepoint et General Atlantic, étant précisé que la majorité des droits de vote seront détenus par les membres nommés par Bridgepoint tant que Bridgepoint restera le premier actionnaire de Boréal Topco. Il est également précisé que le président de Boréal Topco, ainsi que (tant qu'il sera directeur général) M. Emmanuel Olivier et (tant qu'il sera *Chief Product and Technology Officer* du Groupe) M. Jean-Jacques Bérard, siégeront au Conseil d'Administration de Boréal Topco.

Bridgepoint et General Atlantic pourront également nommer des censeurs au Conseil d'Administration.

Les décisions ne relevant pas du cours normal des affaires devront faire l'objet d'une autorisation préalable du Conseil d'Administration à la majorité simple des voix dont disposent les membres présents ou représentés à la réunion concernée. Toutefois, certaines décisions relevant de la compétence du Conseil d'Administration nécessiteront, pour être valablement adoptées, le vote favorable du représentant de General Atlantic et/ou des Dirigeants Ré-Investisseurs ou de leur représentant.

Le Conseil d'Administration pourra mettre en place des comités consultatifs *ad hoc* et pourra déléguer une partie de ses responsabilités à ces comités.

Transfert des titres de Boréal Topco

- *Inaliénabilité des titres Boréal Topco détenus par General Atlantic* : sous réserve des transferts libres usuels, les titres Boréal Topco détenus par General Atlantic ne pourront être cédés sans l'accord de Bridgepoint pendant une période de six ans à compter du règlement-livraison de l'Offre initiale. Cette clause d'inaliénabilité cessera de s'appliquer si la participation de Bridgepoint dans le Groupe devient inférieure à 50%.
- *Droit de première offre de Bridgepoint* : à l'issue de la période d'inaliénabilité de six ans, tout transfert de titres Boréal Topco détenus par General Atlantic donnera lieu à un droit de première offre de Bridgepoint sous réserve des transferts libres usuels.
- *Droit de premier refus de Bridgepoint* : sous réserve des transferts libres usuels, tout transfert de titres Boréal Topco par un Manager Ré-Investisseur (autres que des actions Boréal Topco attribuées gratuitement qui seront inaliénables jusqu'à la Sortie) donnera lieu à un droit de premier refus de Bridgepoint à un prix reflétant une décote de minorité.
- *Droit de sortie conjointe* : en cas de transfert par Bridgepoint à un tiers, autre qu'un transfert libre usuel ou dans le cadre d'une syndication par Bridgepoint d'une partie de son investissement, ayant pour résultat que le tiers acquiert le contrôle de Boréal Topco, les Managers Ré-Investisseurs pourront exiger de vendre la totalité de leurs actions de Boréal Topco à ce tiers dans les mêmes termes et conditions. En cas de tout autre transfert par Bridgepoint, autre qu'un transfert libre usuel ou dans le cadre d'une syndication par Bridgepoint d'une partie de son investissement, les Managers Ré-Investisseurs et General Atlantic bénéficieront d'un droit de sortie conjointe proportionnel.
- *Droit de sortie forcée* : dans le cas où Bridgepoint recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition de tout ou partie de ses actions détenues dans Boréal Topco et résultant en un changement de contrôle du Groupe, Bridgepoint aura le droit d'exiger de General Atlantic qu'il cède une même proportion de ses titres Boréal Topco selon les mêmes termes et conditions que la cession par Bridgepoint et conjointement avec elle. Dans le cas où Bridgepoint recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition d'au moins 95% des actions et droits de vote de Boréal Topco, Bridgepoint pourra également exiger des Managers Ré-Investisseurs qu'ils cèdent la totalité de leurs titres selon les mêmes termes et conditions que la cession par Bridgepoint et conjointement avec elle.
- Il est précisé que les Managers Ré-Investisseurs ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti de leurs titres Boréal Topco que ce soit à la Sortie ou à tout autre moment.

Options d'achat et de vente sur les actions de Boréal Topco attribuées dans le cadre des mécanismes d'intéressement

Boréal Topco bénéficiera d'une option d'achat sur les actions de Boréal Topco attribuées gratuitement dans le cadre des mécanismes d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés décrits à la section 1.3.5 de la Note en Réponse, étant précisé que Bridgepoint et/ou General Atlantic pourront se substituer à Boréal Topco dans l'exercice de son option d'achat.

L'option d'achat s'exercera dans certaines conditions, à un prix d'exercice égal à la valeur de marché des actions de Boréal Topco (telle que reflétée dans les comptes de Bridgepoint ou déterminée par un expert) après application d'une décote de minorité étant précisé qu'en cas de signature d'un accord engageant relatif à une Sortie dans les neuf mois suivant l'exercice de l'option d'achat, le prix de l'option d'achat sera augmenté pour être égal au prix des titres de Boréal Topco résultant de la Sortie.

Boréal Topco consentira une option de vente au même prix sur les actions de préférence attribuées gratuitement qui sera exerçable uniquement en cas de décès ou d'incapacité ou invalidité permanente du bénéficiaire concerné.

Il est précisé qu'en cas de Sortie ou d'exercice des diverses options d'achat et de vente, les bénéficiaires des mécanismes d'intéressement ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti.

6.5 Le Contrat de Liquidité

Le 19 septembre 2024, l'Initiateur a conclu, en présence de la Société, un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »), avec les Dirigeants Ré-Investisseurs (pour les besoins du Contrat de Liquidité, le(s) « **Bénéficiaire(s)** ») en leur qualité de bénéficiaires d'actions gratuites encore en période d'acquisition ou de conservation et de titulaires d'actions résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions détenues dans le cadre d'un PEE dont la période de conservation ne sera pas expirée à la date de l'Offre (les « **Actions Indisponibles** »). Le Contrat de Liquidité, qui a fait l'objet d'un avenant le 22 octobre 2024, prévoit des options de vente et d'achat croisées (les « **Options** ») portant sur la totalité des Actions Indisponibles des Bénéficiaires afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité pour les Actions Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre. Les Autres Managers Ré-Investisseurs ont adhéré au Contrat de Liquidité en qualité de Bénéficiaires entre le 23 octobre 2024 et le 24 octobre 2024. L'Initiateur proposera également aux autres détenteurs d'Actions Indisponibles d'adhérer au Contrat de Liquidité en qualité de Bénéficiaires afin qu'ils puissent également bénéficier de cette liquidité.

Conformément au Contrat de Liquidité, en cas de survenance d'un Événement de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après), l'Initiateur bénéficiera d'une option d'achat, aux termes de laquelle il pourra acquérir (ou faire acquérir par tout affilié qu'il se substituerait) auprès du Bénéficiaire concerné les Actions Indisponibles auxquelles l'Événement de Liquidité est applicable pendant une période de six mois à compter de la survenance de l'Événement de Liquidité. Par ailleurs, les Bénéficiaires bénéficieront d'une option de vente leur permettant, à défaut d'exercice de l'option d'achat, d'exiger de l'Initiateur le rachat des Actions Indisponibles auxquels l'Événement de Liquidité est applicable pendant une période de six mois à compter de l'expiration de l'option d'achat. Par exception, s'agissant des actions gratuites attribuées après le 30 août 2024, les Bénéficiaires ne pourront exercer leur option de vente qu'en cas de cession du contrôle de la Société par Bridgepoint.

Un « **Événement de Liquidité** » signifie :

- la libre transférabilité des actions intervenant, (x) en fonction des termes du plan d'attribution gratuite d'actions applicable aux actions gratuites concernées, à la fin de leur période d'acquisition, à la fin de leur période de conservation, à la fin du mandat social au sein de la Société du détenteur d'actions gratuites concerné ou en cas de décès ou d'invalidité du détenteur

d'actions gratuites concerné et (y) en fonction des termes du plan des options de souscription et/ou des règles du plan d'épargne entreprise applicables aux actions résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions concernées, à la fin du mandat social au sein de la Société du Bénéficiaire concerné ou à la fin de leur période de conservation ; ou

- un changement de contrôle, auquel cas l'Événement de Liquidité s'appliquera à toutes les Actions Indisponibles du Bénéficiaire, étant précisé que s'agissant des Actions Indisponibles qui ne seraient pas transférables à la date de l'Événement de Liquidité, la date de transfert de propriété sera reportée à la date à laquelle ces Actions Indisponibles seront librement transférables.

Le prix d'exercice de l'option d'achat sera égal (i) au prix de l'Offre en cas d'exercice dans les 12 mois de la clôture de l'Offre (réduit de tout dividende perçu pendant la période), (ii) au cours de bourse (moyenne 20 jours pondérée par les volumes) en cas d'exercice postérieur et si les actions de la Société sont toujours cotées sur Euronext Growth Paris, (iii) au prix du retrait obligatoire en cas d'exercice dans la période de six mois suivant un retrait obligatoire (réduit de tout dividende perçu depuis le retrait obligatoire), (iv) à un prix calculé par transparence avec la valeur de marché des titres de Boréal Topco (telle que reflétée dans les comptes de Bridgepoint ou déterminée par un expert) au-delà de six mois après un retrait obligatoire ou à (v) à prix calculé par transparence avec le prix de cession des titres de Boréal Topco en cas de changement de contrôle.

Le prix d'exercice de l'Option de Vente sera égal (i) au plus bas du cours de bourse ou de la valeur de marché tant que les actions de la Société sont toujours cotées sur Euronext Growth Paris, (ii) à un prix calculé par transparence avec la valeur de marché des titres de Boréal Topco après un retrait obligatoire ou (iii) à un prix calculé par transparence avec le prix de cession des titres de Boréal Topco en cas de changement de contrôle.

L'application de ces formules de détermination du prix d'exercice des Options à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître un prix supérieur au Prix de l'Offre.

6.6 Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception des accords mentionnés dans les sections 6.1 à 6.5 de la Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir un impact sur l'appréciation ou le résultat de l'Offre.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, au 31 octobre 2024, à 12.166.622 euros divisés en 6.083.311 actions ordinaires, d'une valeur nominale unitaire de 2 euros, entièrement libérées et toutes de même catégorie³.

³ Sur la base d'un capital composé de 6.083.311 actions représentant 7.109.207 droits de vote théoriques au 31 octobre 2024, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

À la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote (théoriques) de la Société sont répartis comme suit, compte tenu de la mise en concert de l'Initiateur, résultant de la conclusion du traité d'apport conclu le 24 octobre 2024, Boréal Topco et des Dirigeants Ré-Investisseurs :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Boréal Bidco	0	0%	0	0%
Boréal Topco	0	0%	0	0%
Jean-Michel Bérard (en direct et via B&S ⁴)	386.215	6,3%	724.830	10,2%
Jean-Jacques Bérard	211.424	3,5%	415.805	5,8%
Emmanuel Olivier	46.810	0,8%	81.410	1,1%
Total Concert	644.449	10,6%	1.222.045	17,2%
Actions auto-détenues	143.474	2,4%	143.474	2,0%
Public	5.295.388	87,0%	5.743.688	80,8%
Total	6.083.311	100%	7.109.207	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.

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 autres que ceux décrits aux sections 1.3.5 et 1.3.6 de la présente Note en Réponse.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

7.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

En application de l'article 13 des statuts, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes, des dix-neuf vingtièmes ou de un pourcent du capital social ou des droits de vote, ou à augmenter ou réduire sa participation en capital ou en droit de vote de plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes, des dix-neuf vingtièmes ou de un pourcent, doit informer la Société du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède, dans les cinq (5) jours de bourse à compter de ladite prise ou réduction de participation, par lettre recommandée avec accusé de réception. Le défaut de déclaration à la Société dans les cinq (5) jours de bourse, sera sanctionné par la privation des droits de vote, pendant un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification, dès lors qu'une demande en ce sens sera exprimée et consignée dans le procès-verbal

⁴ B&S est un véhicule d'investissement dont le capital est majoritairement détenu par Monsieur Jean-Michel Bérard.

d'Assemblée, par un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote égale à 3 %.

Les dispositions légales et réglementaires relatives aux déclarations de franchissement de seuils légaux sont également applicables.

7.2.2 Transferts d'actions

À la date de la présente Note en Réponse, les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions de la Société.

7.3 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

À la date de la présente Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, aucun accord portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions, autre que le Contrat de Liquidité décrit à la section 6.5 de la présente Note en Réponse.

7.4 Participations directes et 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

À la date de la présente Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 de la présente Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant la présente Note en Réponse, la Société n'a pas eu connaissance de déclarations de franchissement de seuil au titre des dispositions légales et/ou des stipulations statutaires applicables.

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

L'article 20, 4° des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la connaissance de la Société, 87.570 actions de la Société, représentant environ 1,4% de son capital et 1,2%% de ses droits de vote théoriques, sont détenues à la date de la présente Note en Réponse par le fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) Actions Esker (le « **FCPE Actions Esker** ») qui opère

dans le cadre de plans d'épargne entreprise (le « PEE ») mis en place au sein du Groupe, lesquelles actions de la Société sont visées par l'Offre.

Le FCPE est géré par un conseil de surveillance, qui doit se réunir prochainement pour se prononcer sur l'apport des Actions détenues par le FCPE à l'Offre.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord, pacte ou engagement entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société autres que l'Accord d'Investissement, le Pacte d'Associés et le Contrat de Liquidité décrits respectivement dans les sections 6.2, 6.4 et 6.5 de la présente Note en Réponse.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire sont décrites à l'article 15 des statuts de la Société.

La Société est dirigée par un directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du conseil de surveillance. Le nombre des membres du directoire est fixé par le conseil de surveillance sans pouvoir excéder le chiffre de 5. Lorsque les actions de la Société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, ce nombre peut être porté par les statuts à 7. Si le capital est inférieur à 150.000 euros, les fonctions dévolues au directoire peuvent être exercées par une seule personne avec le titre de directeur général unique. Les membres du directoire peuvent être choisis en dehors des actionnaires mais ils sont obligatoirement des personnes physiques.

La limite d'âge, pour l'exercice des fonctions de membre du directoire, est fixée à 70 ans accomplis.

Dans les conditions prévues par la loi, les membres du directoire sont nommés pour deux ans par le conseil de surveillance qui en fixe le nombre, confère à l'un d'eux la qualité de président et détermine leur rémunération. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expirent leur mandat. La révocation est prononcée par l'assemblée générale des actionnaires ainsi que par le conseil de surveillance.

7.8.2 Modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 22 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est compétente pour apporter aux statuts toutes les modifications autorisées par la loi. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, ni changer la nationalité de la Société, si ce n'est par décision unanime des actionnaires.

7.9 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le directoire est investi à l'égard des tiers des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, dans la limite de l'objet social, et sous réserve (i) des pouvoirs expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées générales d'actionnaires et (ii) des décisions qui requièrent l'autorisation préalable du conseil de surveillance.

À cet égard, conformément aux dispositions de l'article L. 225-68 du code de commerce, le directoire devra demander l'autorisation du conseil de surveillance chaque fois qu'il accordera le cautionnement, l'aval ou la garantie financière de la Société, et que ces opérations sortiront des limites de l'autorisation générale que le conseil de surveillance lui aura accordé en application des dispositions de l'article R. 225-53 du code de commerce.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du directoire qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le président du directoire représente la Société dans ses rapports avec les tiers. Le conseil de surveillance peut attribuer le même pouvoir de représentation à un ou plusieurs autres membres du directoire, qui portent alors le titre de directeur général.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le directoire bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous :

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Plafond de la délégation	Durée (date d'expiration)	Utilisation au cours de l'exercice
19 juin 2024 (9 ^{ème} résolution)	Autorisation et pouvoirs à conférer au directoire en vue de l'achat, par la Société, de ses propres actions en application de l'article L.225-209 du code de commerce	10% du capital au jour de la décision d'attribution du directoire	18 mois (19 décembre 2025)	N/A
19 juin 2024 (10 ^{ème} résolution)	Autorisation à donner au directoire à l'effet d'annuler les titres auto détenus	10% du capital au jour de la décision d'attribution du directoire	24 mois (19 juin 2026)	N/A
19 juin 2024 (11 ^{ème} résolution)	Autorisation au directoire de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre au profit des salariés	1% du capital au jour de la décision d'attribution du directoire	38 mois (19 août 2027)	60.479 actions attribuées gratuitement le 2 septembre 2024
19 juin 2024 (16 ^{ème} résolution)	Autorisation à donner au directoire à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise ; suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à leur profit	3% du capital au jour de la décision d'attribution du directoire	26 mois (19 août 2026)	N/A
21 juin 2023 (9 ^{ème} résolution)	Autorisation et pouvoir conférés au directoire en vue de consentir des options de souscription d'actions nouvelles à émettre de la Société	2% du capital au jour de la décision d'attribution du directoire	38 mois (21 août 2026)	N/A
21 juin 2023	Délégation de compétence donnée	1.500.000€	26 mois (21	N/A

(12 ^{ème} résolution)	au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires de la Société et de toutes autres valeurs mobilières donnant, immédiatement et/ou de manière différée, accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires		août 2025)	
--------------------------------	---	--	------------	--

7.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société n'a connaissance d'aucun accord, pouvant être modifié ou prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société, à l'exception des contrats de financement conclus avec ses prêteurs (Bpifrance, Société Générale et BNP Paribas), qui contiennent des clauses permettant au prêteur d'exiger le remboursement anticipé du prêt en cas de changement de contrôle de la Société. A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'anticipe pas que lesdits prêteurs exercent ces clauses de changement de contrôle.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange, autre que l'indemnité de départ dont bénéficie M. Emmanuel Olivier, membre du Directoire, en cas d'offre publique hostile portant sur les titres de la Société, conformément à la politique de rémunération des mandataires sociaux de la Société.

7.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide 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.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 16 septembre 2024, le conseil de surveillance de la Société a décidé, sur recommandation du comité *ad hoc*, et conformément aux dispositions de l'article 261-1-I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, de désigner Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant en charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, initialement en date du 25 octobre 2024, tel qu'annulé et remplacé par un rapport en date du

21 novembre 2024 en lien avec l'analyse des observations reçues de la part d'actionnaires, est reproduit dans son intégralité en Annexe 2, et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, 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.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.esker.fr).

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Jean-Michel Bérard
Président du directoire d'Esker

ANNEXE 1 : Avis du comité social et économique

Extrait - Procès-verbal de la réunion extraordinaire du Comité Social et Economique du 18 octobre 2024

Direction :

- Jean-Michel Bérard, président du comité social et économique en sa qualité de président du directoire.
- Aurélie Guimera, en sa qualité de Directrice des Ressources Humaines.
- Aline Corthier, en sa qualité de Directrice Juridique.

Délégation salariale :

- Imane Borjali, Delphine Champouillon, Alexis Chnaoui, David Dubessy, Jérôme Genton, Abbas Larbi, Laurence Mazouy, Fabien Muguet, Delphine Wodey, **élus titulaires.**
- Guillaume Boullot, Emilie Delique, Yann Delorme, Jérôme Genolet, Benoît Richalland, **élus suppléants.**

Absents excusés :

- Mylène Taravel, en sa qualité de Juriste.
- Hassina Mohamadi, Florina Popescu, Sébastien Sorlin, **élus titulaires.**
- Jérôme Aznar, Damien Andrieux, Nicolas Pérotin, **élus suppléants.**

Invités :

- Adrien Gin, expert du CSE

PV rédigé par David Dubessy, secrétaire du CSE.

Ordre du jour :

1. Consultation du CSE sur le projet d'offre publique d'achat de ses actions : recueil d'avis

Compte-rendu de la réunion :

1. **Consultation du CSE sur le projet d'offre publique d'achat de ses actions : recueil d'avis**

Le Comité Social et Économique (CSE) a examiné en détail l'offre publique d'achat (OPA) de notre société par Bridgepoint / General Atlantic et se prononce sur les points suivants :

- **Nature amicale de l'OPA :**

Le caractère amical de cette OPA est un facteur rassurant. Cela suggère une volonté de collaboration et de dialogue entre les fonds d'investissement et le management actuel, ce qui est essentiel pour une transition harmonieuse.

- **Orientation des fonds d'investissement :**

Les fonds d'investissement impliqués dans cette OPA sont orientés vers le développement, ce qui est un point positif. Leur engagement à investir dans la croissance et le développement de la société est encourageant et pourrait offrir des opportunités de progression pour les employés.

- **Aucun changement de direction :**

Le fait qu'il n'y ait pas de changement de direction est également un élément positif. La continuité du leadership actuel peut aider à maintenir la stabilité et la confiance au sein de l'entreprise.

- **Conditions de travail futures :**

Le CSE exprime des préoccupations quant aux conditions de travail futures. Il est essentiel de garantir que les employés continueront à bénéficier des conditions de travail actuelles. Nous demandons des clarifications sur les mesures qui seront mises en place pour assurer la continuité et l'amélioration des conditions de travail.

- **Absence d'informations sur les moyens mis en place :**

Le CSE note une absence d'informations détaillées concernant les moyens qui seront déployés pour soutenir les employés durant cette transition. Nous insistons sur la nécessité de recevoir des informations complètes et transparentes pour pouvoir évaluer l'impact réel de cette OPA sur le personnel.

- **Absence de garanties sur les conditions de travail et avantages sociaux :**

Le CSE est préoccupé par l'absence de garanties concernant le maintien des conditions de travail et des avantages sociaux actuels à moyen et long-terme. Nous demandons des assurances claires à ce sujet pour protéger les intérêts des employés.

- **Inconnue sur le FCPE :**

Il existe une incertitude concernant la forme du Fond Commun de Placement d'Entreprise (FCPE). Nous demandons des informations détaillées sur l'avenir du FCPE et sur la manière dont il sera géré après l'OPA.

En conclusion, bien que des questions subsistent concernant les conditions de travail futures, les moyens mis en place et les garanties sur les avantages sociaux, le CSE reconnaît que cette OPA présente des aspects positifs, notamment en termes de développement et de stabilité. Le CSE sollicite des garanties supplémentaires envers les salariés pour pouvoir évaluer pleinement l'impact de cette opération sur les employés et la politique salariale.

Le CSE rend donc un avis **neutre sur cette consultation** à la majorité des élus titulaires présents (10 favorables / 2 défavorables à l'avis du CSE).

Le secrétaire,
David Dubessy

ANNEXE 2 : Rapport de l'expert indépendant

Attestation d'équité

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



***Annule et remplace notre précédente attestation d'équité
établie en date du 25 octobre 2024***

Sommaire

1	Présentation de l'Opération	4
2	Contexte de notre mission	5
2.1	Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier	5
2.2	Déclaration d'indépendance	6
2.3	Diligences effectuées	6
3	Présentation d'Esker	8
3.1	Présentation de la structure actionnariale	8
3.2	Instruments dilutifs	9
3.3	Organigramme d'Esker	10
3.4	Rappel de l'historique du Groupe	11
3.5	Présentation des activités d'Esker	12
3.5.1	Activité Software as a Service (82% du chiffre d'affaires 2023)	12
3.5.2	Activité services d'implémentation (16% du chiffre d'affaires 2023)	13
3.5.3	Produits historiques d'Esker (2% du chiffre d'affaires 2023)	13
3.6	Portefeuille client d'Esker	13
3.7	Présence géographique	14
3.8	Stratégie de la Société	14
3.9	Enjeux ESG	15
4	Présentation de l'environnement économique et concurrentiel d'Esker	16
4.1	Présentation globale du marché de l'édition de logiciels pour le <i>back-office</i>	16
4.2	<i>Source-to-Pay</i> (S2P)	17
4.3	<i>Order-to-Cash</i> (O2C)	18
4.4	L'édition de logiciels de facturation électronique	18
4.5	Caractéristiques et enjeux du marché d'Esker	18
4.5.1	Fragmentation d'un marché dominé par de grands acteurs internationaux	18
4.5.2	L'enjeu de la cybersécurité	19
4.5.3	Gestion des ressources humaines	19
4.6	Principales tendances et leviers de croissance du marché d'Esker	20
4.6.1	Adoption du modèle SaaS	20
4.6.2	Évolution des réglementations	20
4.6.3	Adoption de l'intelligence artificielle	21
5	Analyse financière d'Esker	22
5.1	Compte de résultat consolidé sur la période 2019 - 2023	22
5.2	Bilan consolidé sur la période 2019 – 2023	27
5.3	Activité du premier semestre 2024	30
5.3.1	Compte de résultat	30
5.3.2	Bilan	31
6	Matrice SWOT	32
7	Évaluation des actions de la Société Esker	33
7.1	Méthodes d'évaluation écartées	33
7.1.1	Actif net comptable consolidé	33
7.1.2	Actif net comptable réévalué	33
7.1.3	Actualisation des dividendes futurs	33
7.1.4	Valeur liquidative	33
7.2	Méthodes d'évaluation retenues	34
7.3	Données de référence de la société Esker	34
7.3.1	Nombre de titres retenu	34
7.3.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.	35
7.4	Mise en œuvre de la valorisation d'Esker	36
7.4.1	La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)	36
7.4.2	L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	40

7.4.3	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	43
7.4.4	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)	46
7.4.5	Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	47
8	Synthèse de nos travaux d'évaluation	51
9	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs	52
9.1	Choix des critères d'évaluation	52
9.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	53
9.2.1	Données de références	53
9.2.2	Analyse du cours de bourse	54
9.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	54
9.2.4	Méthode des comparables boursiers	55
9.2.5	Méthode des transactions comparables	55
9.2.6	Objectif de cours des analystes	56
10	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	57
10.1	Accord de soutien	57
10.2	Accord d'investissement	58
10.2.1	Investissement de Bridgepoint et de General Atlantic dans Boréal Topco	58
10.2.2	Engagement d'apport à l'Offre des Managers Ré-Investisseurs	59
10.2.3	Engagement d'apport en nature à Boréal Topco des Managers Ré-Investisseurs	59
10.3	Mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés	60
10.3.1	Management Incentive Plan	60
10.3.2	Employee Incentive Plan	61
10.4	Pacte d'associés	61
10.4.1	Gouvernance au niveau de Boréal Topco	61
10.4.2	Transfert des titres Boréal Topco	62
10.4.3	Les options d'achat et de vente sur les actions de Boréal Topco attribuées dans le cadre des mécanismes d'intéressement	62
10.5	Contrat de liquidité	63
11	Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'actionnaires	65
12	Conclusion	67
13	Annexes	69
13.1	Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission	69

Ce rapport intègre des compléments à notre rapport du 25 octobre 2024 afin d'analyser les observations reçues de la part d'actionnaire.

Notre conclusion sur le caractère équitable du prix d'Offre est inchangée par rapport à notre rapport du 25 octobre 2024.

Dans ce contexte et pour la parfaite information du lecteur, les modifications portent sur l'ajout d'une section dédiée (§ 11) à l'analyse des observations reçues de la part d'actionnaires.

1 Présentation de l'Opération

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

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

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

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

Cette acquisition, annoncée au marché le 19 septembre 2024 après bourse, serait réalisée avec General Atlantic en tant que co-investisseur (minoritaire) et les Dirigeants Ré-Investisseur¹, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire (« OPA »). Il est précisé que l'Initiateur, les Dirigeants Ré-Investisseurs, et Boréal Topco², se sont constitués en concert au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce, en vue de la prise de contrôle de la Société par l'Initiateur en cas de réussite de l'Offre.

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

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

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

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les actions qui sont susceptibles d'être émises après la clôture de l'Offre (ou

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

² Société holding constituée pour les besoins de l'Opération.

le cas échéant de l'Offre Réouverte) à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 168 450 actions.

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

L'Offre est également soumise à un seuil de renonciation³ de 60% du capital et des droits de vote de la Société sur une base pleinement diluée.

2 Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier

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

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

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

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

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

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

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

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

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

2.3 Diligences effectuées

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

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'Esker ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Esker susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères d'Esker comprenant notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse ;
 - L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires avec le *Management* opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« *Discounted cash flows* » ou « DCF ») ;
 - L'identification et l'analyse des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre Esker ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre, Morgan Stanley et Société Générale (« les Établissements présentateurs ») ;

- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément à l'alinéa 4° de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil de Surveillance d'Esker, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

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

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

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

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

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

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

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

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

3 Présentation d'Esker

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

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

L'exercice social de la Société couvre la période du 1^{er} janvier au 31 décembre de chaque année.

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

3.1 Présentation de la structure actionnariale

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

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

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

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

Source : *Projet de note d'information*

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

3.2 Instruments dilutifs

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

Tableau 2 - Stock-options au 30 septembre 2024

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

Source : Société, note d'information

Tableau 3 - Actions gratuites 30 septembre 2024

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

Source : Société, note d'information

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

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

3.3 Organigramme d'Esker

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

Figure 1 - Organigramme du Groupe Esker au 30 juin 2024



Source : Rapport semestriel 2024

3.4 Rappel de l'historique du Groupe

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

1985 : Création d'Esker par MM. Jean-Michel BERARD et Benoît BORRITS et positionnement en tant que prestataires de services en informatique ;

1989 : Lancement de leur première solution : TUN, un émulateur de terminal sous MS-DOS de connexion à des systèmes Unix ;

1991-1995 : Ouverture de filiales aux États-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne ;

1997 : Introduction en Bourse sur le Nouveau Marché de Paris afin d'accélérer la croissance en Amérique du Nord et rachat du distributeur australien Unitract Pty Ltd.

2019 : Investissement dans l'Intelligence Artificielle et signature de partenariats avec Fuji-Xerox (spécialiste japonais proposant des solutions de gestion de documents) et KPMG (Pays-Bas) ;

2020 : Lancement de nouvelles solutions dans les suites *Procure-to-Cash* (P2P) et *Order-to-Cash* (O2C) ;

2021 : Signature d'un partenariat avec KPMG France ;

2022 : Acquisition de 50,1 % de Market Dojo (éditeur britannique de logiciels d'approvisionnement en ligne) ;

2023 : Création d'un bureau en Belgique et réception de la médaille de Platine Ecovadis.



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

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

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

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

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

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

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

Source : Société

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

En 1989, la Société lance ses premiers progiciels⁴ d'*Host Access*⁵, avec le produit *Tun*, un émulateur de terminal permettant la connexion à des systèmes Unix⁶. Esker entame ensuite son déploiement international au cours des années 90 en ouvrant des filiales aux États-Unis (1991), en Allemagne (1992), au Royaume-Uni (1994), en Italie (1995) et en Espagne (1995).

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

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

⁴ Logiciels professionnels conçus pour répondre aux besoins spécifiques des entreprises.

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

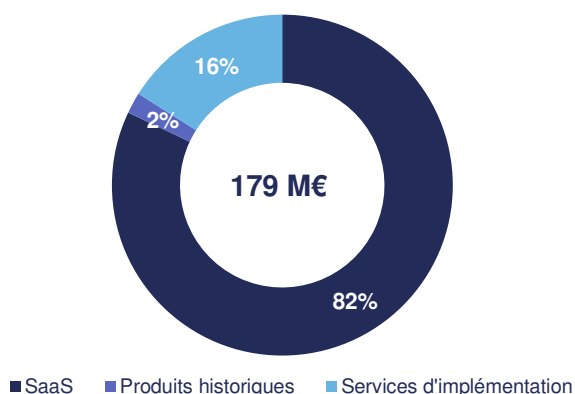
⁶ Est un système d'exploitation multi-utilisateurs et multitâches reconnu pour sa flexibilité.

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

3.5 Présentation des activités d'Esker

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

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



Sources : DEU 2023, Société

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

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

Esker Source to Pay (S2P)

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

Esker Order to Cash (O2C)

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

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

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

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

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

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

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

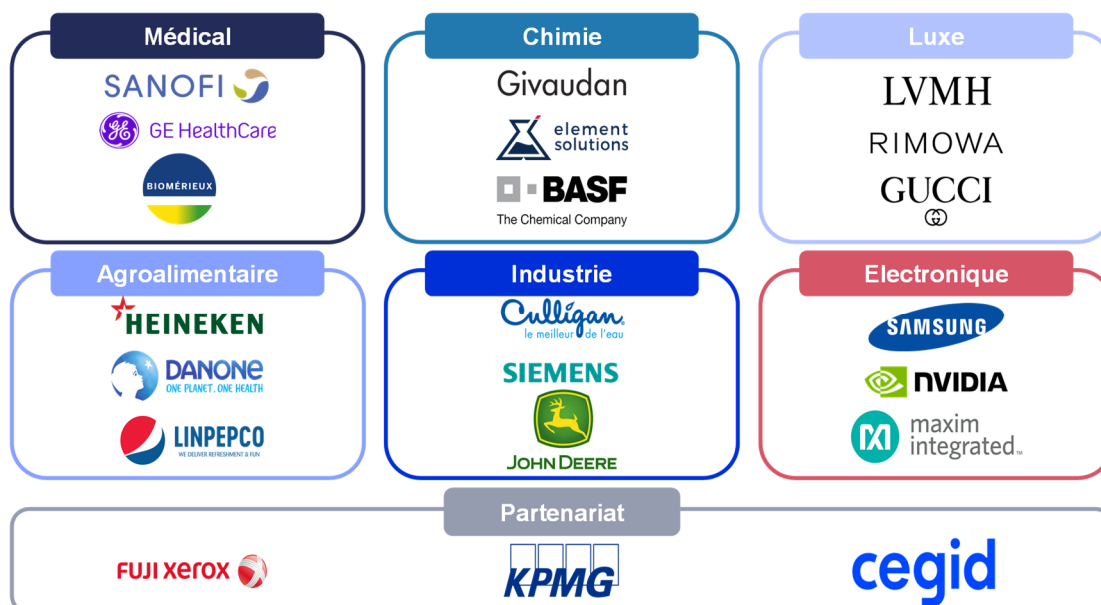
3.5.3 Produits historiques d'Esker (2% du chiffre d'affaires 2023)

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

3.6 Portefeuille client d'Esker

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

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

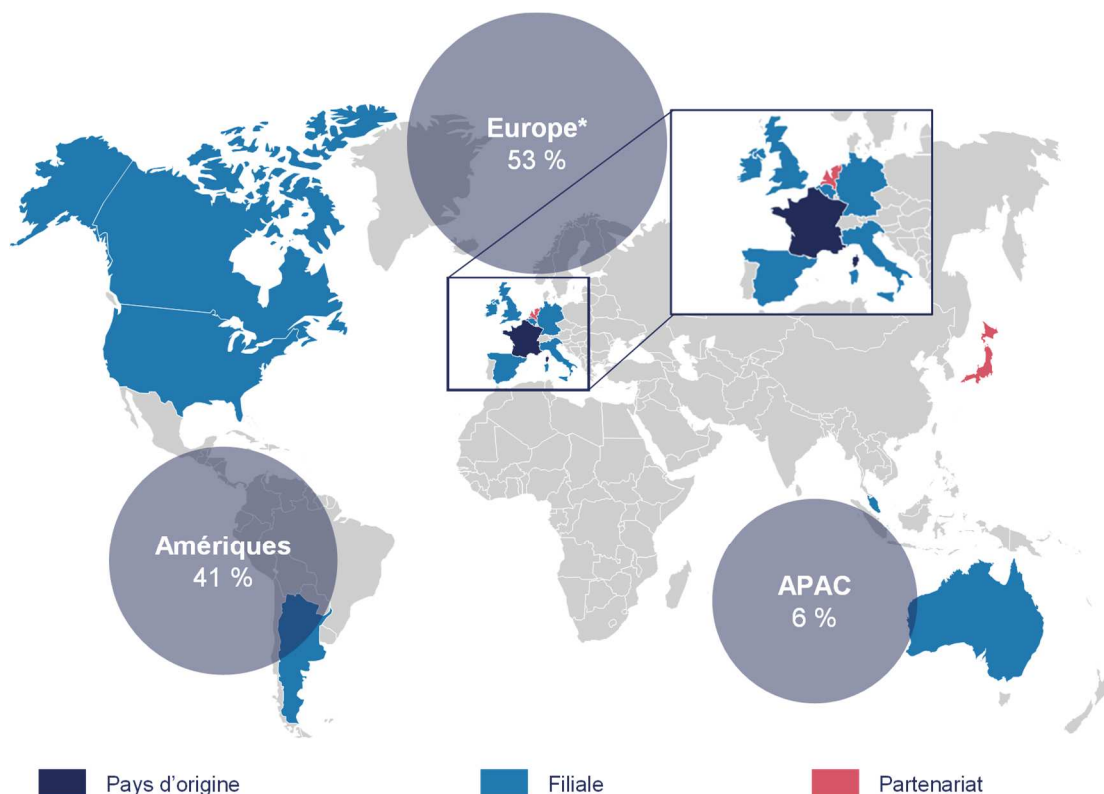


Sources : Société, analyses Finexsi

3.7 Présence géographique

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

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



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

3.8 Stratégie de la Société

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

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

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

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

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

3.9 Enjeux ESG⁹

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

- au niveau de la gouvernance, avec notamment (i) le renforcement de la structure de direction d'Esker, qui comprend désormais 100% d'administrateurs indépendants, (ii) une représentation féminine qui s'élève à 50% des membres du Conseil de Surveillance à fin 2023, ainsi que (iii) la création en 2021, d'un comité ESG chargé de superviser les objectifs en matière de RSE ;
- au niveau environnemental, avec le renouvellement des certifications ISO 14001¹⁰ en 2023 et la mise en place d'initiatives de sensibilisation, telles que la « *Esker Green Week* », pour éduquer ses collaborateurs à l'importance de la durabilité et de la gestion responsable des déchets. Ces mesures se sont traduites par une note de 81/100 sur l'évaluation EcoVadis, avec un score de 70/100 dans la catégorie Environnement ;
- au niveau social, avec la mise en place (i) d'un *index* d'égalité femmes-hommes, (ii) d'un baromètre de satisfaction pour les employés de la Société, et (iii) des mesures pour l'amélioration des conditions de travail, permettant ainsi à la Société de réduire son taux d'absentéisme à 1,7% en 2023 (contre 3,2% en 2021).

⁹ Environnementaux, sociaux et de gouvernance.

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

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

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

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

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

- Solutions dédiées aux entreprises, comme les ERP¹¹, les logiciels de gestion de la relation client (CRM), les logiciels de gestion des flux financiers, etc. Ce segment représente près de 80% du marché de l'édition de logiciels ;
- Solutions dédiées aux administrations, essentiellement pour la gestion et la bureautique ;
- Solutions dédiées aux ménages, comme les navigateurs internet, les outils bureautiques, et des applications de messagerie, etc.

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

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

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

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

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

Figure 6 - Présentation des principaux acteurs du segment de la digitalisation du back-office



Sources : Société, Analyses Finexsi

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

4.2 Source-to-Pay (S2P)

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

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

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

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

4.3 Order-to-Cash (O2C)

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

Les solutions proposées par les acteurs du marché englobent notamment :

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

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

4.4 L'édition de logiciels de facturation électronique

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

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

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

4.5 Caractéristiques et enjeux du marché d'Esker

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

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

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

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

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

4.5.2 L'enjeu de la cybersécurité

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

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

4.5.3 Gestion des ressources humaines

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

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

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

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

4.6.1 Adoption du modèle SaaS

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

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

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

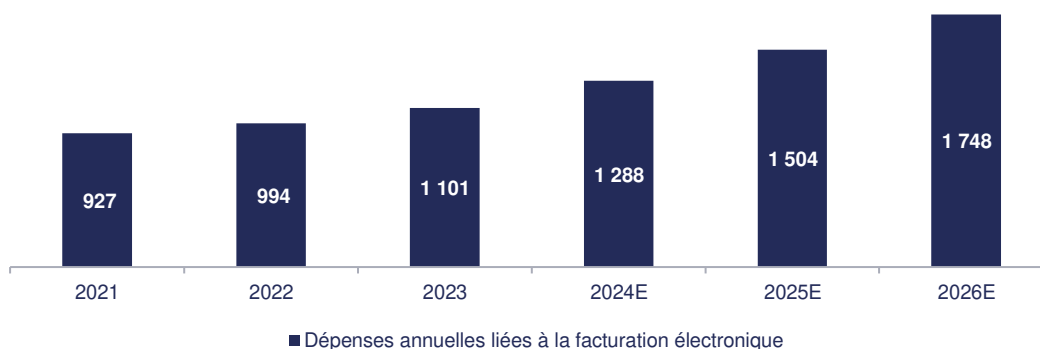
4.6.2 Évolution des réglementations

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

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

Gartner prévoit que les dépenses liées aux logiciels APIA¹² et de facturation électronique des fournisseurs atteindront près de 1,75 Mds\$ à l'horizon 2026E, contre environ 925 M\$ en 2021, soit un taux de croissance annuel moyen de 14%. Nous présentons ci-après l'évolution de ces dépenses telle que prévue par l'étude précitée.

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



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

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

4.6.3 *Adoption de l'intelligence artificielle*

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

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

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

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

5 Analyse financière d'Esker

Les comptes consolidés du Groupe, présentés ci-après, ont été établis conformément au Règlement ANC 2020-01. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes d'Esker¹³.

5.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2019 - 2023

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

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

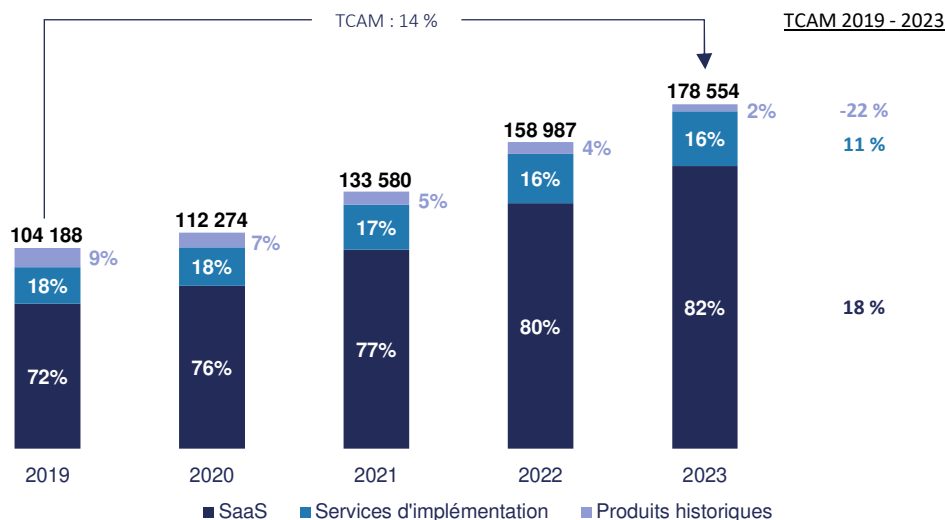
Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

Chiffre d'affaires

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

¹³ Orfis et Deloitte & Associés

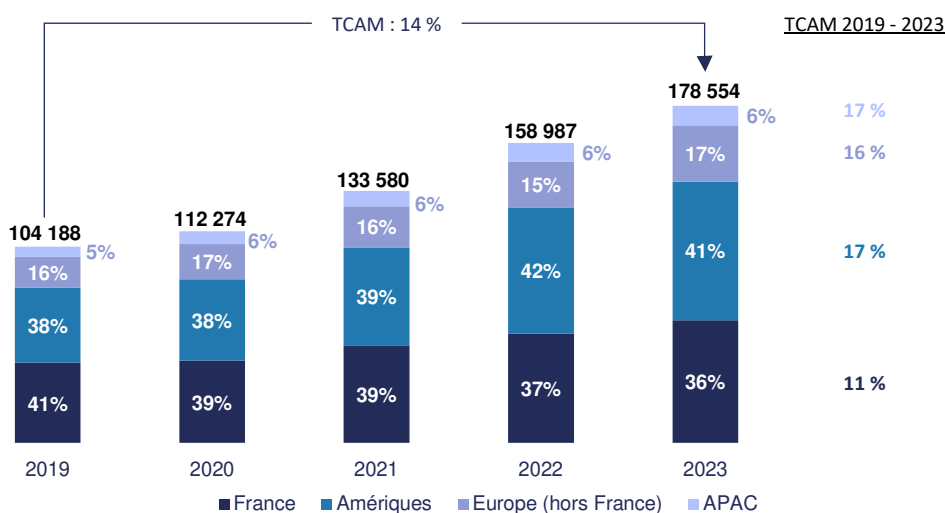
Figure 8 - Ventilation du chiffre d'affaires par activité entre 2019 et 2023 (k€)



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

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

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



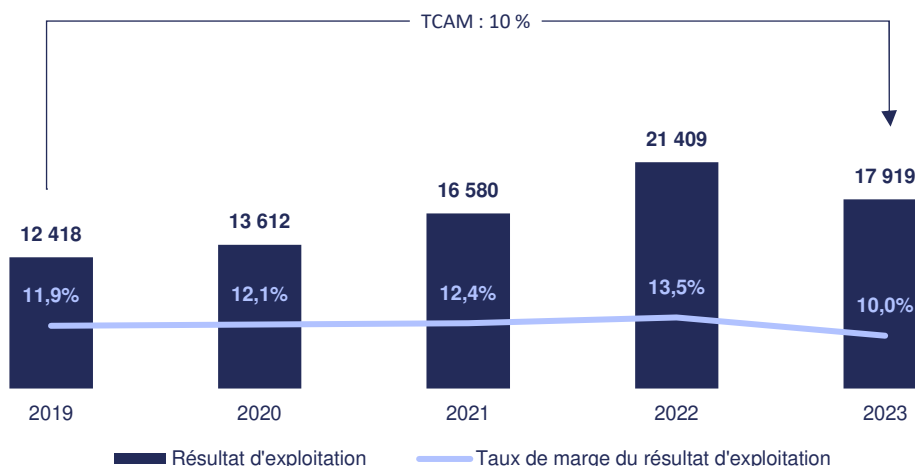
Sources : DEU 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023

Résultat d'exploitation (EBIT)

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

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

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



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

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

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

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

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

EBIT ajusté et EBITDA ajusté

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

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

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

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

Sources : DEU 2022 et 2023

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

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

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

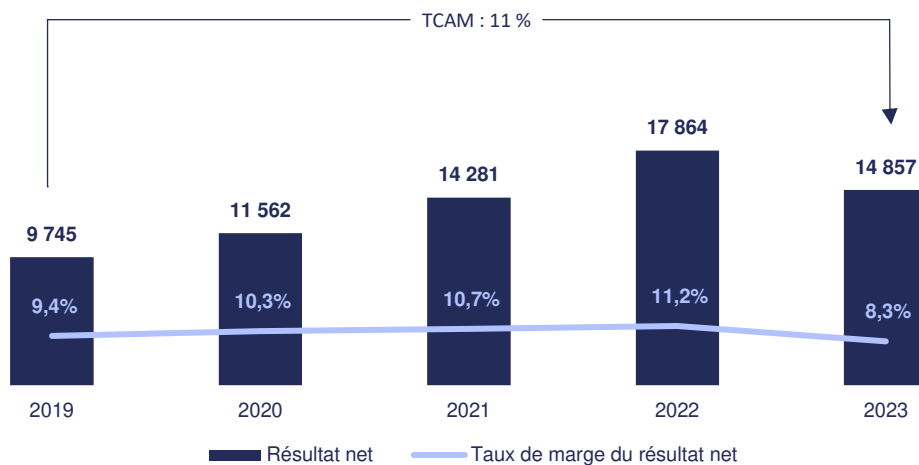
Sources : DEU 2022 et 2023

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

Résultat net

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

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



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

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

5.2 Bilan consolidé sur la période 2019 – 2023

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

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

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

Immobilisations incorporelles

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

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

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

Immobilisations corporelles

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

Immobilisations financières et titres mis en équivalence

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

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

Besoin en fonds de roulement (BFR)

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

Tableau 9 - Évolution du BFR depuis le 31 décembre 2019

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

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

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

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

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

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

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

Trésorerie / (Dettes) nette

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

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

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

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

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

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

5.3 Activité du premier semestre 2024

5.3.1 Compte de résultat

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

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

Source : Rapport semestriel 2024

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

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

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

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

5.3.2 Bilan

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

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

Source : Rapports semestriels 2023 et 2024

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

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

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

6 Matrice SWOT

Figure 12 - Matrice SWOT d'Esker



Sources : Société, analyses Finexsi

7 Évaluation des actions de la Société Esker

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

7.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

7.1.1 Actif net comptable consolidé

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

À titre d'information, l'actif net comptable au 30 juin 2024 d'Esker s'établit à 116,4 M€, soit une valeur par action de 19,70¹⁴ €.

7.1.2 Actif net comptable réévalué

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

7.1.3 Actualisation des dividendes futurs

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

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

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

7.1.4 Valeur liquidative

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

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

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

7.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

À titre principal :

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

À titre secondaire :

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

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

7.3 Données de référence de la société Esker

7.3.1 Nombre de titres retenu

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

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

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

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

Sources : Société, analyses Finexsi

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

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

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

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

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

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

Sources : Société, analyses Finexsi

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

Nous avons ajusté la trésorerie nette des principaux éléments suivants :

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

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

7.4 Mise en œuvre de la valorisation d'Esker

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

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

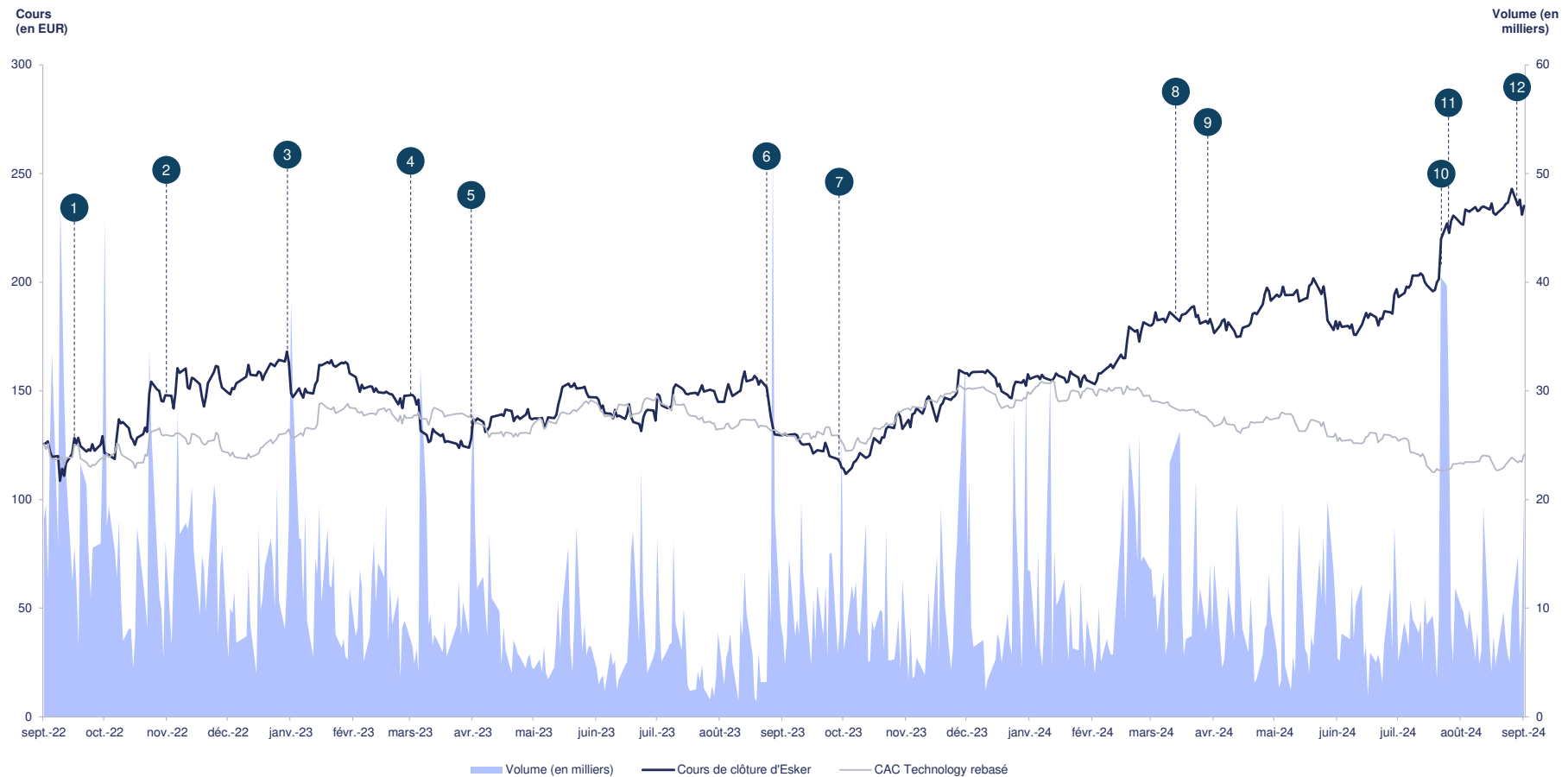
Les actions d'Esker sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris (code ISIN : FR0000035818).

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

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

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

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



Source : Capital IQ

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

- Le 5 octobre 2022 (**n°1**), la Société annonce avoir noué un partenariat avec Seitra¹⁶ pour intégrer les technologies d'Intelligence Artificielle dans les solutions de cette dernière ;
- Le 22 novembre 2022 (**n°2**), Esker et Quadient annoncent un partenariat dont l'objectif est de développer la prochaine Plateforme de Dématérialisation Partenaire (PDP), agréée par l'État (cf. 4.6.2) ;
- Le 17 janvier 2023 (**n°3**), Esker publie son chiffre d'affaires 2022, en hausse de +19%. L'activité SaaS représente désormais 80% du chiffre d'affaires total (contre 77% en 2021). Cette croissance a été observée dans toutes les zones géographiques ;
- Le 23 mars 2023 (**n°4**), la Société annonce ses résultats 2022, marqués par une hausse du chiffre d'affaires (+19%) à 158,9 M€, ainsi que par une progression du taux de marge d'exploitation (+1,1 point) ;
- Le 18 avril 2023 (**n°5**), la Société publie son chiffre d'affaires pour le premier trimestre 2023, qui ressort à 42,8 M€ (+17 %) porté par (i) les revenus SaaS (+21%), ainsi que par (ii) les services d'implémentation (+8%). La Société revoit à la hausse ses prévisions de croissance organique et de rentabilité pour 2023 ;
- Le 13 septembre 2023 (**n°6**), la Société annonce ses résultats pour le premier semestre de 2023, avec un chiffre d'affaires de 87,9 M€ (+15 %). Les prises de commandes sont en progression de +18%, avec une forte dynamique en Europe hors France (+65%), qui a compensé le recul de -9% en France. Le résultat net s'établit à 7,5 M€, en baisse de -26%. Pour 2023, Esker anticipe une croissance organique de 14% à 15%, avec une rentabilité opérationnelle entre 11,5% et 12,5% ;
- Le 18 octobre 2023 (**n°7**), le Groupe publie son chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 2023 en hausse de +8%, à 44 M€. Cette progression a été portée par les revenus SaaS (+11%). La valeur récurrente des nouveaux contrats signés est en hausse, atteignant 5 M€ (+11% à taux de change constants) ;
- Le 27 mars 2024 (**n°8**), la Société publie ses résultats pour l'exercice 2023. Le chiffre d'affaires d'Esker s'élève à 178,6 M€, soit une hausse de 12%. Par ailleurs, la note publiée par Oddo *post* publication des résultats 2023 souligne une potentielle prise de participation externe au capital d'Esker. Ces premières rumeurs sont soutenues par les commentaires de Monsieur BERARD lors de la conférence d'Oddo BHF ;
- Le 16 avril 2024 (**n°9**), Esker annonce un chiffre d'affaires de 47,7 M€ pour le premier trimestre 2024, soit une augmentation de 12% par rapport à la même période de l'année précédente. La valeur annuelle récurrente des nouveaux contrats signés atteint 6 M€ (+37%). Lors de l'*Investor Call* du T1 2024, Messieurs BERARD et OLIVIER confirment que des réflexions sont menées en interne quant à l'ouverture du capital de la Société à des fonds de *private equity* ;
- Le 9 août 2024 (**n°10**), Bloomberg publie un article sur une éventuelle offre de Bridgepoint. Le cours de bourse passe de 201,4 € le 8 août 2024 à 220,0 € le 9 août 2024 (cours de clôture), soit une hausse de +9,2% ;
- Le 12 août 2024 (**n°11**), Esker confirme être en discussions avec Bridgepoint concernant une offre éventuelle. À la suite de cette publication, le prix par action de la Société passe de 220,0 € le 9 août 2024 à 227,0 € le 12 août 2024 (cours de clôture), soit une hausse de +3% ;
- Le 19 septembre 2024 (**n°12**), Esker et Bridgepoint annoncent un projet d'Offre Publique d'Achat en numéraire initié par Bridgepoint, associé à General Atlantic et les dirigeants actionnaires.

¹⁶ Entreprise proposant des solutions numériques pour la gestion des copropriétés.

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

Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Esker

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

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

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

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

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

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

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

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

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

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

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

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Un taux de marge d'EBIT publié¹⁷ en progression de 11 points sur l'horizon du plan d'affaires, passant de 10,0% en 2023 à 20,7% en 2029E, soit un niveau supérieur à celui observé historiquement (12,5% en moyenne sur la période 2019-2022). Le taux de marge d'EBIT ajusté de l'impact des frais de développement passe pour sa part de 8% en 2023 à 18% en 2029E ;
- Des dépenses de R&D stables représentant environ 10% du chiffre d'affaires ;
- Un niveau de BFR correspondant à -4,2% du chiffre d'affaires, en ligne avec les tendances historiques ;
- Des investissements (hors R&D) limités et stables à 2% du chiffre d'affaires, soit un niveau cohérent avec l'historique.

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

Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

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

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

Impôt sur les sociétés

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

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

Actualisation des flux

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

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

¹⁷ EBIT tel qu'il ressort des comptes consolidés 2023 de la Société.

Flux normatif

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

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

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

La variation du BFR a été considérée comme nulle.

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

Taux d'actualisation

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

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

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

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

Calcul de la valorisation

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

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

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

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

Source : Analyses Finexsi

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

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

Source : Analyses Finexsi

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

7.4.3 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

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

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

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

- Blackline Inc. propose une solution *SaaS* qui automatise les processus de clôture comptable, la réconciliation des comptes, et la conformité. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 534 M€ (dont 72% aux États-Unis) ;
- Vertex Inc. propose des solutions *SaaS* de gestion fiscale, aidant les entreprises à automatiser les calculs de taxes, assurer la conformité fiscale et gérer les audits à l'échelle mondiale. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 518 M€ ;
- Kinaxis Inc. propose un service *SaaS* destiné aux chaînes logistiques aux États-Unis, au Canada, en Europe et en Asie. Ses deux principales solutions (*RapidConnect* et *RapidStart*) permettent à ses clients (i) de planifier leurs besoins logistiques, (ii) de gérer leurs inventaires, (iii) de disposer d'un centre de commande et de contrôle ainsi que de tableaux de bord et d'analyse. En 2023, Kinaxis a réalisé un chiffre d'affaires de 386 M€ (dont 58% aux États-Unis, 31% en Europe et 8% en Asie) ;
- AvidXchange Holdings Inc. est une société américaine qui propose une plateforme *SaaS* dédiée à l'automatisation des processus de comptes fournisseurs. Elle permet aux entreprises (i) de dématérialiser les factures, (ii) d'automatiser les paiements et (iii) d'optimiser la gestion des flux de trésorerie. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 344 M€ ;
- Sidetrade SA est une société française qui fournit une plateforme O2C (sur la base d'une intelligence artificielle) pour la gestion des opérations financières et en particulier la gestion de la trésorerie. Elle propose également un logiciel de risque crédit en support des ERP¹⁸ et CRM¹⁹ de ses clients. En 2023, Sidetrade SA a réalisé un chiffre d'affaires de 44 M€ (dont 42% en France et 28% aux États-Unis).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 18 - Multiples observés sur les sociétés comparables

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

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

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

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

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

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

7.4.4 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

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

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

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

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

Les transactions retenues sont les suivantes :

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

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

Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables ont été calculés sur la base des agrégats LTM²⁰ et non des agrégats prospectifs (NTM²¹), raison pour laquelle les multiples présentés ci-après peuvent apparaître plus élevés que ceux déterminés sur la base des agrégats prospectifs :

Tableau 19 - Transactions comparables retenues sur les trois dernières années

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Esker fait l'objet d'un suivi par 10 analystes financiers²², qui communiquent de manière plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

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

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

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

Sources : Notes d'analystes

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

- **Gilbert Dupont** maintient son objectif de cours à 260 € avec une recommandation à l'accumulation. Dans sa note du 6 septembre 2024²³, l'analyste estime que le lancement d'une offre publique d'achat de Bridgepoint est fortement probable ;
- **Kepler Cheuvreux** maintient son objectif de cours à 215 € avec une recommandation à l'achat ;
- **Bernstein** abaisse sa recommandation *outperform* à *market perform* et cible un objectif de cours à 225 € en estimant qu'il existe un risque que les discussions entre Bridgepoint et Esker n'aboutissent pas ;
- **Berenberg** recommande de conserver le titre et maintient son objectif de cours à 165 €, inchangé par rapport à sa note du 17 juillet 2024 qui faisait suite à la publication de résultats records pour le deuxième trimestre 2024 ;
- **Stifel** cible un objectif de cours à 210 € et recommande d'acheter le titre ;

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

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

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

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

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

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

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

Source : Notes d'analystes

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

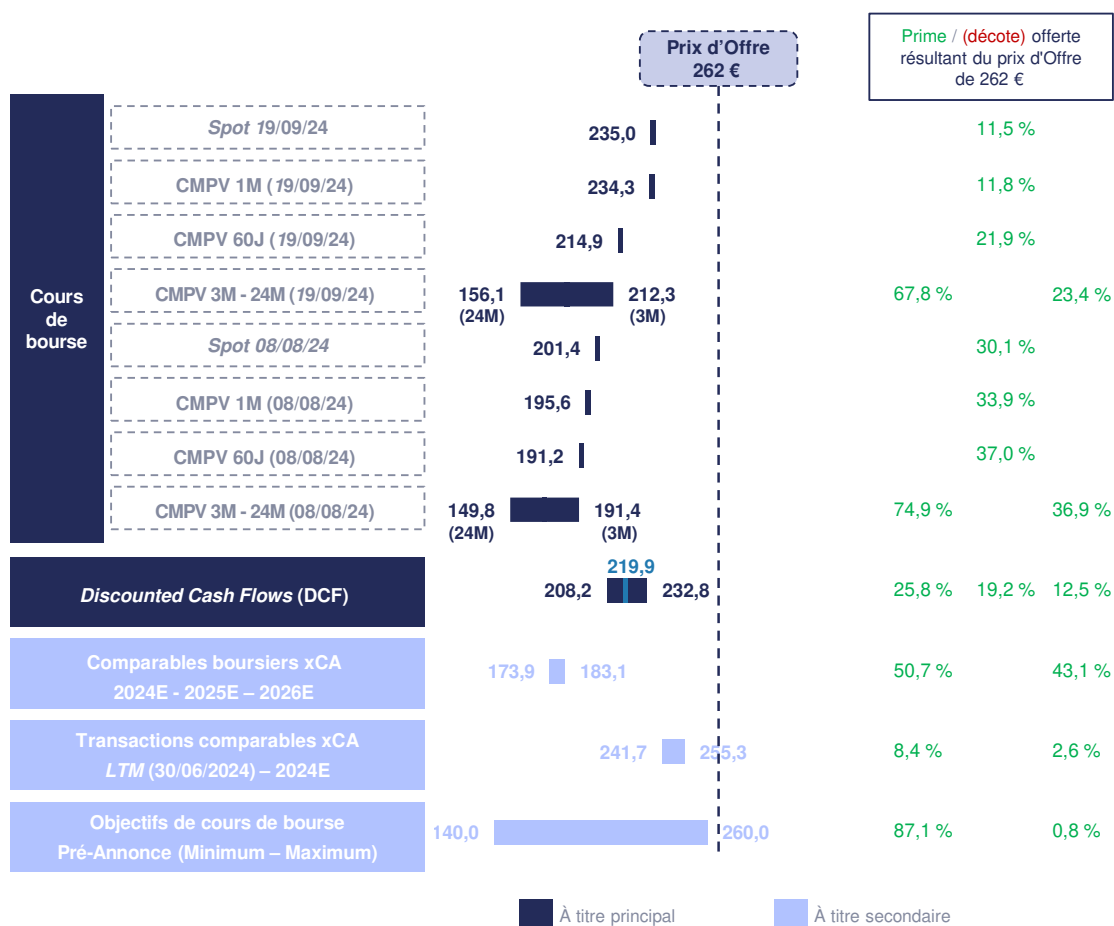
- **Oddo BHF** considère que l'Offre pourrait être plus attractive, notamment en raison d'une prime de 30% jugée insuffisante pour une société présentant un fort potentiel de croissance, ainsi qu'un multiple d'acquisition inférieur à celui de certaines transactions majeures dans le secteur d'Esker. Selon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

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

8 Synthèse de nos travaux d'évaluation

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

Figure 16 - Synthèse des valeurs par action Esker



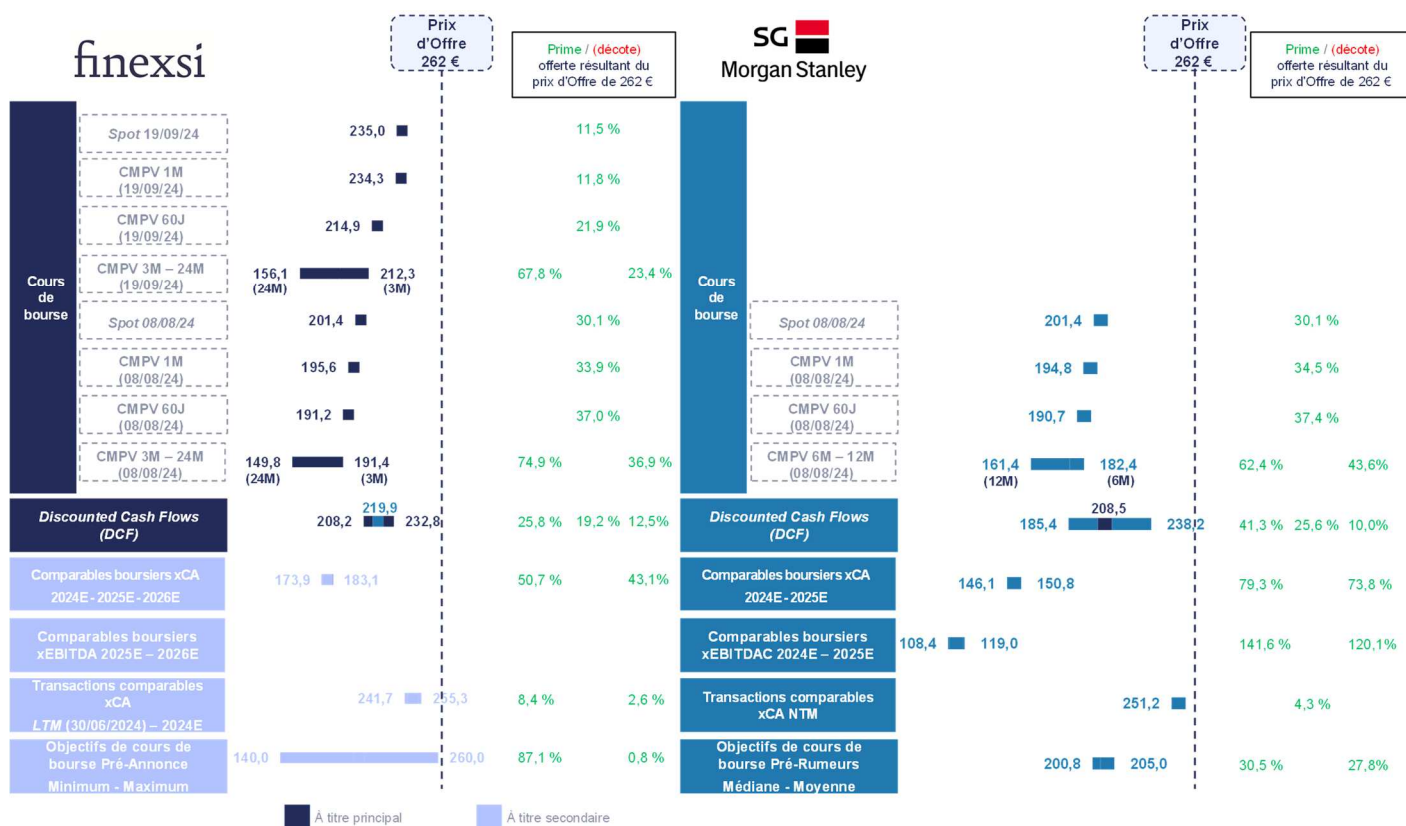
9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

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

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

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

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



Sources : analyses Finexsi, projet de note d'information

9.1 Choix des critères d'évaluation

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

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

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

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

9.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

9.2.1 Données de références

9.2.1.1 Nombre d'actions retenu

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

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

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

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

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

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

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

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

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

9.2.2 Analyse du cours de bourse

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

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

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

9.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

9.2.3.1 Concernant les prévisions considérées

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

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

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

9.2.3.2 Concernant les hypothèses financières

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

S'agissant des hypothèses de taux de marge, il convient de relever que les Établissements Présentateurs fondent leur raisonnement sur un EBITDAC²⁴, quand nous raisonnons sur une notion d'EBIT ajusté de l'impact des frais de développement. Pour les besoins de la comparaison ci-après, nous raisonnons sur la base de l'EBIT publié, qui permet la comparaison sur des bases homogènes entre les travaux des Établissements Présentateurs et ceux de Finexsi.

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

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

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

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

²⁴ EBITDA - R&D capitalisée - Part des rémunérations payées en actions capitalisée.

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

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

9.2.3.3 Analyse des sensibilités et résultats

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

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

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

9.2.4 Méthode des comparables boursiers

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

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

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

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

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

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

9.2.5 Méthode des transactions comparables

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

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

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

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

9.2.6 Objectif de cours des analystes

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

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

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

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

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

Dans ce cadre, nous avons examiné :

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

10.1 Accord de soutien

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

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

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

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

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

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

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

10.2 Accord d'investissement

Le 19 septembre 2024, Bridgepoint, General Atlantic B.V., Boréal Topco, Boréal Midco, l'Initiateur et les Dirigeants Ré-Investisseurs²⁵ ont conclu un Accord d'investissement, définissant les termes et conditions de l'investissement de Bridgepoint, General Atlantic et des Dirigeants Ré-investisseurs dans le cadre de l'Offre. General Atlantic Coop et les Autres Managers Ré-Investisseurs²⁶ (ensemble avec les « Dirigeants Ré-Investisseurs », les « Managers Ré-Investisseurs ») ont adhéré à l'Accord d'Investissement entre le 23 et le 24 octobre 2024.

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

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

En l'absence d'atteinte de seuil de détention du capital et des droits de vote permettant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Opération sera financée uniquement par des investissements en fonds propres au niveau de Boréal Topco²⁷. Dans cette hypothèse, la structuration du financement de l'Opération peut se présenter synthétiquement de la manière suivante :

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

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

10.2.1 Investissement de Bridgepoint et de General Atlantic dans Boréal Topco

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

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

²⁵ Monsieur Jean-Michel BERARD, Monsieur Jean-Jacques BERARD et Monsieur Emmanuel OLIVIER.

²⁶ 21 cadres dirigeants du Groupe, autres que les Dirigeants Ré-Investisseurs.

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

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

Les Managers Ré-Investisseurs se sont engagés à apporter à l'Offre une partie des actions qu'ils détiennent, soit un nombre total de 348 696 actions²⁸ représentant 5,7 % du capital de la Société. Dans l'éventualité où les Managers Ré-Investisseurs viendraient à détenir des actions supplémentaires au résultat de l'exercice d'options de souscription ou d'actions gratuites qui deviendraient disponibles avant la clôture de l'Offre, celles-ci seraient également apportées à l'Offre.

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

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

Les Managers Ré-Investisseurs réaliseront au profit de Boréal Topco un apport en nature de 303 819²⁹ actions Esker, d'une valeur globale de 79,6 M€³⁰.

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

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

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

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

Le taux d'intérêt des obligations convertibles a fait l'objet d'une évaluation par un tiers évaluateur³¹, lequel a conclu que « le taux spécifique auquel la Société aurait pu se financer auprès de banques sur le marché pour cette dette, compte tenu de ses caractéristiques et de celles de la Société [...] » se situerait entre 7,6% et 12,5%. Le taux de 10% des obligations convertibles se situe donc au milieu de cette fourchette.

En complément, nous précisons que le financement par dette qui sera mis en place en cas de retrait obligatoire porterait intérêt au taux Euribor 3 mois +6,5%, soit un taux très proche de 10% compte tenu du niveau actuel de l'Euribor³².

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

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

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

³¹ Le cabinet Accuracy

³² 3,179% au 11 octobre 2024

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

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

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

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

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

10.3 Mécanisme d'intéressement des dirigeants, cadres et salariés

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

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

10.3.1 *Management Incentive Plan*

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

Les Dirigeants Ré-Investisseurs se verront chacun attribuer 11% du MIP à la clôture de l'Offre, étant précisé qu'ils pourront bénéficier ultérieurement d'allocations supplémentaires. La période d'acquisition des actions de préférence sera d'un an pour la moitié d'entre elles et de deux ans pour l'autre moitié. Elles feront également l'objet d'une obligation de *lock-up* jusqu'à la date de sortie. La valeur des actions de préférence sera égale à un pourcentage des gains en capital³³ réalisés au cours de la période d'investissement, variable en fonction de la durée et du TRI de l'investissement.

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

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

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

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

10.3.2 *Employee Incentive Plan*

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

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

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

10.4 **Pacte d'associés**

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

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

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

10.4.1 *Gouvernance au niveau de Boréal Topco*

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

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

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

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

10.4.2 Transfert des titres Boréal Topco

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

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

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

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

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

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

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

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

10.5 Contrat de liquidité

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

11 Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'actionnaires

Nous avons été sollicités par un actionnaire qui nous a transmis un courrier en date du 30 octobre 2024 et du 5 novembre 2024.

Nous avons sollicité l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ainsi que le management de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par l'actionnaire qui nous a saisis.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées par l'actionnaire, ainsi que nos analyses et appréciations.

Ce courrier évoque la prise en compte de l'évolution du BFR dans l'approche DCF et les transactions comparables retenues dans notre échantillon.

S'agissant du BFR

L'actionnaire indique que selon lui nos calculs prennent en compte une hypothèse de variation de BFR à 0, hypothèse qui lui semble inexacte compte tenu de l'évolution de la structure des contrats d'Esker, qui comportent dorénavant un pré paiement annuel.

En premier lieu, nous précisons que nous avons considéré un niveau de BFR stable sur l'horizon du plan d'affaires (à -4,2% du chiffre d'affaires), ce qui se traduit par une variation de BFR favorable (du fait de la croissance embarquée dans le plan) jusqu'à la fin de la période d'extrapolation. Nous avons considéré une variation du BFR nulle en année terminale uniquement, ce qui nous paraît être une hypothèse raisonnable. L'affirmation figurant dans le courrier selon laquelle il a été retenu « une hypothèse de variation de BFR à 0 » est par conséquent inexacte.

Ensuite, nous faisons observer que la modification de la structure des contrats évoquée dans le courrier ne concerne que les nouveaux clients (ce qui nous a été confirmé par le management), et non le renouvellement des contrats existants. De ce fait, l'impact sur le BFR est graduel au cours des prochaines années et forcément significativement inférieur au chiffre mentionné dans le courrier transmis. En effet, selon le management, la contribution au chiffre d'affaires SaaS 2024 des contrats signés en 2024 est de 3%, de 10% pour ceux signés en 2023 et de 12% pour ceux signés en 2022. L'impact des nouvelles modalités de facturation pour ces contrats signés jusqu'en 2024 est par ailleurs bien intégré dans la variation de BFR appréhendée dans nos travaux, qui constitue une ressource pour la Société.

Enfin, nous rappelons que toute amélioration du BFR ne se traduit pas mécaniquement par un incrément sur la valeur intrinsèque de la Société, la trésorerie générée n'étant pas nécessairement disponible (du moins pas en totalité) pour être remontée aux actionnaires. En tout état de cause, l'incidence de cette évolution du mode de facturation apparaît limitée sur la valeur DCF.

S'agissant des transactions comparables retenues dans notre échantillon

L'actionnaire indique que le LBO secondaire de Bridgepoint et General Atlantic sur Kyriba devrait être retenu dans l'échantillon de transactions comparables, et qu'il est « de notoriété publique que Bridgepoint envisage, en cas de succès de son projet de rachat d'Esker, de faire jouer les synergies entre les 2 sociétés voire de les rapprocher dans le futur ». L'actionnaire attire également notre attention sur certaines sociétés de l'échantillon de transactions (Basware, Bottomline Technologies et Mercel) qui n'aurait jamais été citées dans la communication financière d'Esker.

L'Initiateur a communiqué le 16 octobre 2024 sur le réinvestissement (LBO secondaire), aux côtés de General Atlantic en tant qu'actionnaire minoritaire, dans la société Kyriba. Cette transaction en cours n'a pas été retenue dans notre échantillon de transactions comparables pour les raisons suivantes :

- La transaction n'est à ce jour pas encore finalisée, le communiqué de presse évoquant un closing au 4ème trimestre 2024. Il n'est pas dans nos pratiques d'inclure des transactions non finalisées dans nos échantillons ;
- Les modalités financières de l'opération n'ont pas été communiquées de façon détaillée et exhaustive au marché, seule une valeur approximative de l'opération ayant été communiquée officiellement. Le chiffre d'affaires de Kyriba ou son EBITDA n'ont pas été rendus publics, et ne sont pas disponibles sur les bases de données spécialisées, de sorte qu'il n'est pas possible de déterminer de manière fiable les multiples de cette transaction sur la base d'informations publiques. Le multiple de 8.5x le chiffre d'affaires mentionné dans le courrier n'a pour source aucune des communications officielles autour de la transaction. Néanmoins, l'Initiateur nous a confirmé que ce multiple était globalement cohérent sur une base NTM (Next Twelve Months), quoique légèrement inflaté par rapport au multiple réel ;
- S'agissant des synergies mentionnées dans le courrier, nous relevons qu'aucun rapprochement n'est évoqué ni par le management, ni par l'Initiateur dans ses intentions. Nous rappelons par ailleurs, dans l'hypothèse où celles-ci seraient avérées, que nos travaux sont réalisés en *standalone*, et qu'il n'y aurait par conséquent pas lieu de les intégrer.

Concernant les sociétés Basware, Bottomline Technologies et Mercel retenues dans notre échantillon, nous considérons que celles-ci sont globalement comparables à Esker, bien que des différences puissent exister en termes d'activité, de positionnement géographique, de profil de croissance ou de marge. Il s'agit d'une limite inhérente à cette approche par les transactions comparables, qui est pour cette raison présentée à titre secondaire dans nos analyses. Il convient de noter que des différences existent de la même manière pour les autres sociétés de l'échantillon, dont certaines (en particulier Pagero et Billtrust) présentent des profils de croissance sensiblement supérieurs à ceux d'Esker. Nous relevons également que Kyriba présente à la fois un profil de croissance, de marge et de récurrence de ses revenus issus des activités SaaS supérieurs à ceux d'Esker, et ce malgré un niveau de chiffre d'affaires sensiblement supérieur à Esker.

Par ailleurs, Basware est présentée par Esker comme faisant partie de son environnement concurrentiel dans sa présentation investisseurs d'avril 2024. Basware³⁴ et Bottomline³⁵ sont citées par certains analystes dans leurs notes et, Basware, Bottomline et Mercell ont été cités par la Société lors de la présentation des résultats du premier semestre 2024³⁶.

En synthèse, nos analyses sur les différents points soulevés par l'actionnaire ne nous conduisent pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre.

³⁴ Notes Bernstein du 5 septembre 2024 et Edison du 25 septembre 2024.

³⁵ Notes Société Générale du 19 mars 2024, Bernstein du 5 septembre 2024 et Edison du 25 septembre 2024.

³⁶ Le 19 septembre 2024.

12 Conclusion

En ce qui concerne l'actionnaire d'Esker

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

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

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

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

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

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

En ce qui concerne les accords connexes

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

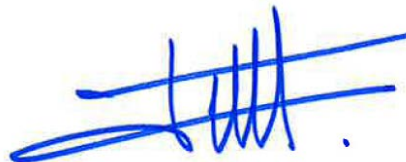
En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 262,0€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Esker.

Fait à Paris, le 21 novembre 2024

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Maxime ROGÉON
Director



Christophe LAMBERT
Partner

PJ : Annexes

13 Annexes

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

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

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

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

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

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

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

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

Montant de la rémunération perçue

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

Description des diligences effectuées

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

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

Calendrier de l'étude

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

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Esker

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

Comité *ad hoc*

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

Deutsche Bank, Banque Conseil d'Esker

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

Kirkand & Ellis, Conseil juridique d'Esker

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

Morgan Stanley, Établissement Présentateur

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

Société Générale, Établissement Présentateur

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

Latham & Watkins, Conseil juridique de l'Initiateur

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

Sources d'information utilisées

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

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

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

Informations de marché :

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

Personnel associé à la réalisation de la mission

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

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

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

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

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



Lettre de mission



FINEXSI

**A l'attention de Messieurs Christophe
LAMBERT et Maxime ROGEON
14, rue de Bassano
75116 PARIS**

16 septembre 2024

Messieurs,

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

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

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

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

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

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

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

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



Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

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

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

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

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

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

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

Calendrier envisagé de l'opération

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

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

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



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

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

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

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

Conflit d'intérêt

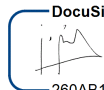
Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de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

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



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

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

DocuSigned by:


260AB1DE660D4A3...
Jean-Michel BERARD
Président du Directoire